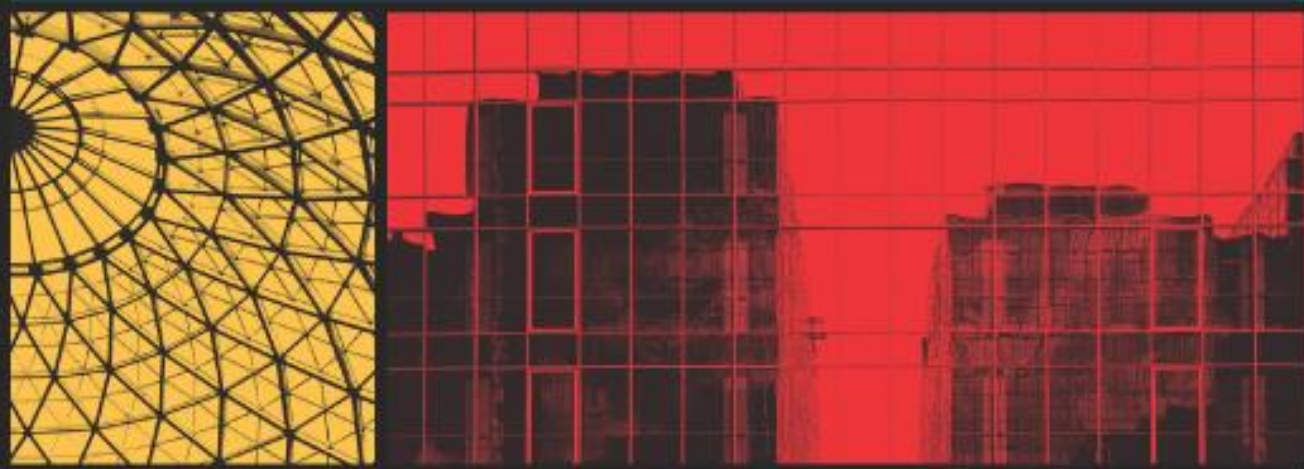


VALORE IMMOBILIARE GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso

Resoconto Intermedio di Gestione al 30 Settembre 2010





RESOCONTO INTERMEDIO DI GESTIONE
AL 30/09/2010

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE
CHIUSO

“ VALORE IMMOBILIARE GLOBALE ”

Indice

PREMESSA	3
1.1 DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	3
1.2 ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE	3
1.2.1 Scenario	3
1.2.2 Il mercato terziario	5
1.2.3 Il mercato immobiliare industriale	5
1.2.4 Il mercato degli immobili commerciali	5
1.3 ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO	6
1.3.1 Gestione immobiliare	6
1.3.2 Andamento dei contenziosi	6
1.3.3 Finanziamenti	6
1.3.4 Situazione locativa	7
1.3.5 Andamento del valore della quota sul mercato	7
1.4 FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL TRIMESTRE DI RIFERIMENTO	8

Premessa

Il presente “Resoconto intermedio di gestione al 30 settembre 2010”, redatto ai sensi dell’art. 103, comma 3 del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999 - come successivamente modificato - attuativo del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza), persegue lo scopo di illustrare gli eventi di particolare rilevanza per il Fondo verificatisi nel trimestre di riferimento.

Tale documento è disponibile per il pubblico presso la sede della Società di Gestione in via Melchiorre Gioia, 8 – Milano, sul sito internet della stessa (www.rreef.com/italy) nonché sul sito di Borsa Italiana (www.borsaitaliana.it/borsa/quotazioni/fondi-chiusi.html)

1.1 Dati identificativi del Fondo

Tipologia: Fondo comune di investimento immobiliare chiuso a raccolta

Data di istituzione: 9/12/1997

Data di richiamo degli impegni: 15/02/1999

Tipologia di patrimonio immobiliare: 51% immobili ad uso ufficio, 41% immobili ad uso logistica, 8% immobile ad uso commerciale

Banca depositaria: State Street Bank GmbH – sede secondaria di Milano

Esperto indipendente: Scenari Immobiliari

Società di revisione: PricewaterhouseCoopers S.p.A.

Numero quote emesse: 30.850

Valore nominale delle quote: Euro 4.752,76 (Euro 5.164,57 all’emissione)

Quotazione: Segmento MTF, classe 2, Fondi chiusi di Borsa Italiana s.p.a., dal 29/11/1999

1.2 Andamento del mercato immobiliare

Si riporta di seguito un estratto dell’analisi del mercato immobiliare redatta da Scenari Immobiliari nel mese di settembre 2010.

1.2.1 Scenario

Dopo quasi due anni di grave recessione, la peggiore dagli anni trenta del secolo scorso, si intravedono spiragli di ripresa nella maggior parte delle economie mondiali, sebbene a ritmi differenziati. Gli indicatori macroeconomici sono complessivamente positivi: il 2010 dovrebbe chiudersi con un notevole aumento delle esportazioni e con produzione industriale e prodotto interno lordo con il segno positivo nella maggior parte dei Paesi. Il Fondo monetario internazionale prevede che quest’anno il Pil mondiale crescerà del 3,9 per cento. Saranno Cina, India e vari Paesi in via di sviluppo a trainare la crescita mondiale, mentre la ripresa dell’occidente sarà più lenta. Le previsioni di sviluppo dell’economia europea sono intorno all’1,6 per cento. La ripresa, tuttavia, è frenata dall’elevata disoccupazione, che spinge verso il basso inflazione e tassi di interesse. Nel 2010 nei Paesi Ocse si stima un tasso di disoccupazione intorno all’8,5 per cento, con venti milioni di posti di lavoro in meno rispetto all’anno scorso. Il problema è particolarmente grave tra i giovani, con una percentuale di disoccupati superiore al 20 per cento, con punte del 42 per cento in Spagna. In Europa il tasso è ancora sul dieci per cento. Il clima di maggiore fiducia, accompagnato da tassi di interesse contenuti e da un atteggiamento meno restrittivo da parte delle banche, ha avuto un impatto positivo sulla maggior parte dei mercati immobiliari, che hanno registrato nei primi otto mesi del 2010 un lieve aumento delle transazioni e un rallentamento del calo dei valori. In quasi tutto il mondo si inizia a parlare di ripresa, pur con la consapevolezza che si tratterà di un recupero graduale e di lunga durata. A livello mondiale la ripresa più rapida e consistente si è vista nei principali Paesi asiatici, in Australia e in Canada. In Europa emerge l’ottimo andamento dei Paesi nordici, della Germania e della Francia e importanti segnali di miglioramento provengono dal Regno Unito, dopo un 2009 estremamente complesso. Tra i Paesi ancora in grave difficoltà spiccano la Grecia e, soprattutto, la Spagna. L’Italia si trova in una situazione intermedia: né crisi, né ripresa, ma con aspettative di miglioramento.

Le linee guida per gli ultimi mesi del 2010 e per il primo semestre 2011 sono le seguenti:

- Il mercato residenziale, che era stato duramente penalizzato dalla crisi, mostra significativi segnali di miglioramento, grazie anche ad un più agevole accesso al credito. I prezzi hanno raggiunto le punte più basse del ciclo nella maggior parte dei mercati e si trovano in una fase di stabilità, con qualche aggiustamento verso l'alto in alcuni casi.
- Dopo un periodo caratterizzato da una crisi generalizzata, il mercato degli uffici sta entrando in una fase in cui le differenze saranno notevoli sia dal punto di vista tipologico che geografico. Per la fine del 2010 buone prospettive provengono dai mercati francese, tedesco, belga e dall'Europa orientale, mentre per una ripresa più decisa si dovrà attendere la primavera 2011.
- Il comparto industriale beneficia della ripresa delle esportazioni, pur essendo ancora frenato da vacancy rate estremamente elevate, che esercitano una forte pressione sui canoni di locazione dei prodotti di medio livello. Al contrario sono in aumento i valori, sia di acquisto che di locazione, degli spazi di pregio. Le prospettive sono positive a partire dal 2011, grazie anche all'attività edilizia speculativa attualmente quasi inesistente. Risultano vincenti i prodotti multimodali e multifunzionali situati vicino ai grandi centri urbani.
- A causa della perdurante incertezza economica, il trend del settore commerciale sarà ancora debole per tutto il 2010. Gli investitori mostrano un atteggiamento di prudenza e selettività, concentrando l'interesse quasi esclusivamente sui piccoli spazi esclusivi e sui centri commerciali di alto livello nelle aree ad elevata densità. I *retail park* situati nelle zone periferiche presentano *vacancy rate* ancora molto elevate.
- Il mercato immobiliare italiano ha arrestato la caduta e ci sono segnali positivi nel residenziale, dove aumenta la propensione agli acquisti. Deboli tutti gli altri settori, condizionati da un'economia ancora stagnante.

La crisi economica ha comportato un forte rallentamento degli scambi immobiliari nel corso del 2009. Nei cinque Paesi più importanti l'anno si è concluso con un fatturato immobiliare di circa 596 miliardi di euro, che rappresentano un calo del 13,3 per cento rispetto all'anno precedente. Il fatturato in Eu27, invece, ha segnato un aumento dell'1,2 per cento, superando 940 miliardi di euro. Il primo semestre 2010 ha mostrato segnali di ripresa in tutti i Paesi, fatta eccezione per la Spagna, il cui fatturato continua a diminuire. Il 2010, dunque, si dovrebbe concludere con un fatturato in lievissimo aumento nei cinque Paesi più importanti, mentre la crescita sarà più significativa a livello Eu27. Tra i principali Paesi europei, l'andamento migliore riguarda la Germania, che dovrebbe vedere una crescita del fatturato in tutti i segmenti di mercato, con punte superiori al 7 per cento nel comparto industriale. Buone le previsioni per l'Inghilterra, che dovrebbe registrare un aumento medio dell'1,4 per cento. Solo il settore industriale è ancora in difficoltà, con un fatturato in diminuzione. Torna in territorio positivo l'Italia. La situazione europea risulta complessivamente migliore rispetto a quella statunitense. Il fatturato, infatti, dovrebbe aumentare del 2,1 per cento in Eu27, contro lo 0,2 per cento degli Stati Uniti, il cui valore è ormai di poco superiore a quello europeo. Un miglioramento dell'economia e gli effetti delle misure governative, finalizzate alla riforma delle politiche fiscali e monetarie e al contenimento della disoccupazione, dovrebbero avere un effetto positivo sul fatturato immobiliare nel 2011. L'anno si dovrebbe concludere con un aumento dell'1,2 per cento nei cinque Paesi più importanti, nonostante il segno negativo ancora previsto per la Spagna, e del 2,9 per cento a livello di Eu27.

Dopo due anni di cali, il mercato immobiliare italiano "vede" il segno positivo nel 2010. Se il 2009 si era chiuso come il peggiore del nuovo secolo, il 2010 non è ancora un anno di ripresa, ma di "non caduta". Le stime di metà anno sono state leggermente riviste al ribasso, ma sempre intorno alla stabilità. Mentre, con l'esclusione della Spagna, negli altri grandi Paesi continentali i mercati stanno virando verso una ripresa un po' più decisa (più negli scambi che nei prezzi), il mercato italiano ha ancora notevoli zavorre che ne rallentano la crescita potenziale. Nel residenziale c'è ancora una forte offerta di invenduto di scadente qualità (compreso parte del nuovo, mal costruito

o mal posizionato) e la debolezza del sistema del credito alle famiglie. Nel terziario non c'è stata l'attesa immissione di prodotti a prezzi scontati da crisi e quindi le operazioni sono poche. Il comparto industriale, oltre alla crisi sistemica, soffre di una ipertrofia di offerta malqualificata. Meglio la gdo nelle aree di sviluppo, come parte del Mezzogiorno. Nella piccola distribuzione prevalgono le rendite di posizione mentre aumenta il *vacancy*. A differenza degli altri Paesi europei non ci sono stati incentivi alla domanda o all'offerta. Anzi il piano casa si sta rivelando, a livello locale, spesso più vincolante di quanto previsto in precedenza. Le fasce deboli (giovani e immigrati) sono state completamente abbandonate, sia nei sostegni all'acquisto che alla locazione. La "cedolare secca" sugli affitti darà forse effetti a lungo termine, ma sicuramente non incentiva gli investimenti nel nuovo per la locazione. Le previsioni per il 2011 sono di un consolidamento dei trend emersi negli ultimi mesi, ma ancora non si vedono spinte "forti" per una vera ripresa. In cambio, c'è una inerzia di fondo che farebbe escludere una possibile caduta.

1.2.2 Il mercato terziario

Nel settore degli uffici si assiste ad una stabilizzazione del mercato nei prezzi e nei canoni, con un aumento degli scambi nelle classi A e C. In totale, però, con un fatturato di 7 miliardi di euro, si registra un calo dell'1,4 per cento sullo scorso anno. Va tenuto presente che su questa stima potrebbero incidere ulteriori effetti negativi della manovra sui fondi immobiliari, che sono tra i maggiori investitori italiani nel settore. In cambio sono in lieve aumento gli investimenti provenienti dall'estero. A Roma nell'ultimo biennio il terziario di qualità ha riscontrato, rispetto ai risultati di altre grandi città, una maggiore dinamicità e una crescita più contenuta del tasso di *vacancy*. Le origini di tale risultato vanno rintracciate nella carenza dell'offerta capitolina: pochi nuovi progetti completati e immessi sul mercato, ancora minori quelli di classe A in *top location*. Gli uffici di grande pregio offerti hanno incontrato un collocamento piuttosto veloce e il mercato romano continua ad attrarre gli investitori, date le performance dei prezzi. Le location più interessanti, negli ultimi due anni, sono state i quartieri Parioli e Prati e la zona Eur. A Milano anche gli uffici di qualità hanno risentito di un allungamento dei tempi delle trattative e di un lieve aumento del tasso di *vacancy*, dovuti all'atteggiamento più cauto della domanda, in particolare da parte delle multinazionali estere, condizionata dall'esigenza del risparmio e della razionalizzazione degli spazi. Diverso il trend degli immobili trofeo che, costituendo una quota piuttosto esigua dell'offerta complessiva, hanno ottenuto performance positive (le uniche del comparto) ed elevati livelli di assorbimento, superiori alla media degli uffici di classe A. Per il 2011 si prevede un miglioramento di tutti i valori del comparto terziario/uffici, con le quotazioni delle top location in crescita di circa il 2 - 3 per cento, a fronte di una media cittadina tra 1 e 2 per cento. In calo la *vacancy*.

1.2.3 Il mercato immobiliare industriale

Dopo una contrazione del fatturato di quasi il 18 per cento nel corso del 2009, il settore degli immobili industriali ha avuto un ulteriore calo del 2,7 per cento. Solo per il 2011 si prevede un "rimbalzino". Il settore si compone di prodotti usati (circa il 15 - 20 per cento del totale) e di logistica nuova. Questo ultimo settore ha avuto un leggero miglioramento, soprattutto nell'ampliamento degli stabilimenti e in alcuni settori in controtendenza (ad esempio il "freddo"). Prezzi e canoni sono in discesa ed è previsto un ulteriore incremento dell'offerta di usato.

1.2.4 Il mercato degli immobili commerciali

In Italia, come nel resto d'Europa, i consumi delle famiglie nel primo semestre del 2010 hanno registrato andamenti altalenanti, in lento recupero nei primi mesi, in diminuzione nei successivi. La difficile ripresa dei consumi non ha scoraggiato i piani di sviluppo dei grandi gruppi della distribuzione presenti sulla penisola, sebbene si siano focalizzati soltanto su aree strategiche e con format commerciali innovativi. Le formule proposte si concentrano soprattutto nei centri commerciali, dotati di un ampio assortimento di negozi (che vanno dall'abbigliamento, alla tecnologia, all'arredamento includendo perfino servizi differenziati come, ad esempio, lo studio dentistico) e ampie zone dedicate allo svago. Gli outlet continuano ad avere una buona accoglienza dal mercato: gli acquisti griffati a prezzi ridotti sono preferiti dal consumatore medio. Il comune denominatore dell'attrattività per le nuove realizzazioni è l'ecosostenibilità, risparmi

energetici e diminuzione delle emissioni di anidride carbonica sono le parole d'ordine per i nuovi sviluppi. La fiducia nel mercato cresce, soprattutto per i prodotti di qualità elevata, il fatturato degli immobili commerciali è in leggero aumento e per fine anno è previsto un incremento di 2,6 punti percentuali rispetto all'anno precedente, raggiungendo quota 7,8 miliardi di euro. Per il 2011, ma la previsione andrà quasi sicuramente rivista al rialzo, nuovo incremento, dato che sono stati annunciati nuovi investimenti.

1.3 Attività di gestione del Fondo

Nel corso del terzo trimestre l'attività di gestione ha continuato a valutare le operazioni di acquisizione e di dismissione del patrimonio immobiliare, anche attraverso l'attività dell'*Asset Manager*. In particolare, successivamente alla data di chiusura del presente Resoconto, in data 7 ottobre 2010, la SMS INNSE S.p.A., conduttrice dell'immobile di San Donato Milanese, Via Milano 4, ha inviato un'offerta irrevocabile d'acquisto per la proprietà in discorso al prezzo complessivo di Euro 12.250.000. Tale offerta è stata formalmente accettata dalla SGR in data 12 ottobre e sono stati inoltre corrisposti alla SGR Euro 1.100.000 a titolo di caparra confirmatoria all'atto di sottoscrizione del contratto preliminare, avvenuto in data 19 ottobre 2010.

Il contratto definitivo di compravendita dell'immobile con versamento contestuale del saldo prezzo per Euro 11.150.000 è stato sottoscritto in data 28 ottobre 2010.

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

Alla data del 30 settembre 2010, il portafoglio titoli si compone di Titoli di Debito emessi dallo Stato Italiano (B.O.T. con scadenza 15/10/2010 – ISIN IT0004539513, valore nominale Euro 33.000.000).

1.3.1 Gestione immobiliare

Alla data del presente Resoconto, il portafoglio del Fondo comprende n. 6 immobili, aventi destinazione d'uso direzionale, commerciale e logistica prevalentemente situati nel Nord – Ovest e in parte residuale nel Centro Italia.

Sul fronte delle locazioni, l'operato della SGR si è concentrato principalmente sul fronte della rilocazione degli spazi sfitti e sulla risoluzione di problematiche contingenti, ivi inclusa la rinegoziazione dei contratti esistenti.

1.3.2 Andamento dei contenziosi

In merito al contenzioso afferente al residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821, non si segnalano novità rispetto a quelle già riportate nella Relazione di Gestione al 30 giugno.

1.3.3 Finanziamenti

Al 30 settembre 2010 il Fondo presenta un indebitamento finanziario per un importo complessivo di Euro 40,4 milioni e registra la minore incidenza degli oneri finanziari sul conto economico per effetto della riduzione dei tassi di riferimento rilevati sul mercato. Il finanziamento è remunerato al tasso Euribor a 3 mesi con l'applicazione di un margine ("*spread*") pari allo 0,65%: il tasso complessivo in vigore alla data di riferimento del presente resoconto è pari al 1,546% rispetto al 1,304% registrato al 30 giugno 2010.

A copertura del rischio di variazione del tasso d'interesse è in essere uno strumento finanziario derivato di tipo *cap*, i cui dati sintetici sono di seguito esposti:

Data negoziazione:	13/10/2009 ^(*)
Inizio:	22/12/2006
Termine:	30/01/2015
Valore nominale di riferimento:	40.400.264

Premio pagato: 705.000^(**)
cap rate: 4,85%

(*) data negoziazione iniziale 30/03/2007

(**) premio originariamente pagato 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)

1.3.4 Situazione locativa

Ad aggiornamento rispetto alla relazione semestrale va segnalato che il conduttore dell'immobile di Corsico, Emmelunga S.p.A. ha cambiato denominazione in Holding dell'Arredo S.p.A. e successivamente ha concesso in affitto la propria azienda commerciale, ivi compresa l'attività svolta nell'immobile di Corsico, a Panmedia S.p.A , con sede a Torino.

Come detto nella Relazione Semestrale al 30 giugno 2010, alla data di chiusura di detto periodo non risultava ancora saldato l'importo di Euro 566.069,74, relativo ai canoni di locazione e altre spese accessorie, maturati e non pagati. Pertanto la SGR ha provveduto, a seguito di formale comunicazione di sollecito e messa in mora, ad escutere la fideiussione a garanzia del puntuale adempimento degli obblighi assunti con il contratto di locazione, per l'importo sopra indicato. Tale importo è stato regolarmente incassato con valuta 19 luglio.

Alla data del presente Resoconto, non risulta ancora saldato l'importo di Euro 571.683.13, relativo ai canoni di locazione e altre spese accessorie, maturati e non pagati, per il quale la SGR ha formulato apposita richiesta di escussione della fideiussione a garanzia del puntuale adempimento degli obblighi assunti con il contratto di locazione, per l'importo sopra indicato.

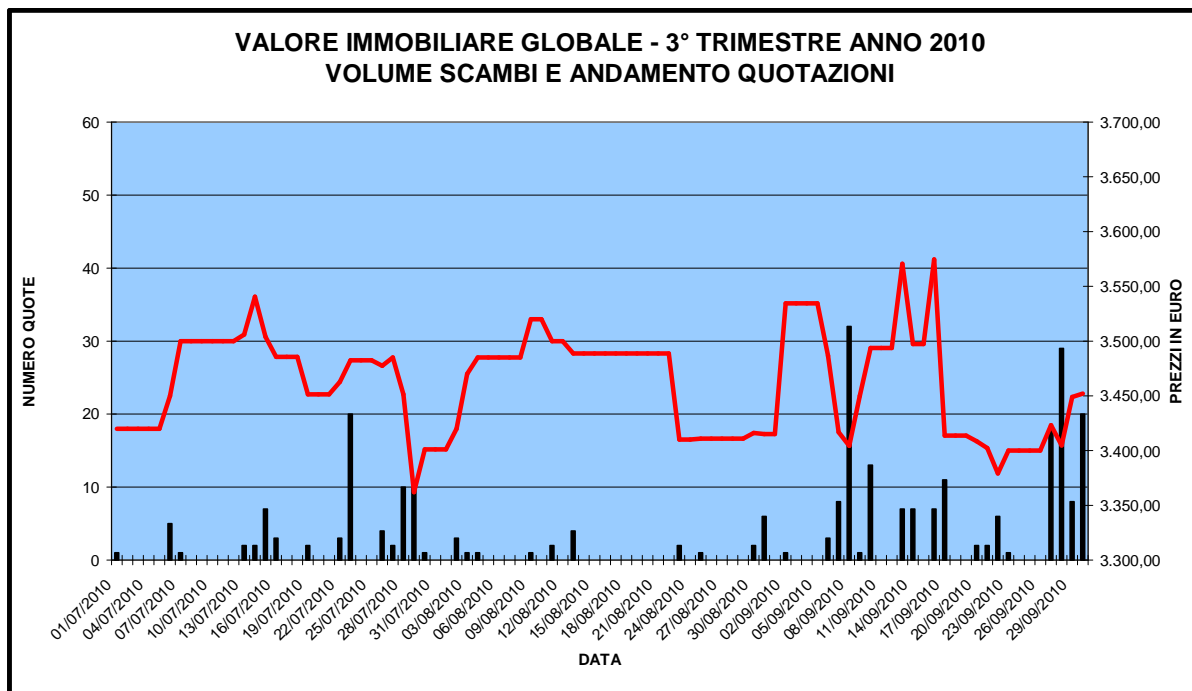
1.3.5 Andamento del valore della quota sul mercato

Nel grafico che segue è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato e dei volumi degli scambi nell'arco del periodo di riferimento.

La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo pari ad Euro 3.362,10 in data 29 luglio 2010 ed ha raggiunto quello massimo pari ad Euro 3.574,57 in data 16 settembre 2010.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 2,96 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 settembre 2010) è stato di Euro 3.452,09.



1.4 Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del trimestre di riferimento

Cessione della partecipazione azionaria nella Società di Gestione

Si informa che, nell'ambito di un più ampio progetto strategico teso alla riorganizzazione della struttura societaria del Gruppo Deutsche Bank in Italia, il 6 ottobre scorso è stata perfezionata la cessione della partecipazione detenuta dalla Deutsche Bank S.p.A. nella RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A. a favore della Filiale di Milano di Deutsche Bank AG.

In merito alla cessione dell'immobile di San Donato Milanese, via Milano 4, si rimanda a quanto già descritto al par. 1.3.

Milano, 28 Ottobre 2010

**Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
Domenico Cavallo**

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

