



**RESOCONTO INTERMEDIO DI GESTIONE  
AL 31/03/2010**

**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE  
CHIUSO**

**“ VALORE IMMOBILIARE GLOBALE”**

# Indice

<b>PREMESSA</b> .....	<b>3</b>
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.....	6
1.3 ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO .....	7
1.3.1 Gestione immobiliare.....	7
1.3.2 Andamento dei contenziosi .....	7
1.3.3 Finanziamenti .....	8
1.3.4 Situazione locativa.....	8
1.3.5 Altre informazioni.....	<i>Error! Bookmark not defined.</i>
1.4 ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO .....	8
1.5 FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL TRIMESTRE DI RIFERIMENTO .....	9

## Premessa

Il presente “Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 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](http://www.rreef.com/italy)) nonché sul sito di Borsa Italiana ([www.borsaitaliana.it/borsa/quotazioni/fondi-chiusi.html](http://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: 60% immobili ad uso ufficio, 34% immobili ad uso logistica, 6% 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 dicembre 2009.

#### 1.2.1 Scenario

Il quarto trimestre del 2009 ha registrato un lieve miglioramento in alcuni indicatori dei mercati immobiliari europei, dopo un anno di recessione.

Pur in un clima ancora scettico e prudente, soprattutto a causa dell’elevata disoccupazione e dell’ancora incerta situazione del credito, è in graduale aumento la fiducia tra gli investitori istituzionali e le famiglie. La maggior parte dei mercati dovrebbe aver raggiunto il punto più basso del ciclo e nel 2010 si prevede un significativo afflusso di capitali in cerca di opportunità vantaggiose di investimento.

Il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che nel 2009 ha registrato un calo di circa il 12 per cento rispetto al 2008, dovrebbe risalire almeno di un punto percentuale nel corso del 2010, superando 600 milioni di euro. La variazione annua sarà più positiva a livello Eu27, con un aumento previsto intorno al 2,5 per cento.

Notizie confortanti provengono dal settore residenziale, che era stato duramente penalizzato nel corso del 2009 sia dalla restrizione al credito che dal crollo dei prezzi nella maggior parte delle piazze. Si prevede un atteggiamento leggermente più “generoso” da parte delle banche ed una fase di stabilità, o di lieve aumento dei prezzi, anche se ci vorrà parecchio tempo prima che le quotazioni ritornino ai livelli pre-crisi.

La fase ascendente riguarderà quasi tutti i Paesi europei; l’eccezione più evidente è la Spagna, dove il calo dei prezzi proseguirà anche nel 2010. In tutta Europa si assisterà ad un progressivo allargamento della forbice tra top location, con un andamento positivo, e immobili di livello medio o situati in posizioni marginali, ancora con mercato stagnante o in crisi. Per una vera ripresa dell’attività edilizia bisognerà aspettare il 2012, anche se in qualche Paese riprenderà prima.

Il 2010 sarà un anno ancora difficile per il comparto uffici, dal momento che la disoccupazione frena la domanda di spazi nella maggior parte dei mercati. Fanno eccezione le top location, sostenute da una domanda internazionale in cerca di investimenti in grado di offrire un buon

reddito. Tra i mercati caratterizzati da un trend positivo emergono le principali città tedesche, Londra e le capitali scandinave, mentre le metropoli dell'Europa orientale, oltre alle città spagnole, si trovano in una situazione più complessa, con diminuzione dei canoni e aumento del vacancy rate.

Nonostante il sensibile rallentamento dell'attività edilizia, il comparto dei centri commerciali mostrerà un andamento complessivamente positivo, soprattutto con riferimento ad alcune tipologie, quali i complessi situati nel centro delle grandi città ed i discount. Un rallentamento dell'attività, invece, caratterizzerà i grandi centri situati nelle aree periferiche delle metropoli, in considerazione del rendimento più limitato. Tra i mercati più dinamici emergeranno il tedesco e il francese.

Una situazione stagnante, infine, è prevista per il comparto industriale, frenato soprattutto dalla carenza di offerta di alto livello qualitativo, in grado di attirare l'interesse degli investitori istituzionali nella maggior parte delle piazze. Anche la logistica avrà un andamento negativo, salvo comparti di nicchia (come il freddo).

Il settore dei fondi immobiliari europei, che ha mostrato una buona tenuta nel 2009, dovrebbe risultare ulteriormente potenziato nel corso del 2010. Prospettive favorevoli anche per i Reits, che nel 2009 sono stati penalizzati dagli andamenti di Borsa. Gli strumenti di risparmio gestito registrano rendimenti superiori alla maggior parte degli strumenti finanziari e agli investimenti immobiliari diretti.

Nel complesso, il primo semestre 2010 dovrebbe confermare e consolidare i primi segnali di ripresa emersi nell'ultimo trimestre 2009, sebbene alcune città e alcuni mercati saranno ancora in difficoltà. Una ripresa più decisa dei mercati è attesa tra la seconda parte del 2010 e la prima parte del 2011.

L'anno 2009 si chiude per il mercato immobiliare italiano con il peggior risultato del nuovo secolo. Il fatturato è sceso del 10,2 per cento, collocandosi sotto la soglia dei cento miliardi di euro.

Tutti i mercati hanno avuto andamenti negativi, pur con differenze. Le quotazioni hanno segnato cali oscillanti tra il meno 5 e il meno 15 per cento pressoché ovunque. In contrazione anche i canoni di locazione.

In aumento i rendimenti nei mercati non residenziali, dove la scarsità degli investitori istituzionali (italiani ed esteri) ha alzato il livello di competizione nell'offerta.

Nella maggior parte dei Paesi occidentali i cali sono stati però superiori a quanto rilevato in Italia, dove la domanda continua ad essere significativa in tutti i comparti. Gli scambi sono stati frenati dalla rarefazione del credito e dalle incertezze legate all'occupazione e alla tenuta dei consumi.

Siccome la maggior parte delle cause che hanno creato questo "annus horribilis" per l'immobiliare sono esterne, il loro miglioramento (attualmente in corso, anche se a ritmi ancora blandi) può determinare una inversione di tendenza in tutti i comparti.

E infatti le previsioni per il 2010, con il presente aggiornamento, sono riviste al rialzo rispetto a settembre. La tenuta della domanda residenziale, in aumento negli ultimi mesi, dovrebbe portare ad un significativo incremento degli scambi, anche se non ancora delle quotazioni.

Anche nel settore turistico e alberghiero, dopo un anno in cui il mercato si è ridotto quasi di un terzo, è attesa una importante ripresa degli scambi e delle quotazioni.

Nel settore terziario il ritorno degli investitori italiani (anche per effetto delle risorse da scudo fiscale) ed esteri, accompagnato ad un incremento della domanda di miglioramento funzionale, è previsto un deciso miglioramento degli scambi e una tenuta delle quotazioni sui livelli attuali.

Il settore degli immobili d'impresa (industriale e logistica) si lascia alle spalle un biennio particolarmente negativo ma è possibile un leggero miglioramento, soprattutto nel campo della logistica di qualità e nel rinnovo degli impianti. Canoni in ribasso e rendimenti in lieve salita.

Il miglior clima economico dovrebbe avere rapidi e positivi impatti sul settore del commercio. La grande distribuzione organizzata dovrebbe avere un miglioramento più deciso con la ripresa di diversi progetti che erano rimasti in stand by durante gli scorsi diciotto mesi. La piccola distribuzione, anche se in un trend di costante riduzione, dovrebbe vedere incrementi nei prezzi e nei canoni per le migliori posizioni.

## TAVOLA 1

## ANDAMENTO DEL FATTURATO IMMOBILIARE ITALIANO

(valore dei beni scambiati)

Paese	Mercato	2009		2010 <sup>(c)</sup>	
		Mln di euro	Var. % sul 2008	Mln di euro	Var. % sul 2009
Italia	Residenziale	89.500	-10,0	91.500	2,2
	Turistico	1.700	-32,0	2.000	17,6
	Terziario/uffici	7.100	-6,6	7.500	5,6
	Industriale	3.600	-20,0	3.800	5,6
	Commerciale	7.500	-2,6	7.900	5,4
	<b>TOTALE</b>	<b>109.400</b>	<b>-10,2</b>	<b>112.700</b>	<b>3,0</b>

<sup>(c)</sup> Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**1.2.2 Il mercato terziario**

Rispetto a quanto successo nelle altre grandi città europee, il mercato degli uffici a Milano e Roma ha resistito meglio. Gli scambi sono stati inferiori di circa il 20 per cento rispetto all'anno precedente, ma prezzi e canoni sono stati nel complesso stabili. I grandi investitori italiani e stranieri hanno concentrato in queste due città gli acquisti e hanno privilegiato il comparto uffici perchè più difensivo nei momenti di crisi.

Il vacancy nelle due città si colloca ancora sotto il dieci per cento, ma è quasi vicino a zero per gli immobili di classe "A", comunque pochi in queste due città. A fine anno, e il trend è previsto in forte incremento nel corso del prossimo anno, si sono affacciati compratori con capitali derivati dallo "scudo fiscale" alla ricerca di rendimenti piuttosto stabili. Questo, unito ad un incremento nella disponibilità degli investitori italiani ed esteri tradizionali, porta a stime più positive per il prossimo anno.

A rallentare il potenziale del mercato c'è la "freddezza" degli istituti di credito nel finanziare il settore degli immobili core. Pertanto le operazioni avvengono con una leva che raramente supera il 60 per cento, e questo non dovrebbe cambiare molto nel corso del 2010.

Negli altri capoluoghi il mercato degli uffici è stato molto debole nel corso del 2009. Scambi più che dimezzati in un anno, anche in città importanti come Torino e Bologna. Prezzi e canoni sono in discesa e solo nella seconda metà del 2010 potrebbe esserci una stabilizzazione. Negli altri capoluoghi mercati quasi fermi, con qualche movimento determinato dalla pubblica amministrazione locale o nazionale.

A livello nazionale il 2009 si chiude con un fatturato di 7,1 miliardi di euro (calo del 6,6 per cento). Ma nel 2010 è atteso un incremento del 5,6 per cento sino a 7,5 miliardi di euro, per la maggior parte da realizzarsi nelle due grandi città.

**1.2.3 Il mercato immobiliare industriale**

La crisi economica ha ridotto del 20 per cento il fatturato degli immobili ad uso industriale e logistica. Si sono ridotti gli scambi e le quotazioni in modo significativo, con punte del 50 per cento.

Ad essere più penalizzato il comparto degli immobili industriali usati, per i quali non ci sono acquirenti, a meno che le aree non siano riconvertibili a residenziale (ma comunque sono pochi gli investitori per queste operazioni di sviluppo). Rimane enorme l'invenduto di recente realizzazione, soprattutto nel nord-est.

Il fatturato del 2009 è stato, a livello nazionale, di 3,6 miliardi di euro, ma per l'anno prossimo è possibile un incremento per effetto di un miglior andamento economico e quindi di nuovi investimenti in impianti e strutture.

L'andamento dei servizi logistici nel 2009 ha subito un rallentamento in parallelo con quello dell'economia globale. Infatti, dopo un primo semestre di marcata stagnazione, nella seconda metà dell'anno il comparto ha beneficiato di un ritorno alla crescita dei principali mercati, sia emergenti che di alcuni avanzati, e dell'incremento, seppur contenuto, del volume delle merci transitate negli interscambi mondiali. Tuttavia, essendo la logistica un'industria trasversale ai diversi settori economici, gli andamenti sono stati differenziati tra i distinti comparti: più enfatizzati nel manifatturiero (ad un forte rallentamento ha seguito una lenta e debole ripresa), meno forti in quello dei consumi primari (principalmente nel food, che ha mantenuto discreti livelli di crescita). Allo stesso modo gli operatori maggiormente penalizzati sono stati quelli specializzati in alcune aree, principalmente in attività trasportistiche (corrieri in primis), mentre le aziende a più ampio raggio sono riuscite a ridistribuire il rischio tra i diversi settori operativi.

In Italia si è registrata una diminuzione della domanda di servizi logistici proveniente soprattutto dai settori dei derivati, chimici e materie prime e da aziende produttrici nel settore manifatturiero. Molte imprese sono state costrette ad internalizzare la logistica per necessità di riallocazione delle risorse in esubero, sia di personale che di spazi, che si sono venuti a creare con il calo della produzione. Nonostante questo, si sono verificati anche numerosi cambi di contratto, soprattutto per scadenza dei termini, che hanno mantenuto un po' vivace il mercato dei servizi con numerose gare aperte agli operatori. In media il fatturato delle aziende operative sul territorio nazionale è diminuito di circa il dieci per cento, rispetto all'anno precedente.

Il mercato degli immobili ad uso logistico in Italia conferma ancora nella seconda metà dell'anno la scia di rallentamento sulla quale si era posizionato ormai da oltre un anno. In relazione alla domanda, l'andamento è stato caratterizzato, da un lato, dalla scarsa richiesta di spazi da destinare ai servizi logistici per nuovi contratti di outsourcing. Dall'altro, da una discreta vivacità per cambio di capannone passando da piccole dimensioni (5.000 – 10.000 mq) con soluzioni monoclienti, a quelle più grandi (20.000 – 30.000 mq) per servizi multiclienti, tali da consentire una riduzione dei costi operativi.

In riferimento all'offerta, è aumentato molto il vacancy rate e lo sviluppo speculativo si è completamente fermato. Si costruisce soltanto se si ha il capannone già preaffittato, infatti, numerose iniziative di nuova realizzazione rimangono ancora disponibili sul mercato.

I canoni di locazione hanno subito una forte diminuzione, con una media che oscilla tra meno 15 o 20 per cento, rispetto all'anno precedente. Anche i prezzi di vendita sono diminuiti, anche se in minor misura, ed i rendimenti sono saliti all'8,0 – 8,5 per cento.

#### **1.2.4 Il mercato degli immobili commerciali**

La riduzione globale dei consumi ha fatto temere il peggio per il commercio mondiale. Trascorsa la prima metà del 2009, la più temuta, il fenomeno si è attenuato, anche se in maniera modesta.

Uno degli elementi che ha contribuito in maniera significativa a fermare la caduta dei consumi è stata la riduzione dei prezzi applicata dai retailer su numerosi prodotti. Quelli maggiormente interessati sono stati i generi alimentari della catena del freddo, bevande, cibo confezionato ed i prodotti dedicati alla persona. Lo scenario dei retailer si è trasformato in un palcoscenico di estrema competizione, dove si premia la qualità, l'efficienza e la capacità di capire e anticipare la domanda.

La strategia dei gruppi della distribuzione moderna presenti in Italia mira sia alla riduzione dei prezzi che alla creazione di nuovi servizi (ad esempio introdurre nei centri commerciali trattamenti di bellezza, servizi artigianali come lavori di muratura o riparazioni idrauliche, oppure, assistenza computer, vendita biglietti per concerti o pagamento bollette). Sebbene le criticità dei consumi siano state elevate, tutte le grandi catene commerciali hanno confermato i propri piani di sviluppo 2009 – 2012.

L'andamento del mercato immobiliare del commercio in Europa nella seconda metà del 2009 è stato ancora caratterizzato da una sensibile debolezza. Sebbene si sia registrato un leggero miglioramento, grazie ad un clima di fiducia più rassicurante tra gli investitori, il mercato è rimasto fragile a causa della difficoltà di accesso al credito e della mancanza di prodotto di qualità. Queste condizioni hanno determinato, da un lato, il ribasso dei canoni di locazione, dall'altro, l'innalzamento del livello di rischio per minori controlli nella scelta dei tenant.

Anche in Italia il mercato degli immobili commerciali ha seguito un andamento lento che si è confermato nella seconda metà del 2009. Tuttavia, si sono effettuate transazioni di rilievo, sia nel primo che nel secondo semestre dell'anno, che mettono in luce l'interesse degli investitori verso il mercato italiano. Alcuni progetti di sviluppo hanno rinviato al 2010 l'apertura prevista nel 2009, ma quelli portati a compimento non hanno subito particolari difficoltà nel processo di commercializzazione. Sono state avviate anche alcune iniziative di sviluppo (nelle province di La Spezia, Bergamo e Catania) e altre strutture sono state inaugurate recentemente.

Il fatturato degli immobili commerciali in Italia chiude il 2009 con un ammontare complessivo di 7,5 miliardi di euro, registrando una variazione rispetto all'anno precedente di meno 2,6 per cento. Le quotazioni risultano quasi invariate per quanto riguarda i prezzi di vendita, più 0,5 per cento rispetto al 2008, e diminuzioni nei canoni di locazione, meno 2,0 per cento nello stesso periodo di riferimento. Ne risulta un aumento considerevole dei rendimenti. Le variazioni possono discostarsi di molto dalle singole realtà geografiche e/o tipologie di immobili, data la forte frammentarietà che caratterizza il mercato.

### **1.3 Attività di gestione del Fondo**

---

In data 4 gennaio 2010, la Duemme SGR, in nome e per conto del fondo immobiliare chiuso "Schroder Italian Property Fund n°2", ha inviato un'offerta irrevocabile d'acquisto per l'immobile sito in San Donato Milanese, Via XXV Aprile, 4 (lotto IIIA) al prezzo complessivo di Euro 35.500.000. Tale offerta è stata formalmente accettata dalla SGR in data 14 gennaio ed è stato inoltre corrisposto alla SGR il 10% del prezzo (pari ad Euro 3.550.000) a titolo di caparra confirmatoria all'atto di sottoscrizione del contratto preliminare, avvenuto in data 27 gennaio 2010. In data 23 febbraio 2010 è stato perfezionato il contratto definitivo di compravendita dell'immobile con versamento contestuale del saldo prezzo per Euro 31.950.000.

Nel rispetto del Regolamento il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione ha deliberato con l'approvazione del Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2009 un ulteriore rimborso parziale pro-quota per Euro 236,81 per complessivi Euro 7.305.588,50 e la distribuzione di un provento lordo pro-quota di Euro 56,80 per complessivi Euro 1.752.280,00.

Il provento ed il rimborso sono stati corrisposti in data 11 marzo 2010 (data stacco 8 marzo 2010) tramite Monte Titoli S.p.A.

Al netto del rimborso parziale sopra menzionato, il valore nominale di ogni singola quota, originariamente pari ad Euro 5.164,57, risulta pari ad Euro 4.752,76.

#### **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.

Anche nel corso del primo trimestre 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, pur vagliando di volta in volta le possibili opportunità di nuovi investimenti o di disinvestimento.

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 nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre.

### 1.3.3 Finanziamenti

Al 31 marzo 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 1,315% rispetto al 1,374% registrato al 31 dicembre 2009.

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 <sup>(*)</sup>
Inizio:	22/12/2006
Termine:	30/01/2015
Valore nominale di riferimento:	40.400.264
Premio pagato:	705.000 <sup>(**)</sup>
<i>cap rate</i> :	4,85%

(\*) data negoziazione iniziale 30/03/2007

(\*\*) premio originariamente pagato a fronte dell'integrazione del 30/03/2007

### 1.3.4 Situazione locativa

Si segnala che la società Accord Italia S.p.A., locataria di una porzione dell'immobile di Milano, Via Messina (Torre C), a seguito di regolare disdetta, ha rilasciato gli spazi nello scorso mese di marzo. La Società, dal ricevimento della disdetta nel marzo 2009, si è attivata per la commercializzazione dei relativi spazi.

## 1.4 Andamento del valore della quota sul mercato

---

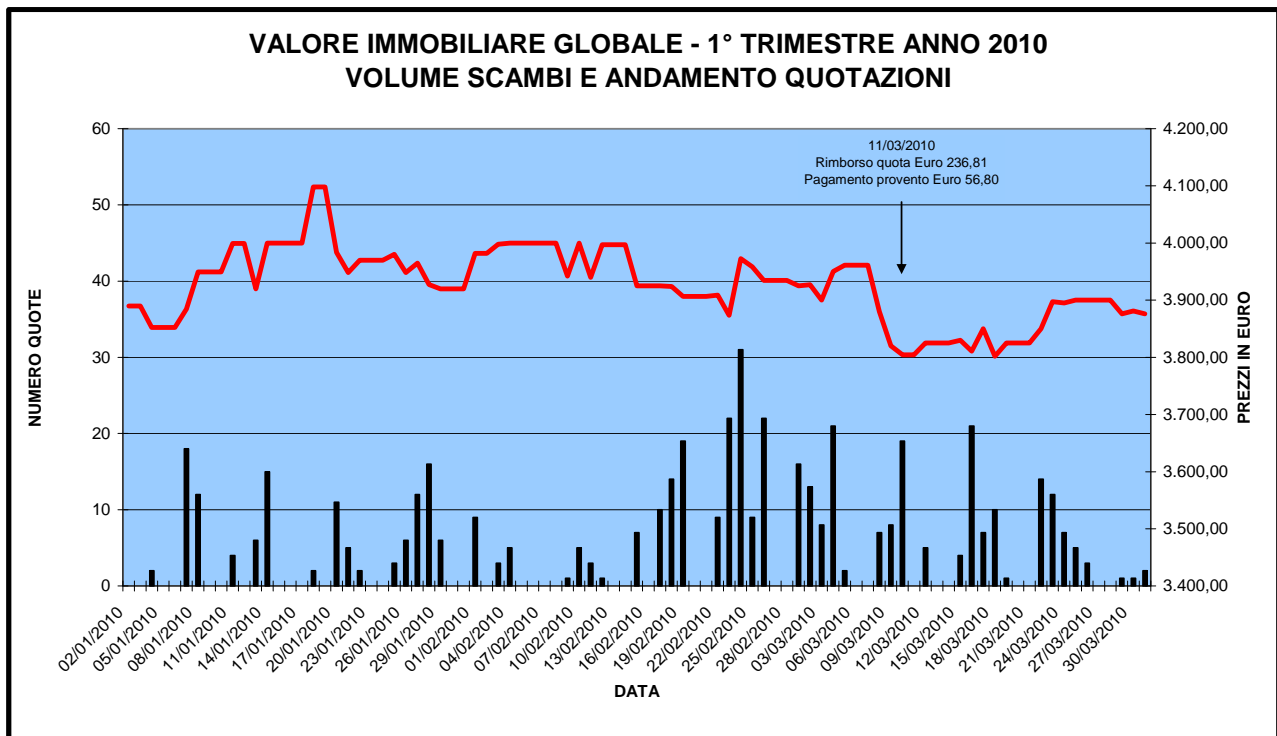
Nel grafico che segue è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato e dei volumi degli scambi nell'arco del periodo di riferimento.

La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo pari ad Euro 3.801,80 in data 18 marzo 2010 ed ha raggiunto quello massimo pari ad Euro 4.098,00 in data 18 gennaio 2010.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 5,36 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (31 marzo 2010) è stato di Euro 3.876,10.





### 1.5 Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del trimestre di riferimento

Non si segnalano ulteriori fatti di rilievo.

Milano, 22 Aprile 2010

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