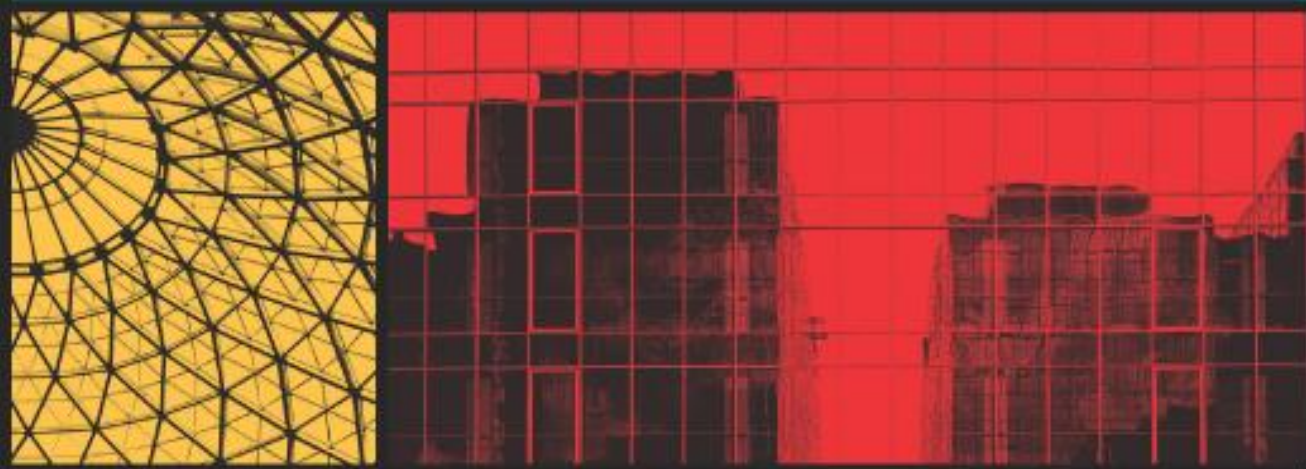


VALORE IMMOBILIARE GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso

Resoconto Intermedio di Gestione al 30 Settembre 2011



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.....	4
1.2.3 Il mercato immobiliare industriale.....	5
1.2.4 Il mercato degli immobili commerciali.....	6
1.3 ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO	8
1.3.1 Gestione immobiliare	8
1.3.2 Andamento dei contenziosi.....	9
1.3.3 Finanziamenti	9
1.3.4 Situazione locativa	9
1.3.5 Andamento del valore della quota sul mercato.....	10
1.4 FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL TRIMESTRE DI RIFERIMENTO	10

Premessa

Il presente “Resoconto intermedio di gestione al 30 Settembre 2011”, 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) 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: 49% immobili ad uso ufficio, 44% immobili ad uso logistica, 7% 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 4.558,46 (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 2011.

1.2.1 Scenario

Nonostante le perduranti difficoltà economiche, il 2010 ha registrato una lieve ripresa degli scambi immobiliari, sebbene le punte del 2007 siano ancora lontane. Nei cinque Paesi più importanti l’anno si è concluso con un fatturato immobiliare di oltre 600 miliardi di euro, che rappresentano una crescita dello 0,7 per cento rispetto all’anno precedente. Il fatturato in Eu27, invece, ha segnato un aumento del 2,6 per cento, superando 965 miliardi di euro.

Il primo semestre 2011 ha mostrato una ripresa più consistente in tutti i Paesi. Dopo tre anni consecutivi di forte calo, l’anno si dovrebbe concludere con il segno positivo anche per la Spagna, sebbene si tratti di una ripresa inferiore rispetto a quella degli altri Paesi.

Il 2011, nel complesso, dovrebbe registrare un aumento del fatturato del 2,3 per cento nei cinque Paesi più importanti, mentre la crescita dovrebbe raggiungere il 2,9 per cento a livello Eu27, con circa 994 miliardi di euro.

Tra i principali Paesi europei, l’andamento migliore riguarda la Francia, che dovrebbe vedere una crescita del fatturato in tutti i segmenti di mercato, con punte intorno al 7,7 per cento nel comparto industriale. Buone le previsioni per l’Inghilterra, che dovrebbe registrare un aumento medio del 2,8 per cento, mentre la Germania vedrà una crescita più modesta, dopo un 2010 nettamente migliore rispetto agli altri Paesi. Per la prima volta negli ultimi cinque anni non dovrebbero emergere segni negativi in nessun Paese e per nessun comparto.

La situazione europea risulta nettamente migliore rispetto a quella statunitense. Il fatturato, infatti, dovrebbe aumentare del 2,9 per cento in Eu27 contro lo 0,2 per cento degli Stati Uniti, il cui valore assoluto è ormai stato superato da quello europeo. Sulla base delle informazioni e dei commenti raccolti tra i principali operatori europei nelle scorse settimane (prima della bufera sulle Borse), le prospettive per il 2012 sono superiori a quelle dell’anno in corso.

A livello Eu5 si prevede un incremento del fatturato del 2,7 per cento e un più 3,2 per cento a livello continentale.

Tutti i mercati dovrebbero crescere. Non sono previsti incrementi di notevole entità, ma una ripresa di poco superiore all'inflazione prevista. In tutti i mercati si prevede un miglioramento negli scambi a fronte di prezzi che sono di poco superiori allo zero.

Anche la previsione per l'Italia è di un fatturato in crescita del 2 per cento nel 2012 sull'anno corrente. Dovrebbero andare meglio i mercati non residenziali dove si sta accumulando una discreta domanda (soprattutto in locazione). Un lieve incremento degli scambi nel residenziale (a circa 630mila compravendite) trainati dalle grandi città, già in netta ripresa. In tutti i mercati italiani ci si attende - come media del 2012 - prezzi in lieve salita, anche se resterà la disparità tra le varie zone urbane.

1.2.2 Il mercato terziario

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 mercato europeo, infatti, mostra una doppia velocità, con la crescita più vistosa in Germania e nei Paesi nordici, a fronte di una perdurante situazione critica in Grecia, Spagna, Portogallo e Irlanda.

Il fatturato di questo mercato nei cinque principali Paesi europei, alla fine del 2010, ammontava a 99,3 miliardi di euro, circa l'uno per cento in più rispetto all'anno precedente. Il 2011 si dovrebbe concludere con aumento più consistente, intorno al 2,7 per cento.

Gli ultimi mesi hanno registrato un aumento, seppure modesto, dei canoni. Si calcola una media intorno al 5 per cento in dodici mesi a livello europeo, con un'accentuazione del divario tra immobili di pregio e spazi secondari. Gli ultimi mesi del 2011 dovrebbero segnare una sostanziale stabilità, mentre il 2012 dovrebbe registrare qualche aggiustamento verso l'alto nella maggior parte delle piazze.

Il volume di transazioni è cresciuto di circa il 30 per cento, grazie soprattutto all'intensa attività registrata nei Paesi dell'Europa orientale.

La vacancy rate ha cominciato a diminuire a partire dagli ultimi mesi del 2010, assestandosi lievemente al di sotto del 10 per cento nell'Europa occidentale e intorno al 14 per cento nell'Europa centro-orientale. Entro la fine del 2011 si prevede un forte calo delle vacancy rate a Londra, mentre la percentuale più elevata di spazi vuoti riguarda il mercato di Amsterdam, con un livello di vacancy del 20,2 per cento, con la tendenza verso un ulteriore aumento nei prossimi mesi.

L'attività edilizia continua ad essere limitata e molti mercati mostrano una notevole carenza di spazi di qualità, mentre si registra un diffuso eccesso di offerta con riferimento agli immobili di classe C.

Nel 2010 il volume di transazioni in Ile-de-France ha registrato un aumento di circa il 15 per cento rispetto all'anno precedente, attribuibile soprattutto al consolidamento delle società ed agli spostamenti legati ad un processo di razionalizzazione degli spazi.

La domanda è concentrata sugli immobili superiori a 5mila mq. A Parigi i canoni di locazione sono stabili, con una lieve tendenza verso l'alto per gli immobili primari, soprattutto in considerazione della progressiva diminuzione di incentivi e sconti da parte dei proprietari. Al contrario, emerge ancora qualche lieve flessione delle quotazioni degli spazi secondari. La vacancy rate si aggira intorno al 7 per cento, anche se non supera il 5,5 per cento nel distretto centrale, mentre nel quartiere La Défense sfiora il 20 per cento, a causa della scadenza di un elevato numero di contratti di locazione. Anche nelle altre città francesi più importanti la vacancy è calata notevolmente, con forti differenze tra le aree di pregio e quelle secondarie.

Ottimo l'andamento del mercato tedesco, con un assorbimento delle nove città più importanti superiore del 19 per cento nel 2010 rispetto all'anno precedente. Il risultato è stato favorito dall'aumento delle transazioni degli spazi superiori a 10 mila mq, che erano state quasi completamente assenti nell'anno precedente. La vacancy rate è in graduale diminuzione nella maggior parte delle città, sebbene a Francoforte sia ancora piuttosto elevata. I canoni di locazione sono aumentati quasi dappertutto, fatta eccezione per Francoforte, dove sono stabili, e Amburgo, dove sono diminuiti lievemente. Il 2011 si dovrebbe concludere con un incremento medio intorno al 10 per cento rispetto all'anno precedente.

Gli ultimi mesi del 2010 e l'inizio del 2011 sono stati estremamente positivi per il mercato degli uffici non solo a Londra, ma anche nelle altre principali città inglesi, quali Glasgow, Bristol e

Manchester. Nella capitale, nel 2010 la City ha registrato l'assorbimento più elevato dell'ultimo decennio, accompagnato da un notevole calo delle vacancy rate e da un aumento dei valori intorno al 24 per cento. I Docklands hanno mostrato un buon andamento con canoni in salita di circa il 14 per cento. Il trend è stato positivo anche nel West End, con assorbimento raddoppiato rispetto all'anno precedente, vacancy rate non superiore al 4,6 per cento e crescita dei canoni intorno al 15 per cento. Anche l'attività di investimento è stata intensa in tutte le zone migliori di Londra, grazie alla presenza di un elevato numero di investitori internazionali ma, soprattutto, alla ripresa dell'attività da parte degli investitori locali. Il 2011 si dovrebbe concludere con transazioni in aumento, vacancy rate in forte calo e canoni in crescita in tutte le zone più importanti.

In Spagna il mercato degli uffici è ancora in forte difficoltà. A Madrid l'assorbimento è calato di quasi il 16 per cento negli ultimi dodici mesi e solo un quinto degli spazi occupati misura più di mille mq. La domanda è scarsa e proviene in larga maggioranza dalle società di servizi professionali e finanziarie. La vacancy rate è stabile, intorno al 12 per cento. E' più elevata nel distretto centrale, in quanto le società tendono a spostarsi nei quartieri semicentrali, con quotazioni più basse. I canoni di locazione sono calati sensibilmente e potrebbero registrare un ulteriore ridimensionamento nei prossimi mesi. Il trend è un po' migliore a Barcellona. All'inizio del 2010 si pensava che l'anno si sarebbe concluso come il peggiore nella storia, mentre in realtà il numero di transazioni è aumentato di circa il 15 per cento rispetto all'anno precedente. La domanda, però, proveniva in buona parte da società che lasciavano il centro per ridurre i costi, spostandosi nelle nuove aree terziarie. La vacancy rate è un po' più elevata rispetto a Madrid, in quanto a Barcellona nel 2010 sono stati conclusi alcuni nuovi progetti. I canoni di locazione sono scesi in modo evidente anche a Barcellona, ma negli ultimi mesi sembrano essersi stabilizzati.

In Italia il mercato degli uffici tra la fine del 2010 e la prima parte del 2011 ha superato la fase più difficile della crisi. I numeri complessivi indicano un miglioramento negli scambi e, pur in un quadro di stabilità, incrementi dei canoni in alcune zone. La realtà del mercato è molto diversificata. Mentre a Milano e Roma il mercato ha ripreso a crescere negli scambi soprattutto nei distretti centrali e terziari, nelle altre città ci sono pochi movimenti. Nei capoluoghi medi e piccoli invece mercato praticamente fermo, salvo attività della pubblica amministrazione locale o nazionale.

La domanda cerca immobili di classe A, ben posizionati, ma non è disponibile a pagare "premi" rispetto ai valori medi di zona. Questo porta al recupero da classe C a B. Il sostanziale blocco di attività dei fondi immobiliari e degli investitori esteri ha frenato le nuove iniziative e ha tolto liquidità all'intero sistema terziario. I pochi interventi pubblici non hanno compensato l'assenza dei privati.

A Milano si sono scambiati nel 2010 oltre 360mila mq, con un incremento del 13 per cento sull'anno precedente. In aumento i canoni nelle zone centrali con stabilità nelle altre. Nella capitale invece si sono superati i 230mila mq scambiati con un aumento del 14,3 per cento, con un forte sviluppo nelle zone centrali. Aumenti sia dei canoni che dei prezzi, anche se in linea con l'inflazione.

1.2.3 Il mercato immobiliare industriale

Il peggio sembra passato per la maggior parte dei mercati industriali europei, sui quali l'impatto della recessione mondiale è stato particolarmente pesante. Nel 2010 il fatturato dei cinque principali Paesi europei ha registrato un ulteriore calo del 2,1 per cento, ma il 2011 si dovrebbe chiudere con un recupero intorno al 3,0 per cento.

Prospettive migliori per il 2012. 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.

La vacancy rate si è stabilizzata nella maggior parte dei mercati logistici, in considerazione dell'aumento della domanda accompagnato da una scarsa attività edilizia speculativa.

Per la seconda parte del 2011 si attendono un maggior equilibrio tra offerta e domanda, una ripresa dell'attività edilizia speculativa solo nei mercati più dinamici e comunque in presenza di una domanda preesistente, una stabilizzazione dei canoni per gli immobili di seconda mano a fronte di un aumento degli spazi nuovi realizzati su misura.

Nonostante un lieve aumento della produzione industriale, il mercato industriale francese è ancora sottotono, caratterizzato da un atteggiamento di attesa delle società e da una situazione di stabilità dei valori, ancora sostenuti da un'aggressiva politica di incentivi da parte dei proprietari sia nel comparto logistico che in quello produttivo.

L'Ile-de-France concentra circa la metà dell'assorbimento di tutto il Paese. Gli altri mercati più importanti, come Lille e Lione, registrano un'attività modesta, guidata dallo spostamento delle società verso spazi con standard più elevati. La domanda si concentra sugli immobili nuovi, mentre quelli di seconda mano presentano vacancy rate sempre più alte. Non si prevedono variazioni significative nella seconda parte del 2011, che sarà ancora dominata dagli obiettivi di riduzione dei costi. Qualche segnale di ripresa è atteso a partire dalla primavera 2012.

Dopo un periodo complesso, anche il comparto industriale tedesco mostra notevoli segnali di miglioramento. Il volume di attività è aumentato quasi ovunque, con punte del 60 per cento ad Amburgo e del 22 per cento a Francoforte. La logistica dominerà il comparto industriale almeno per tutto il prossimo biennio. La crescente complessità del sistema produttivo comporta un sempre maggiore ricorso all'outsourcing in tutta Europa e, di conseguenza, si assisterà alla crescente domanda di spazi produttivi e logistici moderni, ben localizzati in Germania. I canoni di locazione sono stabili a Berlino e Monaco, hanno registrato un lieve ridimensionamento ad Amburgo e Düsseldorf, mentre a Francoforte sono in calo. Gli aumenti più consistenti caratterizzano le città di secondo livello, quali Essen, Brema, Lipsia. Infatti il mercato industriale tedesco non è concentrato su poche grandi città e si va affermando un progressivo allineamento dei valori tra un numero di metropoli piuttosto vasto.

Bisognerà attendere il 2012 per vedere evidenti segnali di ripresa nel mercato industriale inglese, ancora stagnante. Nei prossimi mesi sono attesi lievi aumenti dei canoni, anche se non in tutte le zone ed aree di mercato. I primi incrementi dovrebbero riguardare gli spazi nuovi e ristrutturati, quantificabili intorno al 3-5 per cento entro la fine dell'anno.

Gli spazi secondari, invece, continueranno ad essere in difficoltà ed i proprietari continueranno a concedere incentivi per mantenere o acquisire gli affittuari. Nonostante la carenza di spazi di alto livello, l'attività edilizia è ancora ferma, fatta eccezione per qualche isolato progetto di dimensioni modeste, comprese tra 500 e 2mila mq, nelle aree più richieste di Londra.

Il mercato industriale e logistico spagnolo continua ad essere depresso e non ha mostrato segnali di ripresa, con domanda ai minimi storici e quotazioni in costante calo dal 2007. Non è previsto l'ingresso sul mercato di nuove società e quelle operative portano avanti una politica di riduzione dei costi ed esternalizzazione dei servizi, che comporta lo spostamento in spazi di dimensioni minori. La domanda da parte delle società internazionali si concentra sugli spazi di alto livello qualitativo, con superfici superiori a 20 mila mq, con riferimento ai quali l'offerta è carente. I promotori, però, non sono in grado di realizzare nuovi progetti a causa del difficile accesso al credito.

Invece l'offerta di immobili di livello medio-basso è sempre più elevata, soprattutto nelle grandi città come Madrid, Barcellona e Valencia. Negli ultimi mesi i canoni delle aree più prestigiose sembrano essersi stabilizzati, mentre continuano a scendere nella seconda fascia.

La crisi economica ha colpito in modo particolare il comparto degli immobili industriali in Italia, soprattutto nel comparto dell'usato. Meglio il comparto logistico, per il quale il trend si conferma positivo nel corso del primo semestre 2011. La domanda è sostenuta, sul versante della produzione industriale (cresciuta del 2,4 per cento nei primi quattro mesi dell'anno, rispetto allo stesso periodo del 2010) dall'aumento della fabbricazione di macchine e attrezzature (più 14,4 per cento) e di gomma e materie plastiche (più 9 per cento). Meno influente invece la produzione di computer e prodotti elettronici che ha avuto un andamento negativo (meno 6,9 per cento). Sul lato della movimentazione delle merci, il comparto è stimolato dall'aumento delle esportazioni cresciute del 18,4 per cento nel primo trimestre 2011, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Inoltre, si registra un leggero incremento della terziarizzazione dei servizi logistici da parte delle aziende produttrici anche di piccole dimensioni. Infine, si assiste ad una riorganizzazione della propria rete da parte di alcuni operatori, che di fronte alla necessità di ridurre i costi, diminuiscono lo spazio utilizzato (o in alternativa si collocano in centri più grandi, ma multiclienti) e si spostano verso aree economicamente più vantaggiose.

1.2.4 Il mercato degli immobili commerciali

Il settore commerciale è quello che ha subito in modo meno pesante gli effetti della recessione mondiale ed è stato anche quello che ha mostrato i primi segnali di ripresa, pur in un contesto ancora molto difficile.

Nel 2010 il fatturato del comparto commerciale in Eu5 ha segnato una crescita del 2,2 per cento, nettamente più elevata rispetto agli altri settori e il 2011 si dovrebbe chiudere con un ulteriore aumento intorno al 3 per cento. In linea con il 2011 anche le previsioni per il prossimo anno.

In un contesto complessivamente incoraggiante, però, il trend è estremamente diversificato non solo tra un Paese e l'altro, ma anche all'interno della stessa nazione.

Alcune società sono fallite, altre hanno ridimensionato la propria attività e altre ancora sono in fase di ripresa.

L'offerta è aumentata in molti mercati, anche perché le società sono meno disposte rispetto al passato a pagare cifre elevate per accaparrarsi le localizzazioni migliori in considerazione dei profitti incerti.

La domanda è più selettiva e lo spostamento da un mercato dominato all'acquisto ad uno dominato dalla locazione ha comportato una generalizzata pressione sui canoni. Se nel settore uffici c'è una netta distinzione tra spazi primari e secondari, essa è meno evidente nel comparto commerciale.

L'inaccessibilità delle localizzazioni di pregio, infatti, ha reso appetibili immobili situati in zone meno pregiate con canoni più accessibili. Dunque il mercato secondario ha registrato una performance migliore rispetto a quello primario. Fanno eccezione gli immobili trofeo nelle principali città, che rappresentano un mondo a parte, toccato solo marginalmente dalla crisi.

L'attività edilizia relativa alla grande distribuzione è in crescita. Entro la fine del 2011 dovrebbero essere terminati 6,9 milioni di mq di nuovi centri commerciali in Europa, il 33 per cento in più rispetto al 2010, e nel 2012 se ne aggiungeranno 4,5 milioni. Il 28 per cento degli spazi totali verrà realizzato in Russia, seguita dal 15,3 per cento della Turchia. L'Italia si situa al terzo posto, con circa un milione di mq previsti entro la fine del 2012.

Il comparto commerciale francese ha mostrato una buona tenuta anche nella fase più critica. Negli ultimi dodici mesi il volume di attività è aumentato, grazie all'apertura di numerosi nuovi spazi da parte delle catene internazionali. Tuttavia permane un atteggiamento di prudenza da parte degli investitori, anche a causa della performance inferiore rispetto alle aspettative di un buon numero di punti vendita. Nei prossimi due anni l'attività edilizia sarà modesta, in quanto alcuni progetti sono stati posticipati, mentre sarà più intensa l'attività di ristrutturazione dei centri esistenti. Nei prossimi mesi si prevede un aumento della domanda dei negozi di lusso e dei complessi situati nei pressi dei principali nodi stradali all'interno e nella periferia esterna di Parigi. Inoltre offrono ottime prospettive gli spazi innovativi, quali discount, factory outlet, centri commerciali altamente tecnologici. I canoni di locazione dovrebbero restare stabili fino alla fine dell'anno nella maggior parte delle piazze.

Il calo della disoccupazione e l'aumento dei consumi hanno avuto un impatto positivo anche sul comparto commerciale tedesco. Gli ultimi mesi hanno registrato un notevole aumento della domanda da parte degli investitori internazionali, che considerano il mercato tedesco tra i più stabili e redditizi in Europa. Le aspettative sono di un moderato aumento dei valori nelle principali città nel corso del 2011, sebbene alcuni spazi secondari con uno scarso bacino d'utenza presentino ancora vacancy rate elevate e canoni fermi. La carenza di offerta di immobili di alto livello nelle zone di pregio delle città più importanti comporta un inasprimento della concorrenza tra gli affittuari e, per la prima volta dopo molti anni, le società sono disposte a pagare cifre elevate per aggiudicarsi gli spazi migliori. I rendimenti sono diminuiti nella maggior parte dei segmenti ed il mercato degli investimenti è ancora dominato dalle assicurazioni e dai fondi pensione ed immobiliari.

A differenza del comparto uffici, la ripresa del retail in Gran Bretagna è più lenta rispetto alle previsioni, a causa dell'aumento della disoccupazione e del potere di spesa ancora debole. A Londra la domanda è concentrata sugli spazi di grandi dimensioni nelle localizzazioni primarie. La vacancy rate media della città si aggira intorno all'11,5 per cento, mentre in Oxford Street è vicina allo zero. A livello nazionale, l'area centrale di Londra ha una vacancy rate di un terzo rispetto alla media del Paese. I canoni sono aumentati di circa il 15 per cento nelle aree di pregio di Londra, mentre Glasgow, Manchester e Bristol hanno registrato una flessione variabile intorno al 5 per cento. Nei centri commerciali la domanda si concentra sugli spazi più grandi, richiesti dalle società internazionali in fase di espansione, mentre i proprietari sono costretti a concedere sconti ed incentivi per piazzare gli spazi più piccoli. Nell'ultimo periodo si calcola che circa il 60 per cento degli spazi medio-piccoli sia rimasto sul mercato per almeno 12 mesi, contro il 35 per cento di due anni fa.

La situazione del comparto commerciale spagnolo è meno drammatica rispetto al residenziale e agli uffici, grazie soprattutto alla presenza di un numero molto elevato di società ed investitori internazionali. Tuttavia, si tratta di un mercato a doppia velocità: i negozi di lusso e i centri commerciali di alto livello, situati in posizione strategica e con un buon mix di servizi, hanno visto diminuire le vacancy rate ed aumentare i canoni. Al contrario gli spazi di medio livello hanno vacancy estremamente elevate e canoni in costante diminuzione e un buon numero di spazi ha chiuso o lo farà nel prossimo futuro.

L'attività edilizia ha rallentato in modo brusco ma è ancora presente: si calcola l'apertura di circa 600mila mq di spazi nel biennio 2011-2012 contro 835mila l'anno nel periodo 2004-2008.

Il panorama della distribuzione continua ad essere caratterizzato da continue e profonde trasformazioni. Il driver di cambiamento è l'innovazione. Si assiste, da parte dei grandi gruppi, ad una rivalutazione dei format di prossimità, proposti in maniera innovativa, con mix di colori, dotati di un'accurata esposizione, ambientazioni gradevoli e continuo rinnovo dello stock. L'offerta cerca di creare un sistema di relazioni tra consumatore e venditore più vicino a quello tradizionale. Vengono creati così centri commerciali di prossimità, con mix di offerta e tipo di servizio simile a quello di un centro commerciale tradizionale ma con dimensioni contenute e collocato sotto casa.

Il mercato immobiliare commerciale in Italia, in questa prima metà dell'anno, si è mantenuto moderatamente positivo. Le transazioni tendono a concentrarsi soprattutto sulle grandi superfici o sui centri commerciali. Le piccole e medie superfici, invece, hanno una quota minoritaria. Si avverte un maggiore interesse da parte degli investitori, soprattutto internazionali, che si focalizzano prevalentemente su shopping center performanti. Fanno ben sperare in un andamento positivo del comparto i numerosi progetti in corso di realizzazione (2011-2015): ben 85 iniziative sparse sul territorio nazionale per un totale complessivo di oltre 2,3 milioni di Gla. Di queste, tre sono state già aperte nel corso del primo semestre dell'anno: Retail Park Fiume Veneto (Pn) per complessivi 15mila mq di Gla; Centro commerciale Punta di Ferro (Fc), di 21mila di Gla; infine, Centro Sicilia di Misterbianco (Ct), di 100mila mq di Gla. Per quanto riguarda la piccola distribuzione, si registra un maggior interesse da parte dei gruppi di franchising, mentre si tende a lasciare le prime location più costose soprattutto da parte delle grandi firme laddove livello dei canoni ed introiti non sono allineati.

1.3 Attività di gestione del Fondo

Nel corso del terzo trimestre 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*.

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 2011 non vi erano investimenti in titoli in portafoglio.

1.3.1 Gestione immobiliare

Alla data del presente Resoconto, il portafoglio del Fondo comprende n. 5 immobili, aventi destinazione d'uso direzionale, commerciale e logistica prevalentemente situati nel Nord – Ovest e in parte residuale nel Centro Italia.

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 locatè. Il rilascio dell'immobile è avvenuto in data 20 settembre 2011 secondo gli accordi raggiunti.

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 nel Relazione Semestrale al 30 giugno 2011.

Fallimento Holding dell'Arredo

Come meglio precisato nella sezione 1.3.4 "Situazione Locativa" del presente Resoconto, si rammenta che in data 5 gennaio 2011 il Tribunale Fallimentare di Roma ha dichiarato il fallimento della società Holding dell'Arredo S.p.A. (già Emmelunga S.p.A.), conduttrice dell'immobile sito in Corsico, Via Delle Industrie.

La Società si è insinuata nel fallimento richiedendo il pagamento dei canoni scaduti e a scadere nonché la restituzione dell'immobile ed ha proposto domanda di verifica dello stato passivo all'udienza del 3 marzo 2011, poi rinviata al 30 settembre 2011 per i medesimi incombenti. In tale ultima data il giudice si è riservato.

1.3.3 Finanziamenti

Al 30 settembre 2011 il Fondo presenta un indebitamento finanziario per un importo complessivo di Euro 40,4 milioni. 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 2,2620%% rispetto al 2,0150%% registrato al 30 giugno 2011.

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 ^(**)
<i>cap rate</i> :	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

In relazione all'immobile di Corsico, Via Delle Industrie, si rammenta che in data 5 gennaio 2011 il Tribunale Fallimentare di Roma ha dichiarato il fallimento della società Holding dell'Arredo S.p.A., conduttrice dell'immobile in discorso, e si segnala che la Società di Gestione ha provveduto all'escussione della parte residua della fideiussione, per un importo pari a € 189.747,13 a fronte del credito derivante dai canoni relativi al primo trimestre 2011. Tale importo è stato incassato in data 5 Aprile 2011.

Ad oggi l'importo residuo dovuto e non corrisposto è pari a € 93.702,69. La Società di Gestione ha affidato mandato ad uno studio legale di espletare le formalità relative al fallimento *de quo* e per

ottenere il rilascio dei locali da parte della conduttrice fallita, intensificando, inoltre, anche con il supporto dell'Asset Manager del Fondo, le attività di ri-commercializzazione degli spazi.

In relazione all'immobile di Milano, Via Procaccini e facendo rinvio a quanto rappresentato nella sezione 1.3.1. si informa che la SGR, anche per il tramite di agenti immobiliari coordinati dall'asset manager del Fondo, ha intensificato le attività volte alla ricerca di nuovi conduttori per la rilocazione degli spazi sfitti.

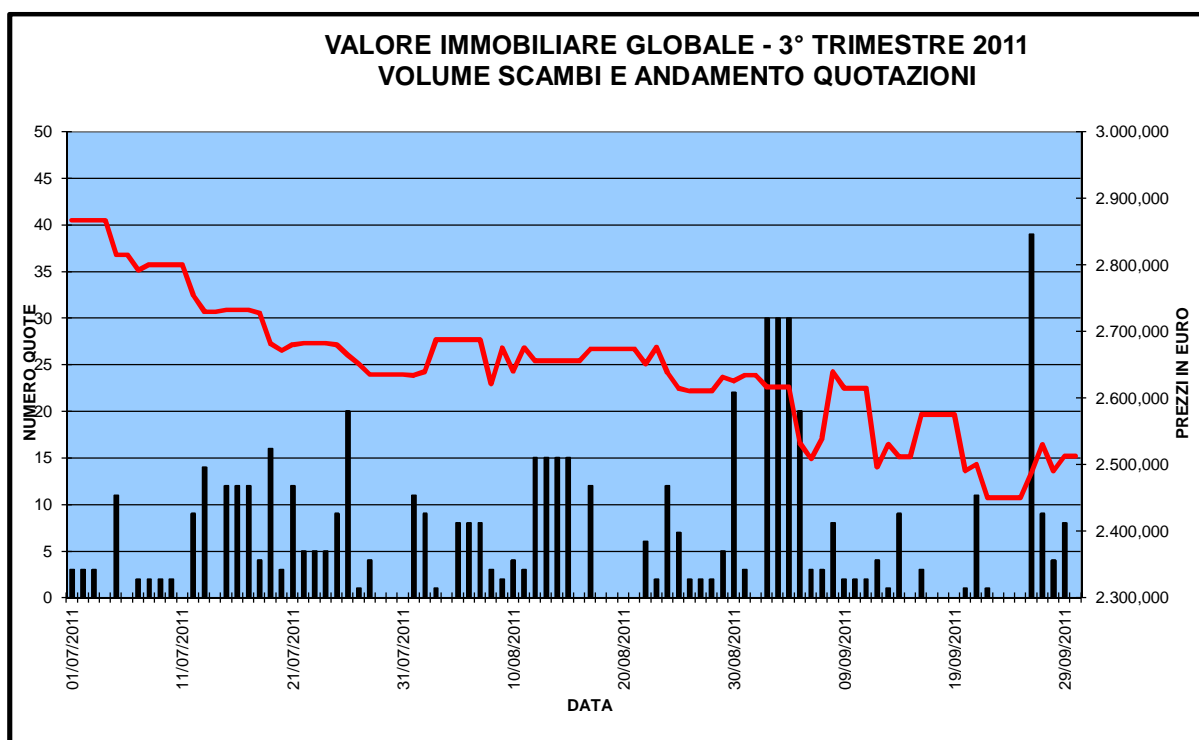
1.3.5 Andamento del valore della quota sul mercato

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 2.450,00 in data 22 Settembre 2011 ed ha raggiunto quello massimo pari ad Euro 2.866,67 in data 1 Luglio 2011.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 6,34 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 Settembre 2011) è stato di Euro 2.512,50.



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

Modifica della Banca depositaria

Si comunica che la Banca Depositaria State Street Bank GmbH, nell'ambito di un processo di razionalizzazione della propria presenza sul territorio nazionale, ha deliberato la cessione del ramo d'azienda rappresentato dalla propria Succursale di Milano a favore di State Street Bank S.p.A., banca italiana facente capo al Gruppo State Street, leader nel mercato domestico nell'attività di securities services. La cessione ha ad oggetto anche i contratti con la clientela della Succursale ed è efficace dal 1° ottobre 2011. Pertanto, per effetto di tale cessione, dalla data di efficacia della stessa, State Street Bank S.p.A. rappresenta la nuova Banca Depositaria e svolgerà i servizi prestati da State Street Bank GmbH – Succursale di Milano, essendo subentrata nei contratti e

nelle convenzioni facenti capo alla Succursale, senza soluzione di continuità e a parità di condizioni economiche.

A seguito della suddetta variazione della Banca Depositaria, il Consiglio di Amministrazione della Società ha approvato in data 23 settembre 2011 le relative modifiche al Regolamento del Fondo.

Milano, 25 Ottobre 2011


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

