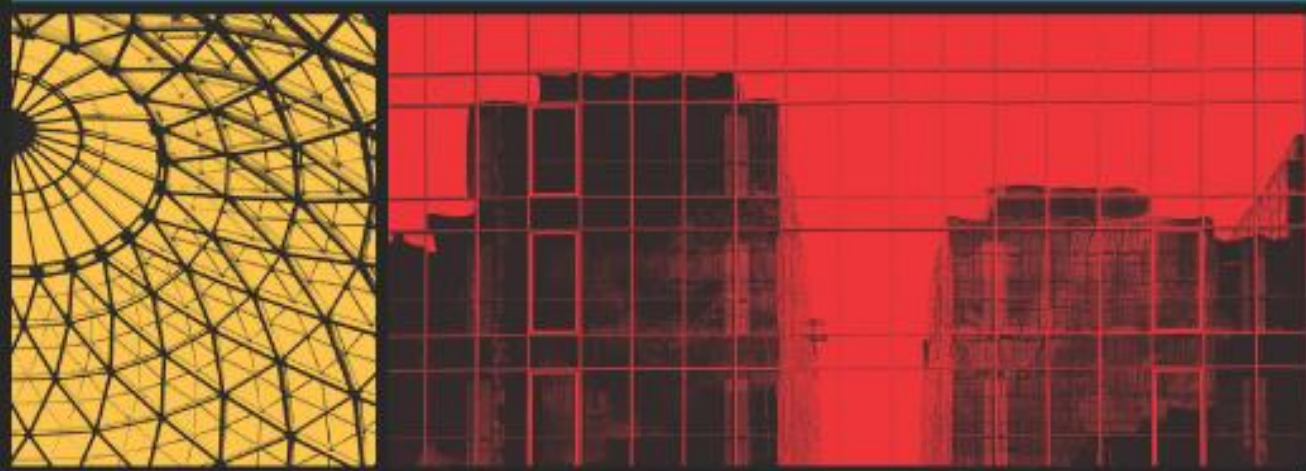


VALORE IMMOBILIARE GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso

Rendiconto di Gestione al 31 Dicembre 2011



Indice

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI	3
1.1 ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO	3
1.1.1 <i>Gestione immobiliare</i>	4
1.1.2 <i>Gestione mobiliare</i>	7
1.1.3 <i>Gestione finanziaria</i>	7
1.1.4 <i>Analisi delle performance</i>	9
1.2 DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE ...	10
1.3 ANDAMENTO DEI SETTORI IMMOBILIARI DI INTERESSE.....	11
1.3.1 <i>Scenario</i>	11
1.3.2 <i>Il mercato terziario</i>	14
1.3.3 <i>Il mercato immobiliare industriale</i>	14
1.3.4 <i>Il mercato degli immobili commerciali</i>	15
1.4 CORPORATE GOVERNANCE	15
1.5 ALTRE NOTIZIE.....	15
1.6 FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO	18
SEZIONE PATRIMONIALE	19
SEZIONE REDDITUALE	21
NOTA INTEGRATIVA	23
PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	23
PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....	25
SEZIONE I - CRITERI DI VALUTAZIONE.....	25
SEZIONE II - LE ATTIVITA'.....	28
SEZIONE III - LE PASSIVITA'.....	34
SEZIONE IV - IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	36
SEZIONE V - ALTRI DATI PATRIMONIALI.....	37
PARTE C - IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO.....	38
SEZIONE I - RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU STRUMENTI FINANZIARI.....	38
SEZIONE II - BENI IMMOBILI	39
SEZIONE III - CREDITI	40
SEZIONE IV - DEPOSITI BANCARI.....	40
SEZIONE V - ALTRI BENI.....	40
SEZIONE VI - ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE ED ONERI FINANZIARI.....	40
SEZIONE VII - ONERI DI GESTIONE.....	41
SEZIONE VIII - ALTRI RICAVI ED ONERI	42
SEZIONE IX - IMPOSTE.....	42
PARTE D - ALTRE INFORMAZIONI.....	42

Relazione degli amministratori

1.1 Attività di gestione del Fondo

Nel corso del 2011 l'attività di gestione è proseguita nella valutazione di possibili operazioni di acquisizione e di dismissione del patrimonio immobiliare, anche attraverso l'attività dell'*Asset Manager*.

La Società di Gestione sta attivamente ricercando nuove opportunità di investimento al fine di incrementare la redditività del portafoglio immobiliare, e, quindi del Fondo, e di migliorare l'*Asset Allocation*.

In data 23 dicembre 2011, la società Revifin S.p.A. ha inviato un'offerta irrevocabile d'acquisto avente ad oggetto l'immobile sito in Corsico, Viale delle Industrie al prezzo complessivo di Euro 11.075.000 oltre imposte, accompagnato dal versamento sul conto corrente del Fondo dell'importo di Euro 1.000.000 a titolo di caparra confirmatoria. Tale offerta è stata formalmente accettata dalla SGR in data 16 gennaio 2012.

La stipula dell'atto definitivo, prevista per il 15 febbraio 2012, è stata prorogata al 31 marzo 2012, a seguito di richiesta del promissario acquirente e del versamento di ulteriori Euro 500.000 ad integrazione della caparra confirmatoria di cui sopra.

In merito al contenzioso afferente il residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821, non si segnalano aggiornamenti rispetto alla Relazione Semestrale al 30 giugno 2011. Alla data odierna non è stata ancora fissata la data della relativa udienza di trattazione presso la Corte di Cassazione.

La liquidità del Fondo è stata investita in valori mobiliari le cui caratteristiche rispondono alle disposizioni dell'Autorità di Vigilanza e rispettano i contenuti regolamentari, secondo le indicazioni del Consiglio di Amministrazione.

Il valore della quota al 31 dicembre 2011 è pari ad Euro 4.574,102. Considerando che la valutazione al 31 dicembre 2010 è stata pari ad Euro 5.105,262 e che in data 10 marzo 2011 si è provveduto al pagamento di proventi per Euro 129,80 pro quota ed al rimborso della quota per Euro 194,30 pro quota, il decremento di valore del Fondo per il 2011 risulta pari allo 4,28%¹.

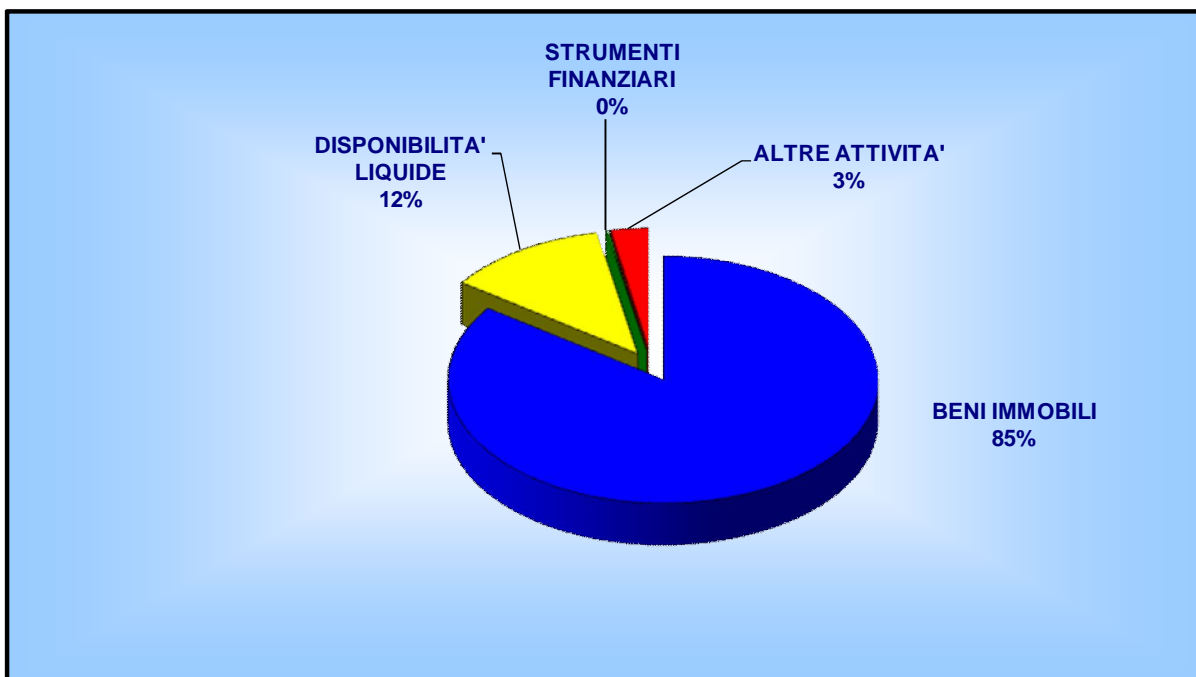
Nel rispetto del Regolamento il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione delibera nel Rendiconto, di cui la presente Relazione è parte integrante, di provvedere per il 2011 ad un rimborso parziale pro-quota per Euro 260,00 per complessivi Euro 8.021.000,00.

Il rimborso verrà corrisposto con decorrenza 15 marzo 2012 (data stacco 12 marzo 2012) tramite Monte Titoli S.p.A..

Alla data di chiusura del Rendiconto, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, gli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo al 31 dicembre 2011 possiedono complessivamente un valore di mercato pari ad Euro 132.975.000, inferiore del 9,64% rispetto al costo storico.

Il grafico seguente espone schematicamente la composizione delle attività del Fondo alla data di riferimento.

¹ Il calcolo è stato effettuato sulla base del Metodo Dietz modificato.



1.1.1 Gestione immobiliare

Nel corso del 2011, come nel corso del 2010, la SGR ha orientato la propria attività di gestione al contenimento degli effetti della crisi economica riscontrata non solo a livello nazionale ma anche internazionale.

Sul fronte delle locazioni, l'operato della SGR si è concentrato sia sulla rilocalizzazione degli spazi sfitti, sia sulla risoluzione di problematiche contingenti.

In relazione all'immobile di Milano, Via Procaccini, si rammenta che in data 29 dicembre 2010, la società Teva Italia S.r.l. aveva espresso la propria volontà di recedere anticipatamente dal contratto di locazione e, dunque, di rilasciare gli spazi entro aprile 2011. La società, contrattualmente obbligata fino alla data del 30 aprile 2013, aveva motivato la propria decisione adducendo non meglio precisate motivazioni di natura economica, logistica nonché di sicurezza. All'esito degli incontri avvenuti tra le parti volti alla risoluzione bonaria della controversia la SGR, in data 29 giugno 2011 sottoscriveva con Teva Italia S.r.l. una scrittura privata transattiva con la quale veniva concesso alla conduttrice il rilascio anticipato, in data 31 luglio 2011, delle unità immobiliari locate a fronte della corresponsione dell'importo pari ad euro 715.000,00, a titolo di penale per la risoluzione anticipata del contratto di locazione. Il predetto importo veniva regolarmente corrisposto dalla conduttrice al Fondo contestualmente alla sottoscrizione della citata scrittura.

Ad aggiornamento di quanto rappresentato nella Relazione Semestrale al 2011, si informa che Teva Italia S.r.l. ha rilasciato l'immobile in data 31 luglio 2011 secondo gli accordi stabiliti.

In relazione all'immobile di Roma Via Bombay 5 si rammenta che con lettere del 7 marzo 2011 e del 24 giugno 2011 la società EMC Computer Systems Italia S.p.A., conduttore dei piani V e VII dell'immobile in discorso nonché di taluni posti auto, ha formalizzato la richiesta per il rilascio delle porzioni immobiliari alla stessa locate. Il rilascio dell'immobile è avvenuto in data 20 settembre 2011 secondo gli accordi raggiunti.

Inoltre, nel corso del primo semestre 2011 il conduttore dell'immobile di Corsico, "Holding dell'Arredo S.p.A." già "Emmelunga S.p.A." ha unilateralmente interrotto i pagamenti del canone di locazione e spese accessorie in conseguenza delle problematiche meglio descritte nel prosieguo.

Al 31 dicembre 2011, la percentuale degli spazi sfitti sul totale del portafoglio immobiliare calcolato sulle superfici ponderate (*vacancy rate*) è pari al 14,20% circa.

In virtù di quanto sopra riportato, il rendimento medio ponderato di portafoglio, calcolato sul costo storico, alla data di approvazione del presente Rendiconto è pari al 4,5%.
Tale rendimento è pari al 5,01% se calcolato sul valore di perizia al 31 dicembre.

Al 31 dicembre 2011 il portafoglio del Fondo si compone di 5 immobili (di cui 2 ad uso uffici, due centri logistici, ed una media superficie commerciale) per un importo complessivo rivalutato pari a 133,0 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: nel corso del mese di luglio 2011, a seguito di disdetta accordo transattivo, il conduttore “Teva Italia S.p.A.” ha rilasciato gli spazi come sopra riportato.

Nel corso del quarto trimestre il conduttore “Tele Atlas Italia S.r.l.”, ha chiesto di rinegoziare le condizioni economiche del contratto di locazione proponendo in particolare di ridurre il canone, a fronte dell'impegno da parte del conduttore medesimo a rimanere nelle porzioni locate per ulteriori 6 anni rispetto alla scadenza del contratto di locazione, prevista il prossimo 15 giugno 2012.

- **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: con lettere del 7 marzo 2011 e del 24 giugno 2011 la società “EMC Computer Systems Italia S.p.A.”, conduttore dei piani V e VII dell'immobile in discorso nonché di taluni posti auto, ha formalizzato la richiesta per il rilascio delle porzioni immobiliari alla stessa locate. Il rilascio dell'immobile è avvenuto in data 20 settembre 2011 secondo gli accordi raggiunti.

In considerazione dell'avvicinarsi delle naturali scadenze dei contratti di locazione di Oracle Italia S.r.l. (30 novembre 2011) e Sun Microsystems Italia S.p.A. (30 dicembre 2011), ed in seguito all'acquisizione da Parte di Oracle di Sun Microsystem perfezionata nel corso del primo semestre 2010, in data 1° dicembre 2011 sono stati risolti consensualmente i contratti di locazione sottoscritti ed in pari data perfezionato un nuovo contratto di locazione con “Oracle Italia S.r.l.”.

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

Data di 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: si rimanda alla sezione “Altre Notizie” per l’aggiornamento relativo al fallimento del conduttore “Holding dell’Arredo”.

Come riportato al par. 1.1, alla data di chiusura del presente Rendiconto, l’immobile è oggetto di un’offerta irrevocabile di acquisto da parte della società Revifin S.p.A. per un prezzo complessivo di Euro 11.075.000 oltre imposte.

- **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: Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto al 31 dicembre 2010.

- **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: Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto al 31 dicembre 2010.

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
ANNO 2008									
Megastore Lombardia Milano Via Torino ang. Via dei Piatti 1/3	m ² 1.651 (*)	04/12/02	11.806	17.000	18/12/08	17.500	4.582	862	9.414
ANNO 2009									
Megastore Lombardia Brescia Corso Magenta, 2	m ² 6.382 (*)	30/01/03	17.022	19.300	09/06/09	20.800	7.655	1.208	10.225
ANNO 2010									
Centro direzionale Lombardia San Donato Milanese Via XXV aprile Lotto III A	11.717	30/09/05	33.579	35.500	23/02/10	35.500	9.203	1.518	9.607
Centro direzionale Lombardia San Donato Milanese Via Milano - Lotto IV	3.785	20/05/04	9.175	10.500	28/10/10	12.250	2.486	279	5.282

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

1.1.2 Gestione mobiliare

Gli investimenti in strumenti finanziari, registrati nel corso del periodo, sono stati effettuati nel rispetto delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, in osservanza delle disposizioni dettate da Banca d'Italia.

Alla data del 31 dicembre 2011 non sono presenti investimenti in strumenti finanziari quotati e non quotati.

1.1.3 Gestione finanziaria

Ricorso all'indebitamento

Al 31 dicembre 2011 l'utilizzo della leva finanziaria per un importo complessivo di Euro 15,1 milioni è pari al 9,60% sul totale delle attività del Fondo e al 11,32% sul totale patrimonio immobiliare rivalutato.

La riduzione rispetto a quanto rappresentato nella Relazione Semestrale al 30 giugno 2011, è conseguenza del rimborso parziale anticipato volontario per un importo complessivo di Euro 25,3 milioni avvenuto in data 28 dicembre, con conseguente cancellazione delle ipoteche e degli altri gravami che incidavano sugli immobili di Corsico, Viale delle Industrie, e Milano, via Procaccini. Tale rimborso è avvenuto in esenzione di corresponsione della penale di rimborso anticipato contrattualmente prevista.

La banca finanziatrice è la “Merrill Lynch International Bank Limited”, la quale in data e con decorrenza 20 novembre 2007 ha formalmente nominato “ING Real Estate Finance (Espana) EFC SA – Milan Branch” agente ai sensi della documentazione finanziaria sottoscritta. A seguito di tale comunicazione tutte le formalità ed i pagamenti relativi al suddetto finanziamento sono effettuati nei confronti di quest’ultima.

Copertura del rischio di tasso

Al fine di dotare il Fondo di un’adeguata copertura del rischio di variazione del tasso d’interesse, erano stati originariamente sottoscritti due strumenti finanziari derivati di tipo *cap*. In data 13 ottobre 2009, al fine di riallineare il nozionale coperto dalla strumento derivato all’importo del finanziamento sottostante e le date di pagamento degli interessi, si è proceduto a ridefinire i termini contrattuali e di seguito si riportano i dati sintetici del contratto ad oggi in essere:

Data negoziazione:	13/10/2009 ^(*)
Inizio:	30/10/2009
Termine:	30/01/2015
Valore nominale di riferimento:	40.400.263,55
Premio pagato:	613.000 ^(**)
<i>cap rate</i> :	4,85%

(*) data negoziazione iniziale 22/12/2006 e 30/03/2007

(**) nuovo premio a fronte dell’integrazione del 30/03/2007 ed al netto del provento riconosciuto dalla controparte a seguito della riduzione del nozionale (Euro 92.000 corrisposto in data 21/10/2009)

Si segnala che il valore nominale di riferimento (nozionale) dello strumento finanziario non è uguale all’ammontare del finanziamento in essere alla data di chiusura del presente Rendiconto in conseguenza del rimborso anticipato obbligatorio di cui sopra.

Inoltre, le date di pagamento dei flussi dello strumento derivato e degli interessi sul finanziamento sono state riallineate; il premio dello strumento finanziario derivato è iscritto nella voce A.11 - *opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati*.

Il costo di competenza relativo a tale strumento è stato iscritto nella voce A4.1 (con finalità copertura) e A4.2 (senza finalità di copertura) del conto economico.

Distribuzione dei proventi

La perdita di competenza dell’esercizio è complessivamente pari ad euro 6.387.804, ed è dovuta esclusivamente alle minusvalenze non realizzate registrate alla data del presente rendiconto.

Risultato di esercizio 2011	(6.387.804)
Minusvalenze non realizzate coperte da plusvalenze non realizzate al 31.12.2010	300.000
Perdita di esercizio al 31 dicembre 2011	(6.087.804)
Utili a nuovo esercizi precedenti	212.425
Perdita a nuovo al 31 dicembre 2011	(5.875.379)

Rimborso di capitale a fronte di dismissioni

Le operazioni di dismissione perfezionate nel corso periodo degli esercizi precedenti hanno complessivamente reso disponibile, per il rimborso, capitale per un totale di Euro 36.759.699,27.

La Società di Gestione sta attivamente ricercando nuove opportunità di investimento al fine di incrementare la redditività del portafoglio immobiliare, e quindi del Fondo, e di migliorare l'Asset Allocation.

Il Consiglio di Amministrazione tenuto conto delle disponibilità liquide del fondo, e dei rimborsi parziali ad oggi effettuati per un importo complessivo di Euro 18.698.493,50 pari ad Euro 606,11 pro quota delibera, come disciplinato dal Regolamento del Fondo, un rimborso parziale pari ad Euro 260,00 pari ad Euro 8.021.000,00 pro-quota.

Al netto dei rimborsi parziali sopra menzionati, il valore nominale di ogni singola quota, originariamente pari ad Euro 5.164,57, risulterà pari ad Euro 4.298,46.

1.1.4 Analisi delle performance

Return on Equity (ROE)

Esprime la redditività del Fondo data dal rapporto tra il risultato distribuibile del periodo di competenza e l'investimento medio di periodo.

Anno 2011:

Utili distribuibili pro-quota anno 2011	0
Capitale ponderato investito 2011	4.594,76
ROE 2011	0%

Dal collocamento al 31 dicembre 2011:

Utile distribuibile complessivo*	2.262,90
Capitale ponderato investito	5.085,67
ROE dal collocamento al 31 dicembre 2011	44,50%

*Comprende i proventi distribuiti ed in distribuzione, nonché le riserve di utile

Dividend Yield

Esprime la redditività dell'investimento dato dal rapporto fra i proventi di competenza del periodo, di cui è stata deliberata la distribuzione e l'investimento medio del periodo, definito come sopra.

Utili deliberati pro-quota anno 2011	129,80
Capitale ponderato investito	4.594,76
Dividend Yield 2011	2,82%

Dal collocamento al 31 dicembre 2011:

Utili deliberati pro-quota dal collocamento	2.262,90
Capitale ponderato investito	5.085,67
Dividend Yield dal collocamento	44,50%

Tasso interno di rendimento

Rappresenta il rendimento complessivo del Fondo, ovvero il tasso d'interesse composto annuale dalla data di richiamo degli impegni alla data del 31 dicembre 2011, 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, così come calcolato al 31 dicembre 2011.

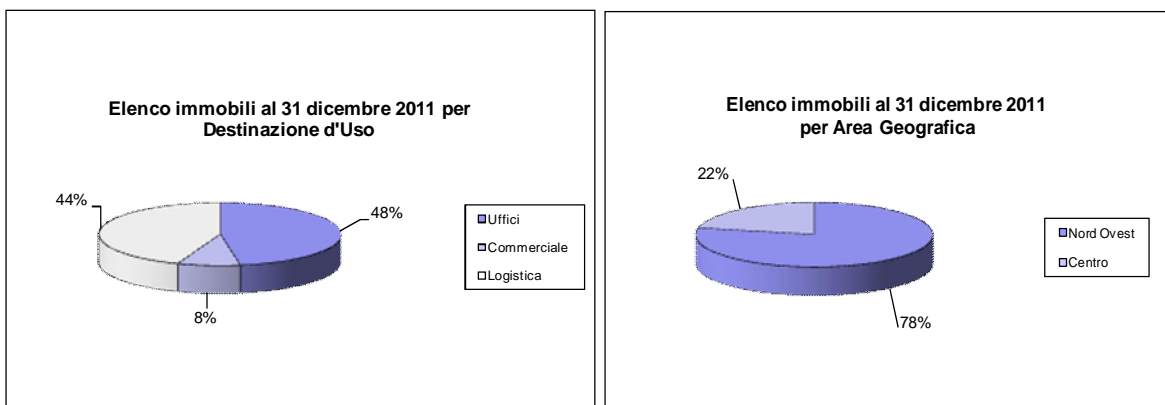
Richiamo degli impegni	-5.164,570
Provento 2001	210,00
Provento 2002	220,00
Provento 2003	160,00
Provento 2004	220,00
Provento 2005	220,00
Provento 2006	310,00
Provento 2007	292,00
Provento 2008	284,00
Rimborso quota – 12/03/2009	54,00
Provento 2009 (1° semestre) – 10/09/2009	160,30
Rimborso quota – 10/09/2009	121,00
Provento 2009 – 11/03/2010	56,80
Rimborso quota – 11/03/2010	236,81
Provento 2010 – 10/03/2011	129,80
Rimborso quota – 10/03/2011	194,30
NAV al 31.12.11	4.574,102
Tasso interno di rendimento	3,38%

Tale valore, indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi di dismissione dell'intero portafoglio ai valori di perizia al 31 dicembre 2011, risulta tuttora al di sotto del rendimento obiettivo, pari al 5% annuo composto, in quanto negli ultimi due anni il Fondo ha risentito di alcuni mancati redditi da locazione su significative porzioni immobiliari. Le attività intraprese nel corso del 2011 per migliorare la redditività di portafoglio si sono principalmente concentrate sulla ricerca di potenziali conduttori per le porzioni sfitte degli immobili in portafoglio.

1.2 Diretrici 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. La Società di Gestione ha inoltre intrapreso un processo di dismissione per quegli investimenti ritenuti maturi per i quali si siano presentate opportunità considerate economicamente vantaggiose per il Fondo.

Alla data del 31 dicembre 2011, il portafoglio immobiliare del Fondo "Valore Immobiliare Globale", pari a 133,0 milioni di Euro e rappresentante il 72% del totale delle attività, risulta così suddiviso:



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 4,50% lordo.

Tenuto conto della contingente situazione di mercato, della vita residua e del rendimento obiettivo, la SGR nel breve-medio periodo concentrerà principalmente le attività di gestione del Fondo nella:

- Rilocalizzazione degli spazi sfitti dell’immobile di Milano, via Messina;
- Valutazione di possibili nuove opportunità di rotazione del portafoglio, concentrando eventuali nuovi investimenti su immobili aventi una buona redditività e/o disinvestimenti che permettano di ottenere interessanti guadagni in conto capitale.
- Recupero delle morosità pregresse maturate dai vari conduttori.

Potenziati nuove operazioni di acquisizione e dismissione saranno valutate in conformità con il criterio di determinazione dell’*asset allocation target* del Fondo deliberato dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 8 novembre 2007, che, come già menzionato precedentemente, fermi restando i settori in cui il Fondo investe, ovvero direzionale, commerciale, logistico e turistico-alberghiero, prevede che la somma dei valori degli immobili appartenenti ad ogni tipologia di destinazione d’uso non superi il 40% del valore complessivo del portafoglio immobiliare del Fondo. Tale scelta è stata motivata dal fatto che il nuovo metodo, a differenza del precedente, basato su percentuali esatte per tipologie d’uso, è reputato più adeguato a riflettere e ad adattarsi flessibilmente alle dinamiche di un mercato immobiliare che ha dimostrato di essere più repentino e variabile rispetto al passato. Il nuovo criterio consentirà alla SGR di rispondere più prontamente e con maggiore efficacia ad eventuali reazioni (positive o negative) del mercato e di valutare le future opportunità d’investimento o disinvestimento sempre sulla base delle più recenti stime di mercato.

1.3 Andamento dei settori immobiliari di interesse

Si riporta di seguito un estratto dell’analisi del mercato immobiliare redatta da Scenari Immobiliari (Gennaio 2012).

1.3.1 Scenario

Il 2011 è stato un anno difficile per l’economia mondiale e le prospettive restano incerte anche per il 2012. L’Ocse ha recentemente rivisto al ribasso le previsioni di crescita economica, ritenendo probabile per il 2012 un aumento del Pil intorno all’1,6 per cento, contro il 2,8 per cento previsto nel mese di maggio.

Il peggioramento delle aspettative di crescita dell’economia mondiale ha ampliato i timori sulla solidità degli emittenti, sia pubblici che privati, con elevato indebitamento.

Queste tensioni hanno coinvolto il sistema bancario internazionale, facendo emergere rischi per la stabilità finanziaria a livello globale. Anche la prima parte del 2012 sarà caratterizzata da questo scenario. Previsto un miglioramento solo nella seconda parte dell’anno.

Si attende un rallentamento dell’economia cinese, nonostante un tasso di crescita ancora decisamente positivo, mentre si ritiene poco probabile una vera recessione degli Stati Uniti, dove gli ultimi indicatori sull’occupazione sono in miglioramento. Il basso rischio risiede soprattutto nella bassa esposizione diretta delle banche americane al debito pubblico europeo, nell’efficienza della Banca Centrale americana e nel maggiore equilibrio raggiunto dal mercato immobiliare. La domanda di immobili residenziali e di beni di consumo è già nettamente inferiore rispetto all’incremento demografico e, dunque, ulteriori crolli sono ritenuti difficili.

Il rischio di recessione dell’Europa, invece, rappresenta la minaccia più grave per l’economia mondiale. Nel 2012 si prevede un tasso di crescita dello 0,5 per cento, mentre nel 2013 si dovrebbe registrare un’accelerazione, con un incremento compreso tra l’1,2 e l’1,5 per cento.

La crescita economica dell'Unione Europea e dell'area dell'euro è ostacolata da tre problematiche principali: la persistente incertezza sul debito pubblico, la debolezza del settore finanziario e lo scarso dinamismo del commercio mondiale. Il rischio è che si inneschi un circolo vizioso: il rallentamento della crescita potrebbe indebolire i Paesi debitori, causando un deterioramento delle condizioni del settore finanziario, che non sarebbe in grado di sostenere la crescita. In questo scenario, inoltre, è improbabile una ripresa dell'occupazione, salvo Germania e area del nord Europa.

A dieci anni dalla nascita, per la prima volta, è messa in pericolo l'esistenza stessa dell'euro, il che non solo potrebbe innescare un disfacimento della comunità europea monetaria ma anche far tornare vincoli e barriere che parevano superati per sempre. Nei primi mesi dell'anno 2012 dovrà essere la politica europea a trovare una soluzione a questo nodo. La speranza è che l'integrazione migliori anziché andare verso uno sfilacciamento di Paesi e monete.

Sul versante positivo, le manovre finanziarie attualmente in fase di approvazione potrebbero contribuire ad instaurare un clima di maggiore fiducia, che a sua volta potrebbe far ripartire gli investimenti e i consumi privati. Nello stesso tempo un miglioramento del contesto mondiale darebbe nuovo slancio alle esportazioni dell'Unione Europea.

Nonostante le difficoltà del quadro generale, il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che aveva registrato un vero e proprio crollo nel 2009 (-13,3 per cento) ed una miniripresa nel 2010 (+0,7 per cento) dovrebbe chiudere il 2011 con un aumento intorno all'1,4 per cento, inferiore rispetto alla stima di settembre. Il 2012 dovrebbe segnare una crescita di circa il due per cento. L'evoluzione è più consistente in Eu27, con un aumento del 2,3 per cento. Una vera ripresa dei mercati immobiliari è spostata verso il 2014/2015.

Il comparto residenziale a livello europeo sta attraversando una fase di stabilizzazione nella maggior parte delle città, sebbene debbano essere ancora compiuti progressi importanti per raggiungere una situazione di reale equilibrio. Il gap tra aree geografiche e segmenti di mercato è sempre più ampio. In generale, i due elementi chiave per la ripresa dei mercati nazionali sono costituiti dall'accesso al credito, anche in considerazione dell'elevato livello di indebitamento delle famiglie e dal trend dei prezzi, condizionato dalla domanda e dai tassi di interesse. I mercati europei possono essere suddivisi in quattro gruppi, in base alla situazione attuale e alle prospettive per il 2012. Al primo gruppo appartengono le nazioni che hanno risentito della crisi economica in modo limitato e che hanno già mostrato evidenti segnali di ripresa, quali Germania, Austria, Svezia e Svizzera. In questi Paesi anche l'attività edilizia è destinata a tornare ai livelli pre-crisi in tempi relativamente rapidi, grazie ad un buon equilibrio tra domanda ed offerta. Al secondo gruppo appartengono i Paesi che hanno subito gli effetti della crisi in modo più accentuato, ma nei quali i mercati hanno già cominciato a rispondere positivamente, quali Francia, Belgio, Finlandia e Norvegia. Del terzo gruppo fanno parte i Paesi che alternano fasi di ripresa a fasi di ricaduta, quali Italia, Danimarca, Olanda, Portogallo e Regno Unito, fatta eccezione per Londra. L'ultimo gruppo è composto dalle nazioni nelle quali la fase di maggiore crisi non è ancora terminata, quali Spagna, Grecia e Irlanda. Il 2012 potrebbe registrare un ulteriore calo delle quotazioni, sebbene in misura ridotta rispetto all'ultimo biennio, mentre l'attività edilizia non riprenderà prima del 2013-2014.

Dopo un 2009 e un primo semestre 2010 estremamente difficili, nell'ultimo anno il comparto terziario/uffici ha mostrato i primi segnali di miglioramento. La stretta correlazione con la situazione economica e con il mercato del lavoro è la causa principale di un andamento fortemente diversificato nelle diverse aree geografiche. Il 2012 sarà ancora caratterizzato da una contrazione dell'attività edilizia per l'effetto combinato delle difficoltà di finanziamento e della scarsa disponibilità dei promotori ad affrontare un livello di rischio piuttosto elevato. Fanno eccezione i pochi mercati in cui la ripresa ha creato le premesse per l'inizio di un nuovo ciclo di sviluppo, come quello di Londra. La domanda resterà debole nella maggior parte delle piazze. Tuttavia l'attività, sia di investimento che di locazione, sarà più brillante nelle zone sostenute da un trend economico positivo, quali Germania, Paesi nordici, Russia e Polonia. La vacancy rate dovrebbe diminuire lievemente, passando dall'attuale 10,2 per cento al 9,6 per cento previsto per la fine del 2012. Le top location delle città più attrattive per gli investitori, quali Londra, Parigi e Mosca, cominciano ad evidenziare una carenza di spazi di classe A, con conseguenza tendenza all'aumento dei canoni.

La crisi del mercato del lavoro, l'elevato indebitamento ed il ridotto potere di spesa esercitano una forte pressione sul settore commerciale, caratterizzato da forti differenze tra le diverse aree geografiche ma anche tra le diverse società. Il gap, invece, tende a ridursi per quanto riguarda il livello degli spazi. Fatta eccezione per un ristretto numero di immobili di lusso toccati solo

marginalmente dalla crisi, le quotazioni estremamente elevate raggiunte dagli spazi primari spinge una fetta consistente della domanda a rivolgersi verso immobili di seconda fascia. L'attività edilizia relativa alla grande distribuzione è in crescita. Buone prospettive di sviluppo provengono dal comparto outlet, caratterizzato da una domanda di investimento e locazione in forte espansione.

Gli ultimi mesi sono stati positivi per la maggior parte dei mercati industriali europei e i segnali di ripresa dovrebbero trovare conferma nel corso del 2012. Tuttavia, ci vorranno parecchi anni prima che il volume di attività e le quotazioni ritornino ai livelli precedenti alla crisi, i cui effetti sono stati particolarmente pesanti nel comparto industriale negli ultimi tre anni. L'attività produttiva e distributiva associata alla logistica è il principale driver della domanda di spazi industriali. La crescita più significativa è attesa dalle società operative nei settori di importazione ed esportazione.

Nel 2012 l'attività edilizia speculativa riprenderà, ma solo nei mercati più dinamici e comunque in presenza di una domanda preesistente. Si assisterà ad una stabilizzazione dei canoni per gli immobili di seconda mano a fronte di un aumento degli spazi nuovi realizzati su misura.

Il mercato dei fondi immobiliari conferma la propria competitività rispetto alle altre forme di investimento. Il numero di società è aumentato in quasi tutti i Paesi e le aspettative di crescita sono interessanti. L'espansione maggiore riguarda la Svizzera e la Francia, seguite dal settore dei fondi riservati tedeschi. Le società più deboli, con carenza di liquidità e di raccolta, tendono a realizzare processi di fusione o di assorbimento da parte di gruppi più importanti. Il 2012 dovrebbe registrare un aumento sia del Nav che delle performance medie nella maggior parte dei Paesi. La tendenza è verso una separazione sempre più marcata tra strumenti destinati agli investitori privati ed istituzionali.

L'ultimo quadrimestre del 2011 è stato caratterizzato da una profonda crisi politica (risolta con un governo tecnico) e da una difficile situazione della finanza pubblica che poi si è estesa all'economia reale. Il rischio del debito unito a una crescita economica vicino alla zero (e prevista con il segno negativo nel 2012) ha allontanato gli investitori dai titoli del debito pubblico e ampliato il divario (spread) con altri emittenti.

Le varie "manovre" di aggiustamento dei conti pubblici stanno iniziando a dare risultati sulla bilancia nazionale, ma a prezzo di un calo dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese. Nell'ultimo quadrimestre 2011 sono avvenuti cambiamenti significativi anche nel mercato immobiliare italiano: a) la difficile situazione del credito ha ridotto in modo considerevole le erogazioni di mutui. Rispetto all'ultimo trimestre 2010 il calo si può stimare in meno 30 per cento. Questo significa un calo delle compravendite rogitate entro l'anno e un rallentamento complessivo delle trattative. Chi è in azione per comprare una casa deve prima accertarsi di poter avere il mutuo e poi si impegna con un compromesso o preliminare. Quindi la situazione attuale comporta automaticamente un calo del mercato anche nel primo trimestre 2012 b) le varie manovre governative impatteranno sui bilanci delle famiglie, con conseguente riduzione dei consumi e conseguenze sul mercato commerciale, dove si dovrebbe ampliare il divario tra piccola e grande distribuzione, con una tendenza positiva solo per questa ultima c) la difficoltà dell'economia nel suo complesso determina anche un forte calo degli investimenti in edilizia per nuove sedi uso ufficio o industriale. Ma anche un calo del mercato immobiliare dell'usato. Un flusso di domanda si mantiene verso gli immobili di classe A sia per il terziario che per la logistica. Tra le tendenze positive del mercato la ripresa degli acquisti nella fascia tra i 5 ed i 10 milioni di euro. Spesso si tratta di capitali "scudati" che vengono investiti nell'immobiliare a reddito. Si comprano palazzine cielo-terra con mix funzionale (uffici, residenza, negozi) con rendimenti tra il 4 e il 6 per cento, posizionate in zone semicentrali dei capoluoghi.

Da segnalare anche una ritrovata presenza di investitori esteri che da ottobre sono tornati a guardare il mercato italiano e stanno compiendo i primi acquisti. Si tratta spesso di fondi o società tedesche attente al differenziale tra rendimenti immobiliari in Germania e in Italia.

Anche il settore dei fondi immobiliari chiude il 2011 in crescita rispetto all'anno precedente, sia nel numero di fondi che di patrimonio. Il settore dei fondi riservati riconferma una valida alternativa agli investimenti finanziari. Le difficoltà dei fondi retail sono invece determinate dalle chiusure che, pur allungate come da normativa, rischiano di creare un eccesso di offerta in alcuni mercati.

Nel complesso (vedi tavola allegata) il 2011 chiude con un fatturato di circa 112,7 miliardi di euro con un incremento dell'1,3 per cento sull'anno precedente. La previsione per il 2012 è di un aumento dello 0,5 per cento. Si prevede una prima parte dell'anno (sicuramente il primo trimestre, probabile il secondo) di forti cali nel mercato residenziale sul versante delle compravendite. Si

presume un ritorno alla normalità del credito dopo i primi mesi del 2012 e un mercato in fase positiva.

Probabile anche un ritorno di attenzione dei piccoli investitori (oltre ai medi che già lo stanno facendo) verso il settore immobiliare come difesa e anche come possibile fonte di reddito complementare a pensioni sempre più impoverite.

1.3.2 Il mercato terziario

Il settore ha superato nel 2011 la crisi del biennio precedente. Il fatturato nel complesso è salito dell'1,4 per cento, con maggiori scambi e quotazioni in lieve discesa. La crisi economica sta determinando anche una profonda modifica nel mercato degli uffici. Le aziende si spostano verso immobili di nuova realizzazione o di adeguata ristrutturazione cercando di ottimizzare spazi e consumi. Quindi da un lato c'è un aumento dell'offerta di immobili di classe B e C. Dall'altro cresce la richiesta di immobili adatti alle nuove esigenze della produzione terziaria. La vacancy è in lieve aumento.

Attivo il comparto bancario ma anche quello dell'Irc. Per quanto riguarda le grandi città, andamenti positivi a Roma dove c'è stato anche un certo attivismo della pubblica amministrazione centrale e a Milano dove sono in corso di realizzazione grandi interventi terziari di nuova concezione. In ripresa il mercato di Torino e di Venezia, mentre la crisi colpisce le città di Genova, Bologna e Napoli. Stabili le altre grandi città.

I fondi immobiliari italiani e gli investitori istituzionali esteri preferiscono, al 70 per cento, investire in uffici. Nonostante la fase negativa questi investitori stanno animando il mercato e ancor più lo faranno nel corso del 2012.

La domanda terziaria si colloca nelle due estremità del mercato: sopra i 10mila mq e sotto i 300 mq. Le aziende di maggiore dimensione utilizzano la fase economica (ed i rapporti sindacali) per ristrutturare sedi e spazi di lavoro, anche con spostamenti da una zona all'altra della città o con delocalizzazioni in altre città. Nelle dimensioni più piccole si trovano gli studi professionali che invece tendono a tornare nelle zone centrali dove i cali delle quotazioni, sia canoni che prezzi, determinati negli anni precedenti, rendono più conveniente lo spostamento.

1.3.3 Il mercato immobiliare industriale

L'andamento dei servizi logistici in Europa è moderatamente positivo, pur con velocità diverse all'interno dei singoli Paesi. Si assiste ad un cambiamento della geografia dei flussi logistici. La delocalizzazione della produzione si è spostata anche oltre oceano (Cina, India e Brasile), dove si è incrementata la domanda di servizi logistici (perché diventati luoghi di consumo). I Paesi dell'est appaiono meno attraenti rispetto a poco tempo fa, perché soggetti a cambiamenti di regolamentazione improvvisi.

Anche in Italia, l'andamento dei servizi logistici nel 2011 è stato mediamente positivo. Molte aziende hanno portato avanti la propria espansione, mediante l'ampliamento del parco clienti e l'acquisizione strategica di operatori locali. Tuttavia, l'aggravarsi della situazione economica generale rischia di compromettere i risultati di fine anno. Infatti, la produzione industriale nella seconda parte dell'anno è rallentata, segnando nel terzo trimestre una diminuzione dello 0,1 per cento. Le variazioni negative più significative si sono registrate soprattutto per i beni di consumo durevoli (meno 2,9 per cento) e beni non durevoli (meno 3 per cento), mentre risultano positive per i beni strumentali (più 2,8 per cento) e per quelli energetici (più 3,2 per cento). Resta il sostegno delle esportazioni, che nello stesso periodo hanno segnato un più 1,5 per cento.

Il mercato immobiliare della logistica in Italia segue un trend positivo. La domanda di capannoni si mantiene leggermente vivace. È alimentata dalla riorganizzazione della rete di operatori che cercano di ridurre gli spazi e ottimizzare la superficie occupata (trasformando anche le piattaforme da monoclient a multiclient) con l'obiettivo di contrarre i costi. Oppure, dal processo di espansione che importanti aziende hanno portato avanti mediante l'acquisizione e la fusione di società locali.

L'offerta di immobili disponibili sul mercato è leggermente aumentata, sebbene un numero elevato di proposte con immobili da costruire su aree già predisposte allo sviluppo, siano state ritirate dal mercato, a causa delle difficili condizioni di accesso al credito. I prezzi medi di vendita sono diminuiti dell'1,8 per cento, mentre i canoni di locazione sono scesi del 2,3 per cento, con conseguente contrazione dei rendimenti.

1.3.4 Il mercato degli immobili commerciali

Nel secondo semestre 2011 la domanda dei consumi è diminuita in quasi tutti i comparti. Il calo più consistente nell'abbigliamento e le calzature (meno 4,1 per cento), seguito dalla domanda per beni e servizi per la mobilità (meno 2,8 per cento) e dei beni e servizi per la casa (meno 2,1 per cento). Significativa anche la contrazione della domanda per generi alimentari e bevande (meno 1,9 per cento). Fa eccezione soltanto il comparto dei beni e servizi per la comunicazione che ha registrato una variazione positiva (più 12,6 per cento).

Continua a ritmi frenetici la profonda trasformazione che caratterizza il settore del commercio, in generale, e dei consumi, in particolare. Dal lato del consumatore, diminuisce l'interesse per il superfluo e si passa da un acquisto emozionale ad uno più razionale, dedicando grande attenzione al rapporto qualità-prezzo. Nella scelta del prodotto, aumenta l'utilizzo di altri canali informativi (principalmente Internet) e la decisione finale è fortemente influenzata da commenti e valutazioni fatte attraverso i social network.

Dal lato dei retailers, si accentua la concorrenza, diventa indispensabile la flessibilità e l'internazionalizzazione delle imprese. Le aziende devono fronteggiare la crisi difendendo il potere d'acquisto del consumatore e dando molto peso all'ecosostenibilità e alla responsabilità sociale.

È in forte rafforzamento il settore del lusso, alimentato dalla domanda di una nuova classe benestante proviene dalle economie emergenti. I più importanti brand proseguono velocemente nei propri processi di espansione globale mantenendo vivace la domanda di spazi soprattutto nelle principali vie dello shopping.

Si avverte una forte sensibilità dei principali gruppi verso la presenza dei cotenants, sia all'interno dei centri commerciali che nelle vie, seppur secondarie, delle principali città. Infatti, all'apertura di un determinato brand in una specifica area segue immediatamente il posizionamento dei suoi principali concorrenti. Il mercato immobiliare del commercio in Italia nel 2011 ha mantenuto un significativo grado di vivacità, con un incremento del fatturato dell'1,3 per cento. È stato elevato l'interesse da parte degli investitori che cercano immobili di prestigio nelle strade più importanti (immobili trofeo) oppure centri commerciali in grado di garantire il rendimento atteso. Prospettive positive anche per il 2012.

1.4 Corporate Governance

Pur essendo venuto meno l'obbligo, ai sensi delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A., di redigere con cadenza annuale la relazione sul proprio sistema di Corporate Governance e sull'adesione al codice di autodisciplina adottato dalla propria Associazione di Categoria (Assogestioni), la Società di Gestione, in quanto gestore di fondi destinati alla clientela al dettaglio, al fine di continuare a garantire il buon funzionamento del mercato e una corretta informativa societaria, ha ritenuto opportuno proseguire con la redazione annuale di detta relazione, che viene pubblicata sul sito di Borsa Italiana S.p.A., www.borsaitaliana.it, e sul sito della Società di Gestione, www.rreef.com/italy.

1.5 Altre notizie

Nuovo regime di tassazione

L'articolo 8, comma 9, del decreto legge n° 70 del 13 maggio 2011, convertito in legge (Legge n° 106 del 12 luglio 2011), ha apportato importanti modifiche all'articolo 32 del decreto legge n° 78/2010. In particolare:

- viene abrogato il comma 2 dell'art. 32, che demandava ad un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze l'individuazione delle disposizioni di attuazione delle modifiche al TUF contenute nel comma 1;

- viene modificato il regime di tassazione, ai fini delle imposte dirette, dei partecipanti ai fondi immobiliari in funzione della natura e dell'entità della partecipazione da essi detenuta. In particolare:

1. mantengono in ogni caso, a prescindere dall'entità della partecipazione detenuta, l'attuale regime di tassazione alcune categorie di investitori: lo Stato e gli enti pubblici, gli OICR italiani, le

forme di previdenza complementare ed enti di previdenza obbligatoria, le imprese di assicurazione limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche, gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale, tutti i soggetti e i patrimoni appena indicati costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni volto ad individuare i beneficiari effettivi del reddito sempreché inclusi nella "white list", gli enti che perseguano le finalità previste dalle legge sulle fondazioni bancarie, le società residenti che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche, le società o i veicoli contrattuali partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti appena indicati;

2. sono soggetti a tassazione per trasparenza e, quindi, a prescindere dalla percezione dei proventi, le persone fisiche, le società, i veicoli contrattuali e gli enti diversi da quelli indicati nel precedente punto che detengano una partecipazione superiore al 5% del patrimonio del fondo;

3. sono in ogni caso, soggetti a tassazione con aliquota del 20% i proventi percepiti da soggetti non residenti, diversi da quelli indicati al punto 1, che detengano una partecipazione superiore al 5% del patrimonio del fondo.

- relativamente alle quote detenute al 31 dicembre 2010 da parte degli investitori indicati nei punti 2 e 3 è dovuta dai partecipanti un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5% del valore medio delle quote possedute nel periodo d'imposta;

- per i fondi che alla data del 31 dicembre 2010 presentavano tra i propri partecipanti almeno uno dei soggetti indicati nei punti 2 e 3 è prevista la possibilità di disporre la liquidazione del fondo entro il 31 dicembre 2011, previa applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP pari al 7% del valore netto del fondo risultante al 31 dicembre 2010. La liquidazione non può durare più di 5 anni e sui risultati della gestione del fondo si applica un'imposta sostitutiva del 7%. Vengono mantenute le disposizioni originariamente contenute nell'art. 32, commi 5-bis, 5-ter e 5-quater volte ad evitare la doppia tassazione dei redditi in capo ai partecipanti e quelle che prevedono disposizioni agevolative ai fini delle imposte indirette, per le operazioni di liquidazione.

In data 16 dicembre 2011 è stato emanato il provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate recante modalità di attuazione della nuova disciplina fiscale dei fondi immobiliari di cui all'art. 32 del Decreto Legge 31 maggio 2010 n. 78.

Credito IVA 1999

In merito al contenzioso afferente il residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821, si segnala che, come già riportato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2010, l'Agenzia delle Entrate ha presentato in data 15 gennaio 2009 ricorso in Cassazione ed in data 24 febbraio 2009 la SGR ha provveduto a depositare controricorso presso la stessa Corte.

Alla data odierna non è stata ancora fissata la data della relativa udienza.

Outsourcing dei servizi di Property e Asset management

La Società di Gestione, aderendo al processo di specializzazione in corso tra le SGR immobiliari, orientate in modo sempre più sensibile verso l'esternalizzazione delle funzioni operative ed amministrative diverse da quelle di gestione, ha affidato in *outsourcing* a società specializzate l'incarico di gestione amministrativa (c.d. "*property management*") e di valorizzazione e gestione strategica (c.d. "*asset management*") del patrimonio immobiliare del Fondo.

L'incarico di property management è stato affidato alla "Rio Nuovo – Arcotecnica R.E. S.r.l.", (già "Immobiliare Rio Nuovo S.p.A."), società non riconducibile al Gruppo Deutsche Bank, Tale incarico, scaduto il 31/12/2009, è stato rinnovato per tre anni a far data dal 1° gennaio 2010.

L'incarico di asset management è stato affidato a "RREEF Opportunities Management S.r.l.", società interamente partecipata da Deutsche Bank AG e facente parte del medesimo Gruppo della SGR. Tale incarico, scaduto il 31/12/2009, è stato rinnovato alle medesime condizioni per tre anni, con delibera consiliare del 29 ottobre 2009 assunta con tutte le cautele e i presidi previsti dalle procedure aziendali per le operazioni in conflitto di interessi.

Dichiarazione ai sensi dell'art. 4 delle "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di Valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento", di cui alla Comunicazione Congiunta Banca d'Italia – Consob del 29 luglio 2010.

Ai sensi di quanto previsto dalla Comunicazione Congiunta Banca d'Italia – Consob del 29 luglio 2010 avente ad oggetto "Processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento" ed in particolare l'art. 4 "Trasparenza degli incarichi assegnati agli esperti indipendenti" delle relative Linee Applicative, la SGR dichiara che:

- i. all'esperto indipendente Scenari Immobiliari nel corso del primo semestre 2011 non sono stati affidati incarichi ulteriori, di qualsiasi natura, per il Fondo "Valore Immobiliare Globale";
- ii. Scenari Immobiliari ad oggi riveste l'incarico di esperto indipendente per altri Fondi gestiti dalla SGR e, segnatamente, "Piramide Globale in liquidazione" e "Lioness";
- iii. la Società si è dotata di adeguati processi di valutazione dei beni immobili, il cui scopo è quello di assicurare in particolare che:
 - gli esperti siano dotati di adeguata capacità professionale e assicurino oggettività e indipendenza nel processo di valutazione immobiliare, rispetto sia alla SGR sia ai partecipanti ai fondi;
 - siano definiti con precisione: (i) i compiti della SGR e degli esperti indipendenti; (ii) gli scambi informativi tra i due soggetti; (iii) i controlli condotti dalle società di gestione sull'adeguatezza delle valutazioni effettuate dagli esperti.

In relazione al punto iii che precede, si precisa che la SGR, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 25 febbraio 2011, si è dotata di presidi organizzativi e procedurali volti ad assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti indipendenti, coerentemente con la disciplina del sistema organizzativo contenuta nel Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della CONSOB del 29 ottobre 2007.

La SGR ha adottato in particolare la procedura "Esperti Indipendenti" dove:

- vengono descritti e dettagliati le attività e i compiti della SGR e dell'esperto indipendente;
 - viene definito il processo di selezione degli esperti indipendenti e il contenuto minimo del contratto che regola gli obblighi di entrambe le parti, la durata dell'incarico e i criteri di determinazione del compenso;
 - vengono individuati i presidi per garantire l'indipendenza degli esperti indipendenti e per gestire gli eventuali conflitti di interessi in capo agli stessi, in un'ottica di trasparenza e di maggior tutela degli interessi dei sottoscrittori dei Fondi;
 - viene definito il contenuto minimo delle relazioni di stima e dei giudizi di congruità degli esperti indipendenti;
 - viene descritto in modo dettagliato il processo di valutazione degli investimenti immobiliari, in particolare descrivendo le metodologie di valutazione e i criteri per la loro applicazione
 - vengono descritti i flussi informativi tra la SGR, l'esperto e la società di revisione;
- vengono definiti i criteri e le modalità di verifica delle attività oggetto dell'incarico, con specifica attenzione sui ruoli e le responsabilità delle funzioni aziendali della SGR.

Fallimento Holding dell'Arredo

Come già precisato nella sezione 1.1.1 Gestione Immobiliare, si informa che in data 5 gennaio 2011 il Tribunale Fallimentare di Roma ha dichiarato il fallimento di Holding dell'Arredo S.p.A., conduttore dell'immobile di Corsico, Via Delle Industrie.

La Società di Gestione si è insinuata nel fallimento richiedendo il pagamento dei canoni scaduti e a scadere nonché la restituzione dell'immobile.

Su autorizzazione del Giudice fallimentare, in data 11 aprile e 18 aprile 2011 è stato pubblicato, sul Corriere della Sera ed Il Sole 24 Ore, l'invito a far pervenire le manifestazioni di interesse circa la cessione della società fallita entro e non oltre il 20 maggio 2011. In data 28 giugno 2011 il ramo d'azienda de quo è stato aggiudicato. Il 25 novembre 2011 il Giudice Delegato ha dichiarato l'esecutività dello stato passivo e accolto la maggior parte delle richieste della SGR.

In data 20 dicembre 2011 la SGR ha depositato presso la cancelleria del Tribunale di Roma ricorso ex art. 98 L.F. avverso il suddetto provvedimento del Giudice Delegato per richiedere l'integrale accoglimento della domanda di insinuazione al passivo. In relazione al conseguente procedimento il Giudice ha fissato l'udienza di discussione per il 19 ottobre 2012.

Modifiche regolamentari inerenti il c.d. Periodo di Grazia

Si comunica che il Consiglio di Amministrazione della Società, in ottemperanza a quanto disposto dal del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 197 del 5 ottobre 2010, ha

approvato in data 25 febbraio 2011 le modifiche al Regolamento del Fondo per quanto riguarda il c.d. Periodo di Grazia (artt. 2, 4.5, 19.2, 19.3, 19.7).

A tale riguardo, si rammenta che il Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 stabilisce che per tutte le tipologie di fondi le modifiche richieste da mutamenti di legge sono approvate "in via generale". La modifica regolamentare è efficace dall'11 marzo 2011.

1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Fallimento Holding dell'Arredo

In data 16 gennaio 2012 la curatela ha disposto la restituzione dell'immobile. Sono in corso trattative per la definizione di una transazione e l'abbandono del giudizio.

Milano, 28 Febbraio 2012

**Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Alfredo Balzotti**



Sezione patrimoniale

RENDICONTO DI GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2011

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

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 31/12/2011		Situazione al 31/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
ATTIVITA'				
A. STRUMENTI FINANZIARI	196.797	0%	47.743.025	24%
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	0		47.482.378	
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	196.797		260.647	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	132.975.000	85%	143.800.000	72%
B1. Immobili dati in locazione	132.975.000		143.800.000	
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI	0		0	
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI	0		0	
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI	0		0	
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	19.118.135	12%	3.942.762	2%
F1. Liquidità disponibile	19.118.135		3.942.762	
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0		0	
G. ALTRE ATTIVITA'	4.532.522	3%	3.285.679	2%
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	121.591		265.758	
G3. Risparmio d'imposta	2.446.542		2.370.646	
G4. Altre	1.964.389		649.275	
TOTALE ATTIVITA'	156.822.454	100%	198.771.465	100%

PASSIVITA' E NETTO			
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-15.057.574		-40.400.264
H1. Finanziamenti ipotecari	-15.057.574		-40.400.264
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate			
H3. Altri			
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0		0
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati			
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati			
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	0		0
L1. Proventi da distribuire	0		0
L2. Altri debiti verso i partecipanti			
M. ALTRE PASSIVITA'	-653.820		-873.854
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			
M2. Debiti di imposta	-1.350		-4.995
M3. Ratei e risconti passivi	-190.369		-348.441
M4. Altre			
- Debiti per cauzioni ricevute	-160.676		-158.459
- altre	-301.425		-361.960
TOTALE PASSIVITA'	-15.711.394		-41.274.118
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	141.111.060		157.497.347
Numero delle quote in circolazione	30.850,00		30.850,00
Valore unitario delle quote	4.574,102		5.105,262
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	324,10		293,61

Sezione reddituale

RENDICONTO DI GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2011

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

SEZIONE REDDITUALE IN EURO

	Situazione al 31/12/2011		Situazione al 31/12/2010	
A. STRUMENTI FINANZIARI		118.494		42.293
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI		0		0
A1.1 dividendi ed altri proventi				
A1.2 utili/perdite da realizzzi				
A1.3 plus/minusvalenze				
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI		0		0
A2.1 interessi, dividendi ed altri proventi				
A2.2 utili/perdite da realizzzi	0,00		0,00	
A2.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI		182.343		106.143
A3.1 interessi, dividendi ed altri proventi				
- interessi su titoli	215.253,00		166.789,05	
A3.2 utili/perdite da realizzzi				
- perdite da realizzo	-35.973,39		-50.262,90	
- utili da realizzo	3.063,75		0,00	
A3.3 plus/minusvalenze				
- minusvalenze	0,00		-10.383,50	
- plusvalenze	0,00		0,00	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		-63.850		-63.850
A4.1 di copertura	-63.324,80		-63.849,81	
A4.2 non di copertura	-525,00		0,00	
Risultato gestione strumenti finanziari		118.494		42.293
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI		-3.168.709		3.661.403
B1. CANONI DI LOCAZIONE ED ALTRI PROVENTI		9.152.432		9.623.198
- affitti	7.911.135,88		9.112.063,67	
- recup.spese repet.	526.186,09		504.585,56	
- altri proventi	715.109,61		6.548,35	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI		0		1.750.000
- Utile da alienazione altri beni immobili	0,00		1.750.000,00	
- Perdite da alienazione altri beni immobili	0,00		0,00	
B3. PLUS/MINUSVALENZE		-10.825.000		-5.200.000
- plusvalenze altri beni immobili	0,00		0,00	
- minusvalenze altri beni immobili	-10.825.000,00		-5.200.000,00	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI		-1.096.564		-2.094.627
- spese repetibili	-787.354,00		-790.672,79	
- spese non repetibili	-309.209,68		-1.303.954,15	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI	-399.577,00	-399.577	-417.168,00	-417.168
Risultato gestione beni immobili		-3.168.709		3.661.403
C. CREDITI		0		0
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi/decrementi di valore				
Risultato gestione crediti		0		0

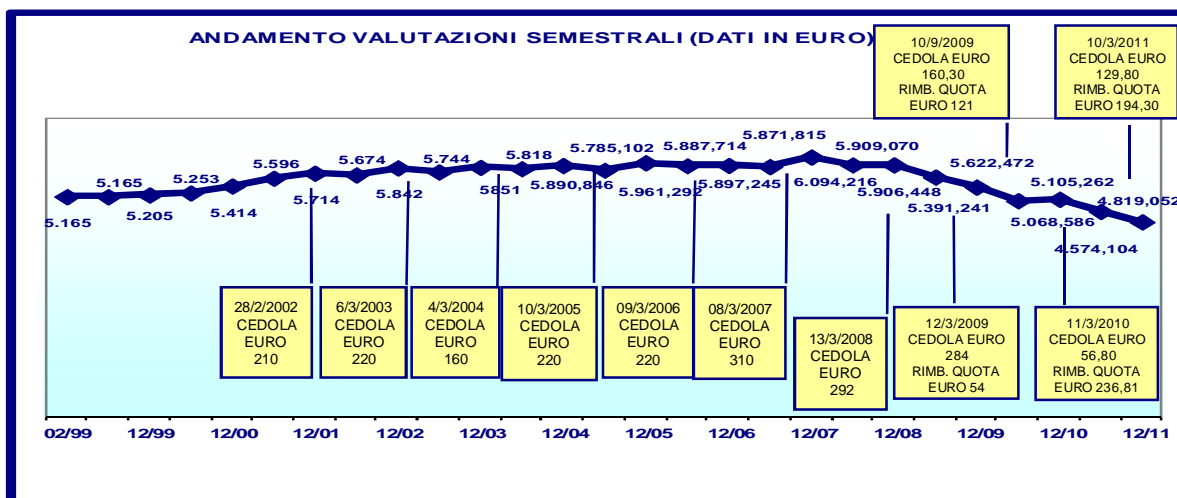
D. DEPOSITI BANCARI				0	0
D1. interessi attivi e proventi assimilati					
E. ALTRI BENI				0	0
E1. Proventi					
E2. Utile/perdita da realizzi					
E3. Plusvalenze/minusvalenze					
Risultato gestione investimenti				-3.050.216	3.703.695
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				0	0
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA					
F1.1 Risultati realizzati					
F1.2 Risultati non realizzati					
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA					
F2.1 Risultati realizzati					
F2.2 Risultati non realizzati					
F3. LIQUIDITA'					
F3.1 Risultati realizzati					
F3.2 Risultati non realizzati					
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				0	0
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI P.C.T. ED ASSIMILATE					
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI					
Risultato lordo della gestione caratteristica				-3.050.216	3.703.695
H. ONERI FINANZIARI				-884.458	-602.992
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				-846.688	-590.112
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-846.688,18		-590.112,07		
H1.2 su altri finanziamenti	0,00		0,00		
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	-37.769,83	-37.770	-12.880,16		-12.880
Risultato netto della gestione caratteristica				-3.934.674	3.100.703
I. ONERI DI GESTIONE				-2.483.231	-2.769.828
I1. Provvigione di gestione SGR	-2.285.875,32	-2.285.875	-2.562.678,87		-2.562.679
I2. Commissioni banca depositaria	-94.530,12	-94.530	-105.946,42		-105.946
I3. Oneri per esperti indipendenti	-10.164,80	-10.165	-11.750,00		-11.750
I4. Spese pubblicazione prospetti ed informativa al pubblico	-41.533,33	-41.533	-41.760,00		-41.760
I5. Altri oneri di gestione	-51.127,43	-51.127	-47.693,17		-47.693
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				30.101	-95.457
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	29.361,13	29.361	683,71		684
L2. Altri ricavi	258.447,85	258.448	248.706,29		248.706
L3. Altri oneri	-257.708,04	-257.708	-344.846,96		-344.847
Risultato della gestione prima delle imposte				-6.387.804	235.418
M. IMPOSTE				0	0
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio					
M2. Imposta sostitutiva a credito dell'esercizio					
M3. Altre imposte					
M4. Acc.al f.do imp.sosp.su plusval.ex art.15, comma 2 L.86/94					
Utile/perdita dell'esercizio				-6.387.804	235.418

Nota integrativa

PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Il Fondo ha iniziato la propria attività con il richiamo degli impegni avvenuto il 15 febbraio 1999 ed un valore unitario delle quote pari ad Euro 5.164,57. Il valore della quota al 31 dicembre 2011 è pari ad Euro 4.574,102. Considerando che la valutazione al 31 dicembre 2010 è stata pari ad Euro 5.105,262 e che in data 10 marzo 2011 si è provveduto al pagamento di proventi per Euro 129,80 pro quota ed al rimborso della quota per Euro 194,30 pro quota, il decremento di valore del Fondo per il 2011 risulta pari allo 4,28%².

Di seguito si riporta l'andamento della serie storica del valore della quota del Fondo.



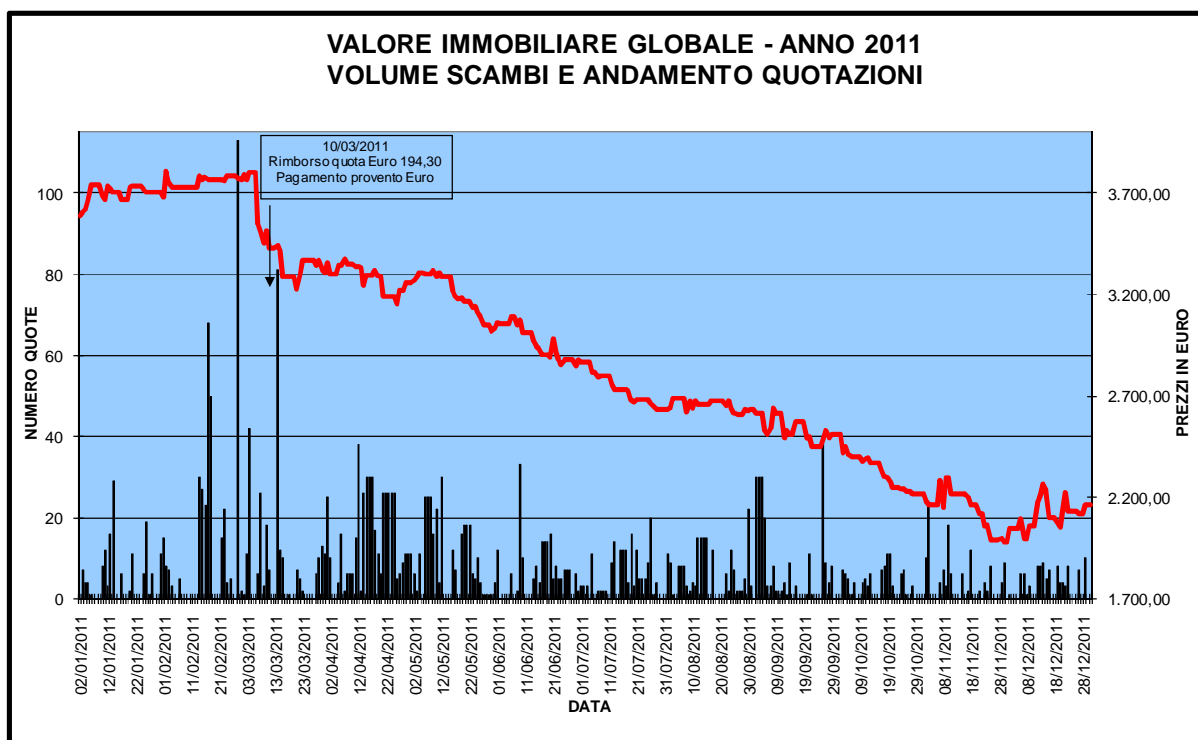
Alla data di chiusura dell'esercizio, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, gli immobili facenti parte del Fondo hanno un valore di mercato 132.200.000, inferiore di circa il 10% rispetto al costo storico.

In seguito all'ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa le quote del Fondo sono negoziate a decorrere dal 29 novembre 1999 presso Borsa Italiana nel Mercato Telematico Azionario (MTA) segmento MTF.

Nel grafico di seguito riportato è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato nell'arco dell'esercizio. La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo pari ad Euro 1.980,11 in data 30 novembre 2011 ed ha raggiunto quello massimo ad Euro 3.805,88 in data 2 febbraio 2011.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo è stato di 7,30 quote. Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di Borsa aperta (30 dicembre 2011) è stato di Euro 2.164,10.

² Il calcolo è stato effettuato sulla base del Metodo Dietz modificato.



Nel rispetto del Regolamento il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione delibera nel Rendiconto, di cui la presente Relazione è parte integrante, di provvedere per il 2011 ad un rimborso parziale pro-quota per Euro 260,00 per complessivi Euro 8.021.000,00.

Il rimborso verrà corrisposto con decorrenza 15 marzo 2012 (data stacco 12 marzo 2012) tramite Monte Titoli S.p.A..

In riferimento agli investimenti di natura mobiliare, effettuati nel rispetto di quanto disposto dalla normativa vigente e da quanto indicato dal Consiglio di Amministrazione, ci si è orientati verso titoli emessi dallo Stato Italiano con *duration* sempre inferiore ai sei mesi e pertanto con rischi emittente, di tasso e liquidità estremamente contenuti.

PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

SEZIONE I - CRITERI DI VALUTAZIONE

Nella redazione del Rendiconto di Gestione 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 l'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2011, 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.

Gli strumenti finanziari derivati "Over the counter" (OTC) con finalità di copertura di passività del Fondo valutate al valore nominale, sono valutate al costo essendo assicurata la coerenza valutativa tra lo strumento di copertura e la passività coperta.

Gli strumenti finanziari derivati "Over the counter" (OTC) che invece non hanno finalità di copertura, sono valutati al valore corrente (costo di sostituzione) secondo le pratiche prevalenti sul mercato, le quali assicurano una corretta attribuzione degli effetti finanziari (positivi e negativi) dei contratti stipulati lungo tutto l'arco della loro durata, indipendentemente dal momento in cui vengono liquidati i profitti o sostenute le perdite.

Ove dalla valutazione del contratto emerga una passività a carico del Fondo, della stessa si dovrà tenere conto ai fini della determinazione del valore netto complessivo. Conseguentemente le plusvalenze sono rilevate contabilmente solo fino a concorrenza di minusvalenze rilevate in periodi precedenti.

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 di Gestione 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.

Con riferimento ai criteri di valutazione adottati dagli Esperti Indipendenti, gli stessi in sede di stima degli immobili si attengono a principi valutativi di generale accettazione, in particolare ricorrendo ai criteri di valutazione di seguito elencati:

- metodo comparativo o del mercato, basato sul confronto fra il bene in oggetto ed altri simili, recentemente oggetto di compravendita o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali;
- metodo reddituale, basato sul valore attuale dei redditi potenziali futuri di una proprietà, ottenuto capitalizzando il reddito ad un tasso di mercato.

La metodologia utilizzata dagli Esperti Indipendenti, nella valutazione dei beni immobili, è quella dei "flussi di cassa attualizzati" ("*discounted cash flow*"): tale criterio di calcolo del valore immobiliare si basa sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile nel medio o medio-lungo periodo, attualizzati al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche dell'immobile.

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. Ove gli immobili siano oggetto di contratti preliminari di compravendita e/o di contratti di compravendita soggetti a condizione sospensiva, gli stessi sono stati valutati all'effettivo prezzo di cessione determinato in tali contratti.

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 (Discounted 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 sia 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 per quanto attiene i canoni, anche in considerazione della loro indicizzazione nel tempo. Inoltre è stato tenuto conto della durata degli stessi contratti, secondo le informazioni precedentemente 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.

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).

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 simili 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 simili 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 20% 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 20% 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.

Il comma 3 dell'articolo 7 del D. L. 351/2001 è stato modificato dall'art. 32 comma 7 del D. L. 78/2010, coordinato con la legge di conversione n. 122/2010, che ha disposto che la ritenuta non

si applica sui proventi percepiti da fondi pensione e organismi di investimento collettivo del risparmio esteri, sempreché' istituiti in Stati o territori inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, nonché' su quelli percepiti da enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e da banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato. Inoltre, per tali proventi, spettanti a soggetti residenti in Stati con i quali siano in vigore convenzioni per evitare la doppia imposizione sul reddito, ai fini dell'applicazione della ritenuta nella misura prevista dalla convenzione, i sostituti d'imposta devono acquisire: a) una dichiarazione del soggetto non residente effettivo beneficiario dei proventi, dalla quale risultino i dati identificativi del soggetto medesimo, la sussistenza di tutte le condizioni alle quali e' subordinata l'applicazione del regime convenzionale, e gli eventuali elementi necessari a determinare la misura dell'aliquota applicabile ai sensi della convenzione; b) un'attestazione dell'autorità' fiscale competente dello Stato ove l'effettivo beneficiario dei proventi ha la residenza, dalla quale risulti la residenza nello Stato medesimo ai sensi della convenzione. L'attestazione produce effetti fino al 31 marzo dell'anno successivo a quello di presentazione.

Le disposizioni di cui al comma 7 hanno effetto per i proventi percepiti a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto sempre che riferiti a periodi di attività' dei fondi che hanno inizio successivamente al 31 dicembre 2009. Per i proventi percepiti a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto e riferiti a periodi di attività' del fondo chiusi fino al 31 dicembre 2009, continuano ad applicarsi le disposizioni dell'articolo 7 del D. L. 351/2001 nel testo in vigore alla predetta data.

Per quanto riguarda il regime di tassazione dei proventi, 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 gli utili distribuiti come proventi "ante 31 dicembre 2003" (cioè non soggetti alla ritenuta del 20%) 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 20%.

SEZIONE II - LE ATTIVITA'

Le attività del Fondo sono pari ad euro 156.822.454.

Il Fondo presenta disponibilità liquide per circa il 12% del totale delle attività.

Il Fondo non presenta investimenti in strumenti finanziari quotati e non quotati .

Per quanto concerne gli investimenti posti in essere nell'area immobiliare, gli stessi sono stati effettuati esclusivamente in Italia, in Lombardia e nel Lazio con una concentrazione nelle aree urbane di Milano e Roma. Gli investimenti non contemplano, come del resto previsto nel Regolamento del Fondo, acquisizioni residenziali.

Strumenti finanziari quotati

Ripartizione degli strumenti finanziari quotati nel Paese di residenza dell'emittente:

(in migliaia di Euro)				
	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'Ocse	Altri Paesi
Titoli di debito:				
- di Stato				
- di altri enti pubblici				
- di banche				
- di altri				
Titoli di capitale:				
- con diritto di voto				
- con voto limitato				
- altri				
Parti di OICR				
- aperti armonizzati				
- aperti non armonizzati				
Totali				
- in valore assoluto	0			
- in percentuale del totale delle attività	-			

Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per mercato di quotazione:

(in migliaia di Euro)				
	Mercato di quotazione			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'Ocse	Altri Paesi
Titoli quotati	0			
Titoli in attesa di quotazione				
Totali:				
- in valore assoluto	0			
- in percentuale del totale delle attività	-			

Movimenti del periodo:

(in migliaia di Euro)		
	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Titoli di capitale		
Titoli di debito	212.073	211.676
Parti di OICR		
Totale	212.073	211.676

Strumenti finanziari derivati

Alla data del 31 dicembre 2011 sono presenti strumenti finanziari derivati non quotati.

Nella seguente tabella, si riportano i movimenti dell'esercizio:

(in migliaia di Euro)

Valore patrimoniale degli strumenti finanziari derivati			
	Margini	Strumenti finanziari quotati	Strumenti finanziari non quotati
Operazioni su tassi di interesse:			
- future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili			
- opzioni su tassi e altri contratti simili			197
- swap e altri contratti simili			
Operazioni su tassi di cambio:			
- future su valute e altri contratti simili			
- opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili			
- swap e altri contratti simili			
Operazioni su titoli di capitale:			

- future su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili - opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili - swap e altri contratti simili			
Altre operazioni: - future - opzioni - swap			

Per quanto concerne la contabilizzazione dello strumento finanziario derivato si rimanda alla sezione “copertura del rischio di tasso del par. 1.1.3 – *Gestione finanziaria*”.

Beni immobili e diritti reali immobiliari

Con riferimento ai beni immobili e ai diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo viene fornito l'elenco dei beni e dei diritti in questione; si confronti a tal proposito lo schema riportato alle due pagine seguenti:

Elenco dei beni e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Sup. lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipoteche	Ulteriori informazioni
					Canone Euro/mq	Tipo contratto	Scadenza contratto (prima scadenza utile / possibilità di recesso)	Locatario			
					(a)						
1	Centro direzionale Lazio; Roma; Via Bombay 5	uffici	1999(c)	8.585	104,0	Affitto: 6+6 anni	30/11/2017 (disdetta con 12 mesi di preavviso)	Oracle Italia S.r.l.	22.542	si	L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						Affitto: 9+6 anni	31/05/2017 (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	88,5	Affitto: 6+6	31/03/2013	Euphon Communication Spa	42.373		L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						Affitto: 6+6 anni	15/06/2012	Tele Atlas Italia S.r.l.			
						Affitto: 2 anni+8 mesi+15 gg	15/06/2012	Tele Atlas Italia S.r.l.			
						Affitto: 6+6 anni	15/09/2012	ZS Associates International Inc.			
						Affitto: 3 anni+4 mesi+29 gg	15/09/2012	ZS Associates International Inc.			
						Affitto: 6+6 anni	31/10/2014	SPORT NETWORK SRL			
3	Polo logistico, formato da tre fabbricati Lombardia San Giuliano Milanese (MI) Via Tolstoj 63-65	Polo Logistico	1974-1999-2000	11933	145,3	Affitto: 10+6 anni	30/06/2015	Tech Data Italia S.r.l.	28.275		Polo Logistico ubicato nella prima fascia dell'interland 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	61,5	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; Corsico - Via dell'industria 15/17	Negozio	2002 (c)	4.252	0,0		Vacant		118'18		L'immobile è ubicato in contesto commerciale affermato, con ottima posizione viabilistica.
Totale								147.155,00			
<p>a) Superficie ponderata ex D.P.R. 138/98</p> <p>b) l'ammontare complessivo delle ipoteche iscritte sugli immobili è pari a 300,00 milioni di Euro</p> <p>c) anno di ristrutturazione</p>											

Vengono inoltre indicate le informazioni sulla redditività dei beni come dallo schema seguente:

(in migliaia di Euro)

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria	Locazione finanziaria	Importo totale	%
		a	b	c = a+b	
Fino a 1 anno	10.075	682		682	10,29%
Da oltre 1 a 3 anni	46.662	3.352		3.352	50,59%
Da oltre 3 a 5 anni	28.275	1.734		1.734	26,18%
Da oltre 5 a 7 anni	15.371	858		858	12,94%
Da oltre 7 a 9 anni	0	0		0	0,00%
Oltre 9 anni	0	0			
A) Totale beni immobili locati	100.383	6.626		6.626	100%
B) Totale beni immobili non locati	46.772				

Il Valore di Mercato complessivo degli immobili è pari ad euro 132,2 mln.

Di seguito si riporta il prospetto dei disinvestimenti immobiliari effettuati nell'arco della vita del Fondo:

(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
ANNO 2008									
Megastore Lombardia Milano Via Torino ang. Via dei Piatti 1/3	m ² 1.651 (*)	04/12/02	11.806	17.000	18/12/08	17.500	4.582	862	9.414
ANNO 2009									
Megastore Lombardia Brescia Corso Magenta, 2	m ² 6.382 (*)	30/01/03	17.022	19.300	09/06/09	20.800	7.655	1.208	10.225
ANNO 2010									
Centro direzionale Lombardia San Donato Milanese Via XXV aprile Lotto III A	11.717	30/09/05	33.579	35.500	23/02/10	35.500	9.203	1.518	9.607
Centro direzionale Lombardia San Donato Milanese Via Milano - Lotto IV	3.785	20/05/04	9.175	10.500	28/10/10	12.250	2.486	279	5.282

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

Posizione netta di liquidità

La voce F "Posizione netta di liquidità" è composta come indicato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
F1. Liquidità disponibile	C/c ordinario	1.111
	C/c investimenti	15.766
	C/c canoni	2.238
	C/c vendite	3
	C/c I.V.A.	0
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare		0
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare		0
Totale		19.118

Si segnala che il c/c canoni e il c/c vendite, sulla base del contratto di finanziamento in essere con "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch", come già argomentato al punto 1.1.3

della Relazione degli Amministratori (gestione finanziaria), sono pegnati a garanzia dello stesso finanziamento.

Altre attività

La voce G "Altre attività" è composta come indicato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate		0
G2. Ratei e risconti attivi	Ratei attivi su titoli	0
	Risconti attivi	122
G3. Risparmio di imposta	SGR crediti v/Erario I.V.A. rimborsi	1.752
	Crediti per Interessi su I.V.A. a rimborso	667
	SGR crediti v/Erario I.V.A. liquidazione	28
G4. Altre	Depositi cauzionali utente	6
	ricevere Fatture da emettere	78
	Crediti v/inquilini	1.586
	Crediti diversi	1
	Crediti v/Erario per imposte e tasse	4
	Crediti per commissioni di gestione – conguaglio 2011	278
	Crediti verso Banca Depositaria – conguaglio 2011	11
Totale		4.533

La voce G2 "Ratei e risconti attivi", per la parte dei risconti, si riferisce per 69 migliaia di Euro alle spese sostenute per il finanziamento ipotecario contratto con "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch" in data 22 dicembre 2006 la cui durata è prevista sino al 30 gennaio 2015, per 46 migliaia di Euro al premio assicurativo pagato nel 2011 ma di competenza dell'esercizio successivo e per 7 migliaia di Euro ad anticipi su consulenze legali non di competenza.

Nella voce G3 "Risparmio d'imposta" il Credito verso Erario per I.V.A. a rimborso è relativo alla parte non ancora riconosciuta al Fondo del credito I.V.A. anno 1999 in quanto oggetto di contenzioso come meglio specificato nella Relazione degli Amministratori al credito su interessi I.V.A. a rimborso.

I "Crediti v/Erario per imposte e tasse" si riferiscono a somme corrisposte in eccesso per pagamenti ICI, per le quali è stata avviata la pratica di richiesta di rimborso.

SEZIONE III - LE PASSIVITA'

La voce H "Finanziamenti ricevuti" è composta come indicato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
H1. Finanziamenti ipotecari	Finanziamenti ipotecari	(15.058)
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		0

H3. Altri		0
Totale		(15.058)

Nella sottovoce H1 "Finanziamenti ipotecari" è ricompreso l'importo del finanziamento ipotecario sottoscritto con "Merrill Lynch International Bank Limited" per un importo massimo erogabile di Euro 150 milioni. di cui Euro 15,1 milioni utilizzati alla data di chiusura del presente rendiconto, con durata di anni 8 e scadenza al 30 gennaio 2015.

Il finanziamento è regolato da un tasso legato all'Euribor trimestrale maggiorato dello 0,65%; il tasso in vigore al 31 dicembre 2011 è pari all'2,240%. A garanzia del finanziamento è iscritta un'ipoteca di primo grado sull'immobile sito in Roma – via Bombay.

Con decorrenza 20 novembre 2007, "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch" ha nominato agente la "ING Real Estate Finance (España) EFC SA – Milan Branch".

A copertura del rischio fluttuazione tassi, è in forza un contratto *cap* come meglio specificato nella sezione VI della Parte C.

La voce M "Altre passività" è composta come indicato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		(0)
M2. Debiti d'imposta	SGR Erario c/ritenute d'acconto	(1)
M3. Ratei e risconti passivi	Ratei passivi	(177)
	Risconti passivi	(13)
M4. Altre	Debiti v/ fornitori	(101)
	Fatture da ricevere	(183)
	Depositi cauzionali	(148)
	Inquilini c/anticipi	(18)
	Interessi su depositi cauzionali	(13)
Totale		(654)

SEZIONE IV - IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Non è possibile quantificare il numero di quote del Fondo detenute da investitori qualificati né da soggetti non residenti in quanto, essendo le stesse dematerializzate ed al portatore, la Società di Gestione non è più in grado di conoscerne la titolarità a seguito dei trasferimenti potenzialmente disposti da ogni singolo investitore iniziale.

Le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto tra l'avvio dell'operatività e la data del Rendiconto si illustrano nel seguente schema:

Prospetto delle variazioni del valore del Fondo dall'avvio dell'operatività 15/02/99 al 31/12/11

(in migliaia di Euro)

		Importo al 31/12/2011	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse per prezzo di emissione)		159.327	100,00%
A1.	Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-	-
A2.	Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	5.325	3,34%
B.	Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	117.680	73,86%
C.	Risultato complessivo della gestione dei crediti	-	-
D.	Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	-	-
E.	Risultato complessivo della gestione degli altri beni	-	-
F.	Risultato complessivo della gestione cambi	-	-
G.	Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione	1.610	1,01%
H.	Oneri finanziari complessivi	(15.000)	(9,41%)
I.	Oneri di gestione complessivi	(38.622)	(24,24%)
L.	Altri ricavi ed oneri complessivi	4.791	3,01%
M.	Imposte complessive	(5.491)	(3,45%)
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		(18.698)	(11,74%)
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI		(69.810)	(43,82%)
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE		75.784	47,57%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2011		141.110	88,57%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		-	-
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO AL 31/12/2011			3,38%

SEZIONE V - ALTRI DATI PATRIMONIALI

Alla data del presente Rendiconto non si rilevano posizioni attive e/o passive nei confronti di altre società del gruppo al quale appartiene la RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.

L'ammontare delle garanzie ricevute è dettagliato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Garanzia	Denominazione conduttore/descrizione	Immobile	Importo
Fideiussione da capogruppo	Fiege Logistics Italia S.p.A.	Origgio (Va)	268
Garanzia INVIM Straordinaria		Procaccini	1.291
Deposito Cauzionale	Sport Network S.r.l.	Procaccini	43
Deposito Cauzionale	Euphon Communication S.p.A.	Procaccini	35
Deposito Cauzionale	ZS Associates International Inc.	Procaccini	68
Fideiussione da conduttore	Accord Italia S.p.A.	Procaccini	31
Fideiussione da conduttore	Almirall S.p.A.	Procaccini	69
Fideiussione da conduttore	Tele Atlas Italia S.r.l.	Procaccini	201
Fideiussione da capogruppo	Tech Data Italia S.r.l.	San Giuliano MI.se	1.700
Totale			3.706

Alla data di chiusura del presente Rendiconto, le ipoteche gravanti sui beni immobili, iscritte per un ammontare complessivo di Euro 300 milioni si riferiscono:

- Per Euro 300 milioni agli immobili di seguito elencati (finanziamento "Merrill Lynch International Bank Limited"):
 - Roma – Via Bombay, 5

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

SEZIONE I - RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU STRUMENTI FINANZIARI

(in migliaia di Euro)						
Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile su realizzi	Perdita su realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plusv.	Minusv.	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate						
1. di controllo						
2. non di controllo						
A. 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	3	36				
2. titoli di capitale						
3. parti di OICR						

Il risultato delle operazioni su strumenti finanziari derivati risulta dalla seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Risultato degli strumenti finanziari derivati				
	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)	
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
Operazioni su tassi di interesse:				
- future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili				
- opzioni su tassi e altri contratti simili	(63)		(1)	
- swap e altri contratti simili				
Operazioni su titoli di capitale:				
- future su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili				
- opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili				
- swap e altri contratti simili				
Altre operazioni:				
- future				
- opzioni				
- swap				

Si segnala che il valore nominale di riferimento (nozionale) dello strumento finanziario non è uguale all'ammontare del finanziamento in essere alla data di chiusura del presente Rendiconto.

A livello di conto economico, il costo residuo di competenza dello strumento *cap* allo stesso riferibile è stato iscritto nella voce A4.1 (con finalità copertura) e A4.2 (senza finalità di copertura) del conto economico.

Inoltre lo strumento finanziario derivato di tipo CAP detenuto dal Fondo non ha generato alcun flusso positivo conseguentemente alla generale diminuzione dei tassi di interesse di mercato.

SEZIONE II - BENI IMMOBILI

La voce B "Immobili e diritti reali immobiliari" è composta come indicato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
B1. Canoni di locazione ed altri proventi	Affitti	7.911
	Recupero spese ripetibili	526
	Altri proventi	715
B2. Utili/perdite da realizzi		
B3. Plus/minusvalenze	Minusvalenze su beni immobili	(10.825)
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	Polizze fabbricati	(80)
	Spese generali a carico proprietà	(183)
	Imposta di registro/valori bollati su contratti d'affitto	(41)
	Interessi su depositi cauzionali	(2)
	Consulenze tecniche/legali	(3)
	Spese riscaldamento/condizionamento ripetibili	(20)
	Spese generali ripetibili	(711)
	Utenze/acqua ripetibili	(15)
	Imposta di registro/valori bollati ripetibili su contratti d'affitto	(41)
B5. Ammortamenti		0
B6. Imposta comunale sugli immobili	ICI	(400)
Totale		(3.169)

La voce B3 è relativa alle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti per determinare il valore di mercato del portafoglio immobiliare, eccezion fatta per l'immobile di Corsico, Viale delle Industrie, oggetto di offerta irrevocabile di acquisto.

Il risultato economico sui beni immobili in funzione della tipologia dei beni stessi è indicato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili						
		Imm. residenz.	Imm. comm.	Imm. industr.	Terreni	Altri
1.	Proventi					
	1.1 canoni di locazione non finanziaria		7.911			
	1.2 canoni di locazione finanziaria					
	1.3 altri proventi		1.241			
2.	Utile/Perdita da realizzi					
	2.1 beni immobili					
	2.2 diritti reali immobiliari					
3.	Plusvalenze/Minusvalenze					
	3.1 beni immobili					
	3.2 diritti reali immobiliari		(10.825)			
4.	Oneri per la gestione di beni immobili		(1.096)			
5.	Ammortamenti					
6.	ICI		(400)			
Totale			(3.169)			

SEZIONE III – CREDITI

-

SEZIONE IV – DEPOSITI BANCARI

-

SEZIONE V – ALTRI BENI

-

SEZIONE VI - ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE ED ONERI FINANZIARI

La voce H "Oneri finanziari" è composta come indicato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	Interessi passivi su mutui ipotecari	(847)
H2. Altri oneri finanziari	Imposte su mutui ipotecari	(37)
Totale		(884)

La sottovoce H1 "Interessi passivi su finanziamenti ricevuti"- "interessi passivi su mutui ipotecari" ricomprende gli oneri finanziari di competenza alla data del presente Rendiconto.

La sottovoce H2 "Altri oneri finanziari" ricomprende l'importo dell'imposta sostitutiva di competenza del periodo.

Le principali caratteristiche inerenti le opzioni *cap* sono di seguito riassunte:

Data negoziazione: 13/10/2009^(*)
 Inizio: 30/10/2009
 Termine: 30/01/2015
 Valore nominale di riferimento: 40.400.263,55
 Premio pagato: 613.000^(**)
 cap rate: 4,85%

(*) data negoziazione iniziale 22/12/2006 e 30/03/2007

(**) nuovo premio a fronte dell'integrazione del 30/03/2007 ed al netto del provento riconosciuto dalla controparte a seguito della riduzione del nozionale (Euro 92.000 corrisposto in data 21/10/2009)

SEZIONE VII - ONERI DI GESTIONE

I costi sostenuti nel periodo sono indicati nella seguente tabella:

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 totale attività	% su valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale attività	% su valore del finanziamento
1) Provigioni di gestione provigioni di base provigioni di incentivo	2.286	1,53	1,46		548	0,37%	0,35%	
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	94	0,06	0,06					
4) Spese di revisione del fondo	35	0,02						
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	0	0,00	0,00					
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	10	0,01	0,01					
7) Oneri di gestione degli immobili	251	0,17	0,16		0	0,00	0,00	
8) Spese legali e giudiziarie	3	0,00						
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	42	0,03						
10) Altri oneri gravanti sul fondo (**)	64	0,04						
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (somma da 1 a 10)	2.785	1,87			548	0,37%		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui: -su titoli azionari -su titoli di debito -su derivati -altri								
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	948			2,35				
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo								
TOTALE SPESE (somma da 1 a 13)	3.734	2,50			548	0,37%		

(*) Calcolato come media del periodo

(**) Alla voce "Altri oneri gravanti sul Fondo" sono ricomprese le spese per la quotazione, il contributo CONSOB e altre spese amministrative

Si evidenzia che l'importo di Euro 548 migliaia di Euro è stato corrisposto alla società RREEF Opportunities Management S.r.l. a seguito della modifica del Regolamento di Gestione in vigore dal 1° Settembre 2009.

SEZIONE VIII - ALTRI RICAVI ED ONERI

La voce L "Altri ricavi ed oneri" è composta come indicato nella seguente tabella:

(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	Interessi attivi su c/c	29
L2. Altri ricavi	Sopravvenienze attive	210
	Interessi su I.V.A. a rimborso	48
L3. Altri oneri	Sopravvenienze passive	(16)
	Spese varie finanziamento	(56)
	Commissioni erogazione finanziamento	(68)
	Accantonamento F.do rischi su crediti	(94)
	Consulenza tecniche/legali	(24)
TOTALE		(30)

SEZIONE IX - IMPOSTE

-

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

Per quanto riguarda le informazioni circa le operazioni di compravendita immobiliari effettuate durante l'esercizio in esame si rimanda a quanto specificato nella sezione "Gestione Immobiliare" della Relazione del Consiglio di Amministrazione del presente Rendiconto.

Tabella ex art. 75, comma 1, lett b) del Regolamento Intermediari

Ai sensi dell'art. 75, comma 1, lett. b) in occasione della redazione dei prospetti periodici, le SGR mettono a disposizione degli investitori la composizione del portafoglio degli OICR offerti al pubblico indicando, in ordine decrescente di valore, almeno i primi cinquanta beni di cui all'art. 4 del DM 228/1998 e tutti quelli che superano lo 0,5% delle attività.

ELENCO DEI BENI DI CUI ALL'ART. 4, COMMA 2, DEL D.M. 228/1999

Categoria	Bene	Valore Complessivo al 31/12/2011	% sul Totale delle Attività
d	Immobile sito in Origgio (VA), Largo Boccioni	37.500.000	23,91%
d	Immobile sito in Milano, via Messina 38	34.100.000	21,74%
d	Immobile sito in Roma, via dell'Oceano Indiano	28.900.000	18,43%
d	Immobile sito in San Giuliano Milanese (MI), via Tolstoy	21.400.000	13,65%
c	Conti correnti di liquidità	19.118.135	12,19%
d	Immobile sito in Corsico (MI), via dell'Industria 15/17	11.075.000	7,06%
e	Credito IVA a rimborso comprensivo di interessi	2.418.821	1,54%
e	crediti verso inquilini per affitto e spese	1.663.957	1,06%
e	crediti per commissioni di gestione	278.394	0,18%
b	risconti attivi su strumento CAP	196.797	0,13%
e	crediti verso erario per imposte e tasse	32.006	0,02%
e	crediti per commissioni di Banca Depositaria	11.463	0,01%
e	depos.cauz.utenze	4.286	0,00%
e	crediti per interessi depositi cauzionali	1.649	0,00%
e	crediti diversi	354	0,00%
	Totale	156.700.863	99,92%
	altri attività		
	risconti attivi	121.591	0,08%
	Totale Altri Beni	121.591	0,08%
	Totale Attività	156.822.454	100,00%

Legenda

- a) strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato;
- b) strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato;
- c) depositi bancari di denaro;
- d) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

Di seguito si riporta un estratto della relazione di stima del valore di mercato dei sette immobili che compongono il patrimonio del Fondo al 31 dicembre 2011.

REAG Real Estate Advisory Group SpA
a socio unico
Direzione Generale
Centro Direzionale Colleoni
Palazzo Cassiopea 3
20864 Agrate Brianza MB - Italy
Tel. +39 039 6423.1
Fax +39 039 6058427
italy@reag-aa.com

Sede Legale
Via Monte Rosa, 91
20149 Milano - Italy
Capitale Sociale € 1.000.000,00 i.v.
R.E.A. Milano 1047058
C.F. / Reg. Imprese / P. IVA 05881660152



Agrate Brianza, 21 febbraio 2012
Pos. n° 7628

Spettabile

RREEF FONDIMMOBILIARI SGR S.p.A.

Via Melchiorre Gioia, 8
20124 Milano

Alla cortese attenzione del Dott. Alfredo Balzotti

Oggetto: Relazione di stima degli immobili che compongono il patrimonio del Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso denominato "Valore Immobiliare Globale" al 31 dicembre 2011

Egregi Signori,

in conformità all'incarico da Voi conferito REAG – Real Estate Advisory Group S.p.A. (di seguito REAG) ha effettuato la relazione di stima del patrimonio immobiliare del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo chiuso denominato "Valore Immobiliare Globale" alla data del 31 dicembre 2011.

La valutazione effettuata da REAG sarà utilizzata per una verifica patrimoniale, in ottemperanza ai criteri di valutazione indicati al Titolo V, Sezione II, Paragrafi 2.4.5, 2.4.6. e 2.5 del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 e successive modifiche e integrazioni.

E' nostra opinione che, il Valore di Mercato della Proprietà in oggetto al 31 dicembre 2011 possa essere ragionevolmente indicato, come segue:

€ 132.200.000,00

(EURO CENTOTRENTADUEMILIONIDUECENTOMILA/00)

REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A.

Simone Spreafico
Engagement Manager Director

Oswaldo Rigamonti
Direttore Generale

Leo Civelli
Amministratore Delegato

N.B.

Per una corretta comprensione dei risultati delle analisi si demanda alla lettura integrale del testo, che si compone di :

- Lettera Certificazione Valori con Criteri Valutativi, Assunzioni e Limiti, Condizioni generali (del servizio);
- Report descrittivo e relativi allegati.

Si attesta che il presente documento è composto da n. 45 pagine.

**Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Alfredo Balzotti**



RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.

Via Melchiorre Gioia, 8

20124 Milano

T +39 (02) 4024 5729/5788

F +39 (02) 4024 5702

www.rreef.com

A Member of Deutsche Bank Group

