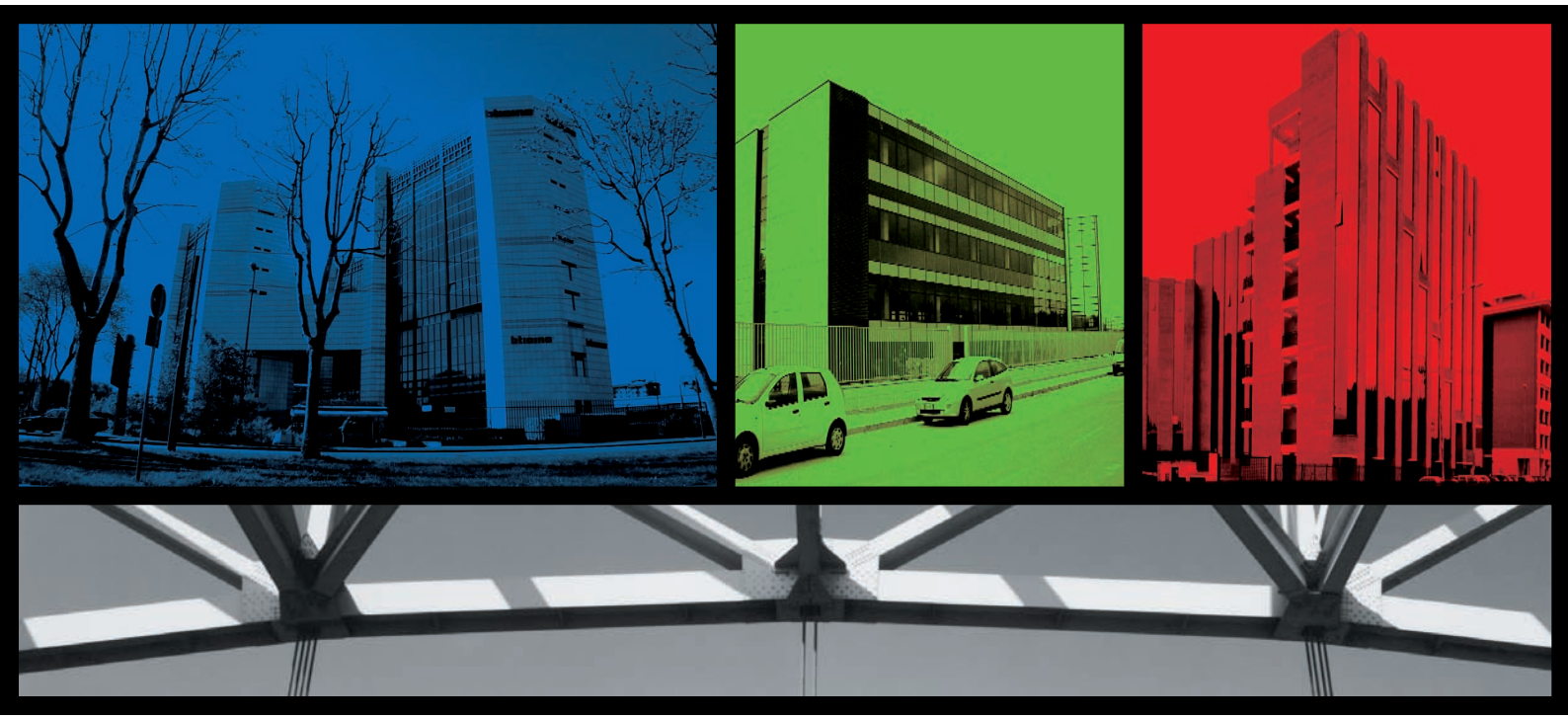
RREEF FONDIMMOBILIARI SGR

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

VALORE IMMOBILIARE GLOBALE



A Member of the Deutsche Bank Group

RREEF

Indice

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI 1

1.1 ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO 1

1.1.1 Gestione immobiliare 2

1.1.2 Gestione mobiliare 5

1.1.3 Gestione finanziaria 5

1.1.4 Analisi delle performance 6

1.2 DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE 7

1.3 ANDAMENTO DEI SETTORI IMMOBILIARI DI INTERESSE 8

1.3.1 Il mercato immobiliare italiano 8

1.3.2 Il mercato terziario 8

1.3.3 Il mercato immobiliare degli alberghi 9

1.3.4 Il mercato degli immobili ad uso commerciale 11

1.3.5 Il mercato degli immobili logistici 12

1.4 CORPORATE GOVERNANCE 12

1.5 ALTRE NOTIZIE 12

1.6 FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO 15

SEZIONE PATRIMONIALE 16

SEZIONE REDDITUALE 18

NOTA INTEGRATIVA 20

PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA 20

PARTE B - LE ATTIVITÀ, LE PASSIVITÀ E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO 21

Sezione I - Criteri di valutazione 21

Sezione II - Le attività 24

Sezione III - Le passività 30

Sezione IV - Il valore complessivo netto 31

Sezione V - Altri dati patrimoniali 32

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO 34

Sezione I - Risultato delle operazioni su strumenti finanziari 34

Sezione II - Beni immobili 34

Sezione III - Crediti 35

Sezione IV - Depositi bancari 35

Sezione V - Altri beni 35

Sezione VI - Altre operazioni di gestione ed oneri finanziari 35

Sezione VII - Oneri di gestione 36

Sezione VIII - Altri ricavi ed oneri 37

Sezione IX - Imposte 37

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI 37

Relazione degli amministratori

1.1 Attività di gestione del Fondo

Nel corso del 2006 la Società di Gestione ha dato corso ad una strategia di rotazione del portafoglio immobiliare nella sua compenente logistica. In febbraio è stato infatti ceduto l'immobile di Agnadello (CR) per un controvalore di Euro 30,1 milioni, mentre in dicembre sono stati acquisiti i due centri di San Giuliano Milanese ed Origgio per un controvalore complessivo di Euro 69 milioni.

L'operazione di cessione dell'immobile di Agnadello ha generato per il Fondo un *capital gain* di circa 4,6 milioni di Euro, pari al 18% sul prezzo d'acquisto.

L'acquisizione dei centri logistici di San Giuliano Milanese ed Origgio, la cui redditività lorda complessiva è pari rispettivamente al 6,93% e 6,82%, ha consentito al Fondo di reinvestire la liquidità disponibile e diversificare la propria *asset allocation*, temporaneamente molto concentrata nel settore uffici. Tale operazione è stata parzialmente finanziata da "Merrill Lynch International Bank Limited" filiale di Milano, per un importo pari a 49 milioni di Euro.

Sul piano delle locazioni la Società di Gestione si è prevalentemente adoperata al fine di ridurre gli spazi liberi, concludendo diversi contratti di locazione sugli immobili di Milano via Messina (Procaccini Center) e San Donato Milanese – Lotto IIIA. Al 31 dicembre 2006 il *vacancy rate* residuo di portafoglio, calcolato sulle superfici ponderate, è pari a circa l'11%.

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.

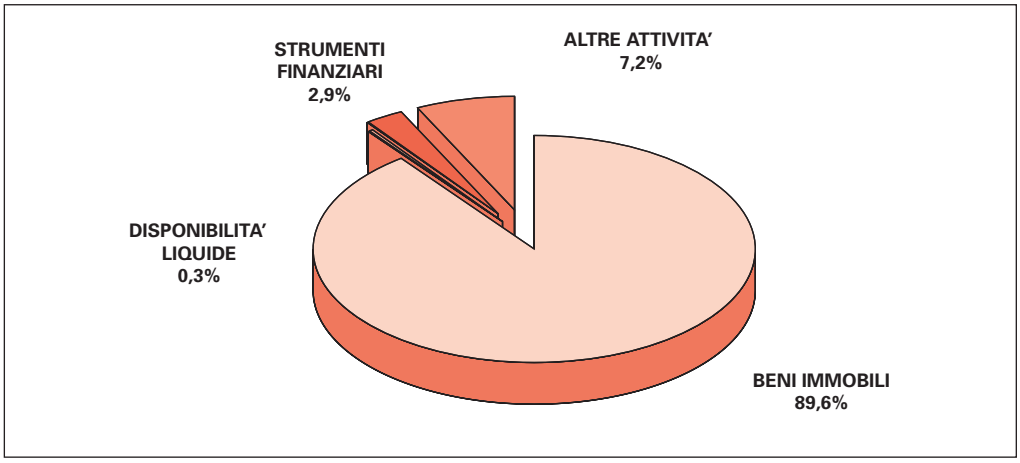
Si segnala inoltre che nel mese di marzo il credito I.V.A. relativo all'anno 2000 è stato interamente rimborsato, con conseguente estinzione totale dell'anticipazione concessa.

Nel rispetto di quanto previsto dal regolamento, il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione delibera, nel Rendiconto di cui la presente Relazione è parte integrante, di provvedere per l'anno 2006 alla distribuzione di un provento lordo di Euro 310 pro-quota.

Il valore della quota al 31 dicembre 2006 corrisponde ad Euro 5.897,245. Considerando che la valutazione al 31 dicembre 2005 è stata pari ad Euro 5.961,292 e che il Fondo ha distribuito in data 9 marzo 2006 un provento di Euro 220 lordi per ciascuna quota, il valore del Fondo nel 2006 presenta un incremento del 2,70%[1].

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 2006 possiedono complessivamente un valore di mercato pari ad Euro 228,4 milioni, superiore del 4,42% 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 2006, la gestione immobiliare del Fondo si è concentrata nel settore logistico con la vendita dell'immobile di Agnadello (CR) e la successiva acquisizione dei due centri logistici di San Giuliano Milanese (MI), via Leone Tolstoj n. 63/65 ed Origgio (VA), Largo Boccioni.

Al 31 dicembre 2006 il portafoglio del Fondo comprende nove immobili (di cui quattro ad uso uffici, due centri logistici, due immobili commerciali da centro urbano ed una media superficie commerciale) per un importo complessivo rivalutato pari a 228,4 milioni di Euro.

Le principali caratteristiche degli immobili acquisiti nel corso del secondo semestre 2006 sono di seguito sintetizzate.

SCHEDE IMMOBILI ACQUISTATI NEL CORSO DELL'ESERCIZIO
(ex art. 3 comma bis DM 228/1999)

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

  Data di acquisizione: 27 dicembre 2006
  Prezzo d'acquisto: 27.700.000 Euro + imposte di legge
  Destinazione d'uso: logistica (prevalente), uffici
  Descrizione: il complesso immobiliare sito in San Giuliano Milanese 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.
  Localizzazione: l'immobile rientra nella prima fascia dell'*hinterland* a sud di Milano con facile accessibilità alla via Emilia, all'autostrada A1 ed alle tangenziali milanesi. Tale ubicazione è pertanto da considerarsi assolutamente primaria per la logistica.
  Situazione locativa: la proprietà risulta interamente locata alla "Tech Data Italia S.r.l.", in forza di un contratto di locazione di tipo 10+6 con decorrenza 1° ottobre 1999 e prima scadenza 28 febbraio 2010. Il contratto prevede una lettera di *patronage* dalla "C-2000 AG" per la corresponsione a prima richiesta di un importo pari ad una annualità del canone iniziale che dovrebbe a breve essere emessa a favore del Fondo.
  Redditività lorda dell'investimento: 6,93%
  Parte venditrice: "Risanamento S.p.A." (tale società non fa parte del gruppo al quale appartiene la SGR, così come definito ai sensi dell'art. 1, lettera h/bis del D.M. 228/1999)

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

  Data di acquisizione: 27 dicembre 2006
  Prezzo d'acquisto: 41.300.000 Euro + imposte di legge
  Destinazione d'uso: logistica (prevalente), uffici
  Descrizione: il complesso immobiliare è sito in Origgio (VA), 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.
  Localizzazione: il complesso è posto 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 che dista circa 25 km. Il tessuto urbano è caratterizzato dalla presenza di insediamenti industriali e logistici di dimensioni medio grandi, ai quali si aggiungono sulla Strada Statale insediamenti commerciali dedicati alla media e grande distribuzione.
  Situazione locativa: il centro è totalmente locato alla "Fiege Logistics Italia S.p.A.", società di primario *standing* operante nel settore della distribuzione di prodotti farmaceutici e alimentari, in forza di un contratto di locazione di durata 12+6 con decorrenza 1° luglio 2002. Il contratto prevede la facoltà di recesso anticipato in qualsiasi momento a seguito del primo rinnovo. Il canone di locazione è garantito mediante fidejussione rilasciata dalla "Fiege Holding AG" a titolo di deposito cauzionale per un ammontare massimo di Euro 267.782,90. La

fidejussione consegnata dalla parte venditrice contestualmente alla compravendita deve essere volturata a favore del Fondo.
Redditività lorda dell'investimento: 6.82%
Parte venditrice: "Risanamento S.p.A." (tale società non fa parte del gruppo al quale appartiene la SGR, così come definito ai sensi dell'art. 1, lettera h/bis del D.M. 228/1999)

*****

Si riportano inoltre di seguito le principali caratteristiche dei sette immobili già in portafoglio, in ordine di acquisizione:

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

  Data di Acquisizione: 3 aprile 2000
  Destinazione d'uso: uffici
  Descrizione: si tratta di due edifici, situati in zona Monumentale in Milano, ciascuno dei quali costituito da dieci piani fuori terra, un piano seminterrato e da due piani interrati. L'entità dell'investimento ammonta a 41,8 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
  Situazione locativa: la "Sanofi Synthelabo S.p.A.", oggi "Sanofi - Aventis S.p.A." ha liberato a far data dal 1° gennaio 2006 gli spazi occupati sia nella torre "A" che nella torre "C". La torre "C" è stata frazionata e prontamente riaffittata a tre diversi conduttori: "Almirall S.p.A.", "Accord Italia S.p.A." e "Tele Atlas Italia S.r.l.". "Almirall S.p.A." occupa dal 1° marzo 2006 gli uffici ai piani 8° e 9°, oltre ad alcuni archivi e n. 16 posti auto interrati per una superficie lorda complessiva di mq. 1.106. Il canone annuo è pari ad Euro 230.200; ad "Accord Italia S.p.A." sono stati concessi in locazione a far data dal 16 marzo 2006 gli uffici al 5° piano, oltre ad alcuni archivi e n. 3 posti auto interrati per una superficie lorda complessiva pari a mq. 496. Il canone annuo è pari ad Euro 101.900; "Tele Atlas Italia S.r.l." occupa invece dal 16 giugno 2006, gli uffici ai piani 6° e 7°, oltre a n. 15 posti auto interrati, per una superficie lorda complessiva di mq. 956. Il canone per il primo anno è pari ad Euro 200.000. Tale importo diverrà a regime Euro 223.260. La torre "C" risulta inoltre tuttoggi parzialmente locata ad "ENI S.p.A." in forza di un contratto di locazione stipulato il 1° novembre 1998. In merito alla Torre "A", ancora prevalentemente sfitta al 31 dicembre 2006, è stato stipulato con la "ZS Associates International Inc." un contratto di locazione di tipo 6+6 per l'occupazione del piano 4°, oltre alcuni archivi e n. 5 posti auto coperti, per una superficie lorda complessiva di mq. 652. Tale contratto ha decorrenza 16 settembre 2006.
  Al fine di contenere nel breve periodo i mancati redditi derivanti dalla sfittanza della torre "A", la Società di Gestione ha incaricato primarie società d'intermediazione al fine di reperire nuovi conduttori. A inizio 2007 è stato stipulato un ulteriore contratto di locazione le cui caratteristiche sono descritte nella sezione *Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio* della presente Relazione.

- **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 nove piani fuori terra, con due piani interrati ad uso posti auto.
  Situazione locativa: i conduttori dell'immobile sono "Oracle Italia S.p.A.", "Sun Microsystems Italia S.p.A." (già "Storage Technology Italia S.p.A.") e "EMC Computer System Italia S.p.A.". E' inoltre presente "Telecom Italia Mobile S.p.A." in forza di un contratto di locazione per l'installazione di ripetitori telefonici. La "Sun Microsystems Italia S.p.A." ha esercitato l'opzione di recesso parziale su una superficie ad uso uffici 523 mq. nel mese di ottobre.

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

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

- **Brescia, Corso Magenta 2**

  Data di acquisizione: 30 gennaio 2003
  Destinazione d'uso: commerciale
  Descrizione: l'immobile, sostanzialmente un *megastore*, è situato a Brescia in pieno centro e si compone di cinque piani fuori terra a destinazione commerciale, oltre a due piani interrati con funzione mista commerciale (primo interrato) e di magazzino/riserve (secondo interrato). Il controvalore d'acquisto è pari a 17 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
  Situazione locativa: l'intero immobile è locato al "Gruppo Coin S.p.A." il quale, tra l'altro, ha provveduto tra il 1997 ed il 2000 ad una totale ristrutturazione edilizio-impiantistica. Si segnala inoltre che nel corso del mese di novembre 2005, previa autorizzazione della Proprietà, è stata concessa la sublocazione di una porzione di circa 137 mq. del terzo piano, rimanendo comunque il "Gruppo Coin S.p.A." garante di tutte le obbligazioni nei confronti della Proprietà.

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

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

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

  Data acquisizione: 29 giugno 2005
  Destinazione d'uso: commerciale
  Descrizione: l'immobile, inserito in un asse commerciale di grande importanza a livello nazionale ed immediatamente accessibile dalla viabilità autostradale, è composto da tre piani fuori terra oltre aree pertinenziali per equivalenti 4.300 mq. circa di superficie lorda (3.500 mq. effettivamente adibiti ad esposizione commerciale). L'operazione è stata perfezionata con "Emmelunga Immobiliare S.r.l." per un controvalore di 11,8 milioni di Euro.
  Situazione Locativa: l'immobile è stato, contestualmente all'acquisizione, concesso in locazione alla "Emmelunga S.p.A.", che ha stipulato un contratto di locazione di lunga durata.
  Altre informazioni: nel primo semestre si è conclusa una pratica di condono relativa alla destinazione d'uso di alcuni spazi originariamente adibiti a magazzino, per una superficie totale di circa mq. 240, adesso convertiti in spazi commerciali.

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

  Data acquisizione: 30 settembre 2005
  Destinazione d'uso: uffici
  Descrizione: l'immobile, di nuova costruzione e sito nel parco terziario denominato "Quartiere Marignano" è caratterizzato da un buon livello di finiture e da accorgimenti tecnico-progettuali adeguati alla più esigente domanda di spazi direzionali, con una superfcie lorda di circa 16.000 mq. e n. 270 posti auto. L'entità dell'investimento ammonta a 33,5 milioni di Euro oltre ad I.V.A. con un rendimento, allo stato derivante da una garanzia di reddito rilasciata dal venditore, pari al 7,25%, che si è ridotto del 50% a partire dal 1° ottobre 2006.
  Situazione locativa: nel corso del 2006 sono stati sottoscritti 4 nuovi contratti di locazione, con le società "EGL Italia S.p.A.", "Bracco S.p.A." e "IMCD Italy S.r.l.". Il contratto sottoscritto in data 1° febbraio 2006 con "EGL Italia S.p.A." è relativo agli spazi ad uso ufficio al piano terra, oltre a un locale deposito e n. 10 posti auto coperti e scoperti. Il canone annuo è pari ad Euro 82.060. La società Bracco S.p.A., con la quale sono stati sottoscritti due distinti contratti, occupa una porzione dei piani 1°, 2°, 3° e 4°, oltre a depositi al piano seminterrato e n. 40 posti auto esterni più n. 11 posti auto coperti. Il canone annuo complessivo è di Euro 666.210. La società IMCD Italy S.r.l. occupa dal 1° giugno 2006 una porzione del piano 7°, oltre un locale deposito al piano seminterrato e n. 4 posti auto coperti e n. 20 posti auto scoperti. Il canone annuo è pari ad Euro 228.160.
  A inizio 2007 è stato stipulato un ulteriore contratto di locazione le cui caratteristiche sono descritte nella sezione *Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio* della presente Relazione.

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

1.1.2 Gestione mobiliare

Gli investimenti in strumenti finanziari, la cui quota risulta pari a circa il 2,9% del totale delle attività sono stati effettuati nel rispetto delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, in osservanza delle disposizioni dettate da Banca d'Italia.

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

1.1.3 Gestione finanziaria

Ricorso all'indebitamento

Al 31 dicembre 2006 l'utilizzo della leva finanziaria per un importo complessivo di Euro 69,5 milioni è pari al 30,43% sul totale del patrimonio immobiliare.
Il Fondo ha infatti in essere due distinti finanziamenti ipotecari, uno con "Eurohypo Aktiengesellschaft" contratto il 21 gennaio 2003 per un importo complessivo di Euro 20,5 milioni, e l'ultimo recentemente contratto con "Merrill Lynch International Bank Limited" per un importo complessivo di Euro 49 milioni volto a finanziare l'acquisizione degli immobili di San Giuliano Milanese ed Origgio.
Il contratto stipulato con "Merrill Lynch International Bank Limited" prevede anche una 'promessa di mutuo' alle medesime condizioni contrattuali per erogazioni successive da utilizzare entro e non oltre il 30 dicembre 2008 fino ad un importo di ulteriori 101 milioni di Euro.

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Nota Integrativa, Parte B, Sezione III.

Copertura del rischio di tasso

Il finanziamento con "Eurohypo Aktiengesellschaft" è a tasso fisso (5,045%) e pertanto non richiede strumenti di copertura.

In relazione al finanziamento in essere con "Merrill Lynch International Bank Limited", a tasso variabile, sono stati sottoscritti al solo fine di copertura due strumenti finanziari derivati di tipo *cap* come meglio specificati in nota integrativa, Parte C, sezione VI. I valori nominali e la durata dei due contratti sono stabiliti sulla base dell'ipotesi di un rimborso volontario parziale del debito (previsto contrattualmente) entro luglio 2008.

Distribuzione dei proventi

L'utile realizzato nel 2006, e pertanto distribuibile alla chiusura dell'esercizio, è pari ad Euro 7.748.088, ovvero al 4,87% del valore nominale del Fondo. Di questo, l'1,97% deriva dalla gestione immobiliare caratteristica, mentre il 2,90% dalla dismissione dell'immobile di Agnadello.

La parte di utile derivante dalla gestione immobiliare caratteristica pari ad Euro 3.133.440, al netto delle plus/minusvalenze non realizzate, è stato in corso d'anno penalizzata (a) dal protrarsi dello sfitto sugli immobili di Milano, via Messina e San Donato Milanese Lotto IIIA, (b) dal periodo di giacenza della liquidità derivante dalla cessione dell'immobile di Agnadello in febbraio fino al successivo reimpiego avvenuto a dicembre con l'acquisizione delle proprietà di San Giuliano Milanese ed Origgio.
L'utile realizzato a fronte della dismissione di Agnadello, pari ad Euro 4.614.648, non ha avuto effetti nella sezione reddituale 2006 del Fondo poiché, essendo il valore di cessione in linea con la valutazione degli Esperti Indipendenti di fine 2005, la relativa plusvalenza era stata già rappresentata nel precedente rendiconto.

Il Fondo ha inoltre riserve di utile relative ad esercizi precedenti pari ad Euro 5.191.811, ovvero il 3,26% sul valore nominale del Fondo.

Utile della gestione	3.133.440	1,97%
Utile da realizzo	4.614.648	2,90%
Utile - riserve	5.191.811	3,26%
Totale Utile distribuibile	**12.939.899**	**8,13%**

Sulla base di tali risultanze economiche e di quanto previsto sul Regolamento di gestione del Fondo, il Consiglio di Amministrazione della Società delibera di procedere alla distribuzione di un provento pari ad Euro 9.563.500,00, ovvero Euro 310 pro-quota. Tale provento è pari al 6,00% sul valore nominale.

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 2006:

Utili distribuibili pro-quota anno 2006	251
Capitale investito 2006	5.165
ROE 2006	**4,87%**

Dal collocamento al 2006:

Utile distribuibile complessivo*	1.449
Capitale investito	5.165
ROE dal collocamento al 2006	**28,05%**

**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 2006	310
Capitale investito	5.165
Dividend Yield 2006	**6,00%**

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 2006, 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 al 31 dicembre 2006.

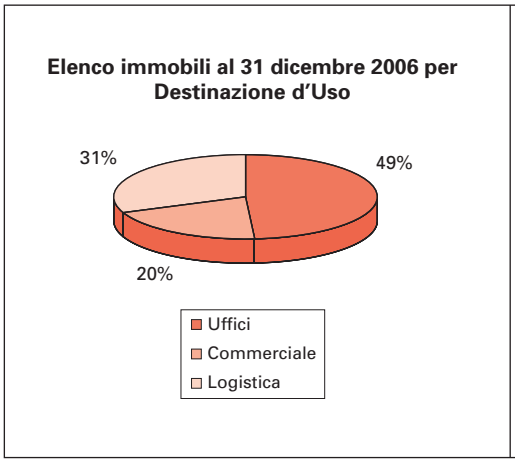
Richiamo degli impegni	-5.164,570
Provento 2001	210
Provento 2002	220
Provento 2003	160
Provento 2004	220
Provento 2005	220
NAV al 31.12.06	5.897,245
Tasso interno di rendimento	**4,03%**

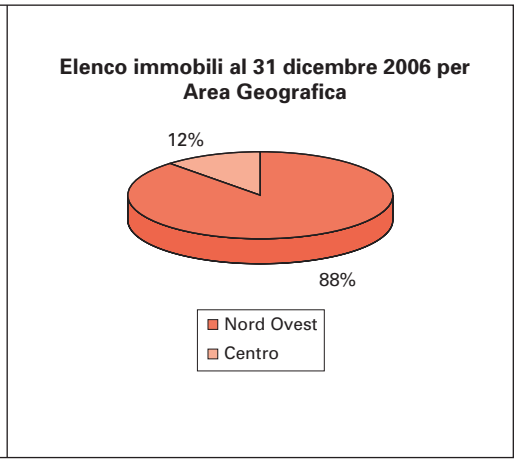
Tale valore è indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi di dismissione dell'intero portafoglio ai valori di perizia al 31 dicembre 2006.

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

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

Alla data del 31 dicembre 2006, il portafoglio immobiliare del Fondo "Valore Immobiliare Globale", pari a 228,4 milioni di Euro e rappresentante l'89,6% del totale delle attività, risulta così suddiviso:

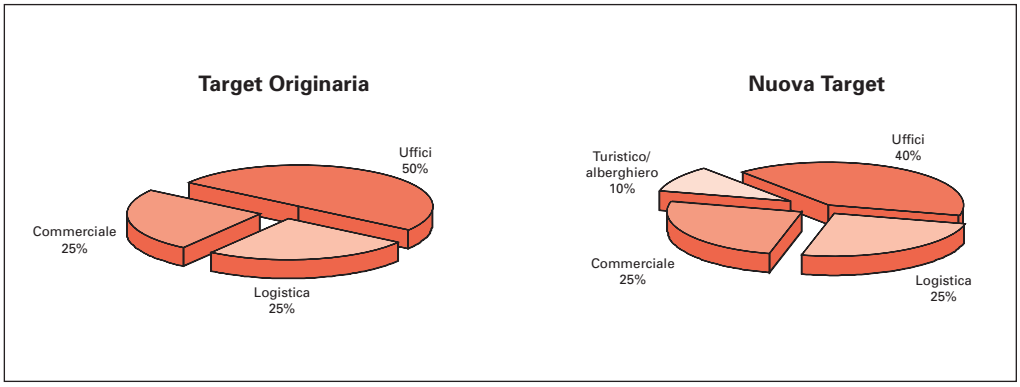




Il "rendimento corrente medio ponderato" (canone incluso adeguamento ISTAT/costo storico comprensivo di oneri accessori di acquisto) dell'attuale portafoglio è circa del 5,8% lordo. La significativa riduzione di reddività rispetto alla situazione al 31 dicembre 2005, che si attestava intorno al 7,25%, è prevalentemente dovuta alla liberazione degli spazi precedentemente occupati dalla "Sanofi - Aventis S.p.A." nel Procaccini Center e alla riduzione dal 100% al 50% della garanzia di reddito rilasciata dal venditore sull'immobile di San Donato Milanese, lotto IIIA, in parte ancora non locato, così come originariamente negoziata.

Durante l'ultimo biennio la Società di Gestione ha effettuato un aggiornamento delle politiche di investimento. Infatti nel corso dei passati esercizi era stata considerata, in relazione alla ridotta dimensione del Fondo, l'opportunità di effettuare una sostanziale specializzazione dell'*asset allocation* focalizzando i futuri investimenti residui sulle due tipologie direzionale e logistica.

Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione nella seduta del 25 ottobre 2006, tenuto conto delle peculiarità del Fondo e dell'andamento generale del mercato immobiliare, ha deliberato la modifica dell'*asset allocation target*, fermo il rispetto dei limiti temporali e quantitativi previsti dalle vigenti disposizioni normative in materia di investimento del patrimonio dei fondi immobiliari, come segue:



La nuova proposta di allocazione degli investimenti del Fondo prevede, in particolare, una riduzione della percentuale degli immobili a destinazione uffici, privilegiando gli investimenti nel settore turistico/alberghiero e logistico.

Nel corso del 2006 la Società di Gestione ha valutato per il Fondo diverse opportunità di investimento al fine di proseguire la rotazione di portafoglio già iniziata nel corso del 2005.

Nel primo semestre la Società di Gestione, in *partnership* con altri investitori istituzionali, ha in particolare valutato 7 opportunità di investimento per un controvalore complessivo stimato pari a circa 127 milioni di Euro facenti parte di un vasto portafoglio immobiliare posseduto da un primario istituto bancario italiano per il quale era stata indetta una gara pubblica. Le acquisizioni non sono state finalizzate poichè la stessa gara è stata aggiudicata ad altri concorrenti.

Durante il secondo semestre la strategia di gestione si è concentrata nel settore logistico, anche al fine di riequilibrare l'*asset allocation* del Fondo a seguito della cessione dell'immobile di Agnadello. Alla luce di diverse valutazioni interne sulla congruità delle opportunità ricevute in relazione allo scopo del Fondo, a dicembre si è pertanto provveduto a perfezionare le operazioni di San Giuliano Milanese ed Origgio, le cui principali caratteristiche sono state già oggetto di trattazione nella parte afferente la Gestione Immobiliare della presente Relazione.

Per il 2007 la Società di Gestione proseguirà la propria strategia di rotazione del portafoglio valutando di caso in caso l'alienazione degli immobili la cui valorizzazione sia compiuta e nuove opportunità d'investimento in linea con l'obiettivo di rendimento del Fondo.

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

1.3 Andamento dei settori immobiliari di interesse

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

1.3.1 Il mercato immobiliare italiano

Confermandosi uno dei mercati più stabili a livello internazionale il mercato immobiliare nazionale ha potuto contare nel 2006 sul contenimento dell'inflazione e sull'aumento della fiducia dei consumatori con un discreto aumento della domanda in tutti i comparti economici.

Dopo un 2005 stagnante, la prima parte del 2006 ha mostrato segnali di una ripresa in atto per l'economia italiana. L'attività economica è trainata principalmente dalle componenti di domanda interna (investimenti e consumi privati). La produzione industriale ha ripreso a crescere nel primo trimestre dell'anno e l'indicatore dell'Isae sulla fiducia delle imprese manifatturiere ha mostrato una crescita che ha riportato l'indice sui livelli del 2001.

Dal lato dell'occupazione il settore delle costruzioni continua ad essere il comparto più dinamico. A fronte di un aumento dell'occupazione nazionale di 0,5 punti percentuali (dopo la flessione dello 0,4 per cento del 2005), il settore delle costruzioni ha fatto registrare un incremento dell'1,0 per cento negli occupati, in rallentamento dal più 2,3 per cento del 2005.

Nonostante il ridimensionamento del settore residenziale nel 2006 la produttività nell'edilizia residenziale non ha perso il dinamismo acquisito nello scorso quinquennio. Per gli investimenti in abitazioni è atteso un incremento dell'1,5 per cento in quantità, mentre per gli investimenti in nuove case si prevede una crescita dell' 1,4 per cento in quantità. Gli investimenti in costruzioni non residenziali private presenteranno una crescita dello 0,6 per cento in termini reali. Gli investimenti in costruzioni non residenziali pubbliche non hanno subìto variazioni rilevabili rispetto al 2005.

Considerandolo nel suo complesso, il mercato immobiliare italiano nel 2006 si è concluso con un fatturato di oltre 120,5 miliardi di euro, rendendo possibile un più 3,8 per cento rispetto al 2005. La previsione al 2007 è di un fatturato di poco superiore a 125 miliardi di euro, con un incremento superiore al 3 per cento su base annuale.

1.3.2 Il mercato terziario

Il patrimonio di immobili a destinazione terziario/uffici rappresenta in Italia circa il 4 per cento dell'intero stock edilizio, la media europea è dell'8 per cento, superando i 165,3 milioni di metri quadrati di superfici.

La segmentazione per classi (classe A alta qualità e rispetto degli standard internazionali, classe B media qualità in edificio terziario non di nuova costruzione, classe C spazi di ridotte dimensioni in contesti di edilizia mista) descrive semplicemente le caratteristiche del comparto che si basa per poco meno del 70 per cento su beni di classe C e per solo il 7,3 per cento su superfici di classe A.
La percentuale di prodotto di classe A è maggiore nelle piazze a forte vocazione direzionale, in particolare Milano, Roma, Bologna, Torino, Bari e Napoli, i cui mercati locali hanno un grandissimo peso sulla realizzazione del fatturato complessivo del settore.
Le discrete performance di queste piazze e la tenuta di quelle minori ha fatto si che il 2006 possa essere considerato un anno di ripresa per il mercato, con inversione del trend negativo degli anni precedenti, e le previsioni per l'anno in corso sono di consolidamento dei risultati positivi.
Il fatturato è aumentato del 6 per cento toccando i 7 miliardi di euro. L'accresciuto peso dei grandi investitori è stato aiutato da un incremento della domanda da parte degli utilizzatori, soprattutto di medie superfici nei capoluoghi.
Il migliorato clima economico del Paese aiuterà ulteriormente il comparto degli uffici nel corso del 2007. Secondo le previsioni di Scenari Immobiliari, il settore raggiungerà i 7,4 miliardi di euro di fatturato (più 5,7 per cento) a fine 2007. L'avvio ormai immediato di alcuni grandi interventi con forte presenza di terziario nelle città dovrebbe creare nuove possibilità di investimento.
Per quanto riguarda le quotazioni, dopo un più 3,2 per cento nel 2006, nel 2007 le quotazioni dovrebbero salire del 3,7 per cento. I canoni invece dovrebbero avere una performance superiore, soprattutto nelle top location.

1.3.3 Il mercato immobiliare degli alberghi

La struttura del mercato italiano degli alberghi è sostenuta, dai seguenti dati:
- 2.700 milioni di euro pianificati dagli operatori per start-up e/o ristrutturazioni recenti;
- 4% del mercato alberghiero è rappresentato da "catene";
- 33.500 aziende alberghiere in Italia;
- 1 milione di camere totali;
- 600 milioni di euro fatturato registrato nel primo semestre 2006 relativo a transazioni del settore alberghiero in Italia. Nella seconda metà dell'anno si sono chiuse importanti transazioni (come l'hotel Gallia a Milano e il grand Hotel di Rimini) per cui il fatturato totale dovrebbe aver superato il miliardo di euro.

Il settore turistico mostra una certa vitalità a livello mondiale per cui l'opportunità di investimento in questi assets diventa sempre più importante per il mondo immobiliare.
Sui 16 miliardi di euro di giro d'affari realizzato nel mercato degli alberghi in Europa nel 2005, oltre il 40 per cento è dovuto a investitori istituzionali. Il resto è diviso tra utilizzatori e piccoli investitori.
Il sistema alberghiero italiano è leader in Europa per dimensione e si colloca al terzo posto nel mondo dopo USA e Giappone. Rappresenta inoltre la tipologia turistica nettamente prevalente fra quelle commercializzate tanto da raccogliere, nel 2004, il 68% della domanda turistica in Italia.
Il settore alberghiero nazionale è sempre più caratterizzato da due tendenze differenti. Al settore alberghiero più tipicamente italiano (quello delle società a gestione familiare rappresentanti ancora oggi la stragrande maggioranza del settore) si sono affiancati i grandi gruppi alberghieri internazionali, che stanno guidando il cambiamento del sistema ricettivo nazionale.
Dopo l'era degli uffici e poi dei centri commerciali, gli investitori istituzionali italiani ed esteri hanno "scoperto" il settore degli alberghi, in tutte le sue declinazioni come area di investimento privilegiato per il prossimo biennio.
Il mercato si sta inoltre orientando verso lo sviluppo di iniziative immobiliari integrate relative a complessi turistici e residenziali "mixed use", che prevedono la coesistenza di strutture alberghiere, facilities (es. concierge, golf, spa, ristoranti) e unità immobiliari gestite dallo stesso operatore. Questo modello di sviluppo rappresenta un'opportunità per gli investitori italiani. L'Italia ha infatti intrapreso un cammino virtuoso attraverso lo sviluppo di complessi turistici "mixed use", (es. hotel, golf, SPA, residenziale) realizzati secondo gli standard qualitativi richiesti dal mercato internazionale (es. Sicilia, Puglia).

Il processo è stato facilitato dall'avvento di importanti catene internazionali (es. NH, Marriott, Kempinski, Hilton) che gestiscono e gestiranno le realizzazioni ricettive attraverso contratti di management. Sul piano gestionale, il prodotto "mixed-use" garantisce l'ottimizzazione della gestione operativa e il perseguimento di efficienze (parziale copertura dei costi di gestione – i.e. operating fee – e maggiori ricavi da divisioni che solitamente garantiscono basse marginalità – i.e. golf, F&B e SPA). Questo modello di sviluppo contribuisce inoltre, attraverso un'offerta integrata e diversificata rivolta a un mercato più ampio di clientela, alla destagionalizzazione dei flussi turistici.

Anche nel settore degli alberghi per il business sono in corso grandi evoluzioni, con la comparsa di strutture di corta residenzialità, uffici a tempo. Il tradizionale albergo cioè si trasforma in una "macchina per lavorare" e non solo abitare.
Nel 2005 le presenze alberghiere erano cresciute del 3 per cento circa, soprattutto quelle degli stranieri: poco più del 5 per cento sul 2004, contro un 1 per cento di crescita delle presenze degli italiani. Considerando il tasso di occupazione medio per stanza, il dato al 2005 mostrava una crescita del 2 per cento, migliore delle attese precedenti (0,8 per cento), sul livello del 65,8 per cento.
A fine 2006 il tasso di occupazione è ulteriormente cresciuto superando il livello del 66 per cento. Il valore medio per camera è cresciuto nel 2006 di quasi l'8 per cento, mentre il cap rate è diminuito leggermente mantenendosi intorno al 7 per cento. Il RevPar (Revenue per Available Room) nel 2006 mostra una crescita del 10 per cento dopo l'8,5 per cento del 2005.
Le previsioni a fine 2007 sono di una crescita ancora più sostenuta del 2006, con il RevPar in crescita di oltre il 12 per cento.

Tabella 1: Valori medi del mercato alberghiero per l'Italia

Anno	Tasso di Occupazione	CapRate	Valore per camera	RevPar
2000	68,8	7,5	48.470	32.960
2001	67,2	7,5	47.900	32.189
2002	65,1	7,5	46.399	30.202
2003	63,7	7,5	47.906	30.502
2004	64,5	7,5	51.084	32.949
2005	65,8	7,2	54.285	35.720
2006	67,6	7,0	58.511	39.553

** stima a fine anno - Fonte: elaborazione Scenari Immobiliari su fonti varie*

Tra le città 'protagoniste' del settore nei prossimi anni rimangono quelle a cui solitamente è associato un basso rischio di mercato: Roma, Milano, Venezia, Firenze a cui si affiancano quelle con un rischio medio come Bologna, Napoli, Bari e Cagliari.
Il 2006 è stato l'anno di Torino che ha saputo beneficiare dell'evento legato alle Olimpiadi invernali. Il RevPar è cresciuto di quasi il 50 per cento in un anno, risultato a cui ha contribuito la crescita del tasso di occupazione delle camere, l'aumento delle presenze ed anche l'aumento dell'offerta di migliore qualità.
Roma ha continuato la buona performance del 2005, con ulteriori lievi incrementi nel tasso di occupazione. I prezzi per stanze sono previsti in crescita rispetto al 2006, mentre il livello dei visitatori è ancora previsto in lieve aumento, scontando un po' la concorrenza di altre emergenti località mediterranee.
Milano rimane il centro finanziario dell'Italia, attraendo un numero sempre crescente di turisti soprattutto legati al segmento business. Il tasso di occupazione nel 2006 è cresciuto e così pure il Revpar (quasi il 6 per cento). La crescita del tasso di occupazione continua, fa prevedere una crescita nei prezzi delle stanze.
Quasi tutte le altre città monitorate hanno messo a segno una crescita positiva del Revpar, ad eccezione di Catania, Napoli e Verona.

Tabella 2: Valori del mercato alberghiero 4 stelle in alcune città italiane (2006)

Regione	Città	Tasso di Occ. camera	CapRate	RevPar	Var % RevPar 2006/2005
Lombardia	Bergamo	70,5%	7,2%	50.026	9,4%
Emilia Romagna	Bologna	52,7%	6,0%	41.243	5,7%
Lombardia	Brescia	57,5%	7,4%	35.032	13,9%
Sicilia	Catania	52,0%	7,3%	22.442	-14,5%
Toscana	Firenze	64,2%	6,2%	61.206	-3,5%
Liguria	Genova	64,1%	6,3%	47.263	9,9%
Lombardia	Milano	88,0%	6,2%	155.804	5,9%
Campania	Napoli	65,0%	6,8%	49.086	-11,5%
Lazio	Roma	98,0%	6,0%	209.175	2,7%
Piemonte	Torino	66,8%	6,4%	51.769	46,9%
Veneto	Venezia	77,0%	6,2%	96.566	8,2%
Veneto	Verona	57,0%	6,9%	39.717	-9,7%
Sicilia	Palermo	66,2%	7,2%	36.155	7,3%

Fonte: elaborazione Scenari Immobiliari su fonti varie

1.3.4 Il mercato degli immobili ad uso commerciale

Lo stock del commercio al dettaglio a fine 2006 era formato poco meno di 960mila esercizi per una superficie di vendita di circa 94,5 milioni di metri quadrati.
La Piccola distribuzione, o distribuzione tradizionale, con superfici per unità inferiore ai 250 metri quadrati, rappresenta il 60 per cento del totale delle superfici commerciali. In Lombardia si concentra più del 15 per cento del totale nazionale, nel Veneto circa il 10 per cento, nel Lazio poco meno del 9 per cento e in Campania il 7,7 per cento. Gli esercizi di Grande distribuzione (superfici superiori ai 400 metri quadrati) sono presenti per il 20 per cento in Lombardia, per l'11 per cento in Veneto, per il 9 per cento in Emilia Romagna e nel Lazio, per circa l'8 per cento in Piemonte e per percentuali inferiori al 6 per cento in tutte le altre regioni.
Tra il 2000 e il 2006 il fatturato europeo generato dagli scambi di superfici commerciali è aumentato del 35 per cento ed ha raggiunto i 119 miliardi di euro. Il risultato è frutto delle buone performance nel medio periodo della Grande distribuzione ma dopo anni di contrazione la piccola distribuzione sembra riassumere peso soprattutto in particolari località, ad esempio quelle turistiche.
In Italia, fra il 2001 e il 2006, il settore ha realizzato un incremento di fatturato superiore al 50 per cento. Il mercato ha conosciuto un boom senza precedenti negli ultimi due anni, trainato soprattutto dalla domanda e dall'offerta nella GDO e per i prossimi anni si attende una fase di stabilizzazione. La dinamicità del settore è confermata dalla crescita del numero di Centri commerciali censiti, comprendendo nuove aperture e ampliamenti, del 29 per cento.
Nelle zone centrali delle grandi città (Milano in testa), dopo una crescita sostenuta degli affitti delle prime location, alla fine del 2004 è iniziato un trend discendente. Nel corso dei primi mesi del 2006 sono nuovamente cresciute le aspettative per un rialzo dei canoni di locazione nelle top location dei principali centri cittadini.
I vacancy rate sono in aumento. Restano escluse le top location delle principali aree metropolitane, dove si mantengono bassi, vicino al livello fisiologico del 3,5 per cento.
Nel 2006 il mercato ha chiuso con un giro d'affari di 7,4 miliardi di euro (più 2,8 per cento sul 2005). Al raggiungimento del risultato ha contribuito maggiormente l'aumento dei prezzi. Le quotazioni pur se in rallentamento rispetto al 2005, sono cresciute del 3,6 per cento, contro il 4 per cento dello scorso anno. Gli scambi sono attesi rimanere stazionari nella Gdo con una lieve ripresa degli scambi di negozi nelle location principali.
Le previsioni per il 2007 sono di un ulteriore consolidamento del mercato. Per quanto riguarda i Centri commerciali superiori ai 20mila metri quadrati si verificherà un notevole incremento soprattutto in Lombardia, Piemonte, Campania, Sicilia, Lazio e Puglia. Alcuni ritardi potrebbero essere conseguenza della modifica di molte normative amministrative che le Regioni stanno recependo in questi giorni.
Il fatturato dovrebbe ancora lievemente aumentare, a dicembre 2007 raggiungerà i 7,5 miliardi di euro, con un aumento del 2,7 per cento rispetto all'anno precedente. I prezzi medi sono previsti in rialzo del 2,9 per cento, con incrementi più significativi nelle top location e per piccole dimensioni.

1.3.5 Il mercato degli immobili logistici

In Italia l'andamento del mercato della logistica ha seguito le orme di quello europeo, ma con una forbice ancora più ampia tra piccoli e grandi operatori. Per i grandi gruppi le performance sono state positive, o al minimo stazionarie, per le aziende di medie e piccole dimensioni i risultati sono stati molto limitati, il mercato è apparso fermo o in declino. In relazione al tipo di merci trattate, sono state soprattutto le aziende legate alla logistica di prodotti alimentari e quelle del settore del largo consumo, a essere maggiormente penalizzate. Viceversa, meno criticità si sono registrate per gli operatori di prodotti industriali e di materie prime in generale. In rapporto al tipo di servizio offerto, le imprese che più hanno risentito della situazione economica sono state quelle del trasporto, specialmente per la movimentazione delle merci su gomma.
Due fattori opposti sono stati le principali cause di criticità del settore, il deprezzamento dei servizi di logistica e l'insostenibilità dell'incremento dei costi su quasi tutti i versanti (aumento dei prezzi, del carburante, dei pedaggi, delle strutture e, in generale, di tutti gli oneri di gestione).

Il mercato degli immobili logistici in Lombardia
Nel territorio lombardo si trovano le maggiori concentrazioni sia di stock di immobili ad uso logistico, 30 per cento del patrimonio nazionale, che di offerta disponibile, poco più del 36 per cento del totale (oltre 1,4 milioni di metri quadrati di immobili adatti e adattabili dei quali quasi la metà di classe A).
Nell'ultimo biennio si è accentuata la volontà da parte dei promotori di vendere anziché affittare. Più del 55 per cento delle superfici è offerto per la vendita e solo il 35 per cento per la locazione, la restante parte percentuale è ad offerta mista.
Benché la Lombardia continui a venire considerata dagli operatori un'area strategica ad elevato livello di distribuzione e consumo, in particolare Milano e Lodi, essa esprime un alto grado di sofferenza essendo appesantita da un'elevata disponibilità di spazi reali e potenziali che incrociano una domanda non altrettanto numerosa.
Nella provincia milanese è presente l'offerta più consistente dell'intera penisola, rappresenta il 65 per cento della superficie messa sul mercato nella Regione e circa il 24 per cento di quella nazionale.
L'aspetto positivo, almeno in termini qualitativi, è che si tratta principalmente di immobili di Classe A (circa il 45 per cento del totale provinciale). L'elemento sfavorevole, in relazione al mercato, è la difficoltà di assorbimento dovuta principalmente alle quotazioni elevate.
Se si confronta questo risultato con quanto evidenziato nella competizione fra territori (dove la Lombardia viene segnalata come appetibile per le operazioni di logistica ma carente di strutture adatte) sembra non esserci riscontro. La spiegazione possibile è che nonostante la quantità di superficie ad elevato standard qualitativo sia alta, si tratta soprattutto di soluzioni indipendenti e di medie metrature.

1.4 Corporate Governance

La Società di Gestione, in quanto gestore di fondi quotati, ai sensi delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A., redige 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), al fine di garantire il buon funzionamento del mercato e una corretta informativa societaria.

Tale relazione è pubblicata, in ottemperanza alla sopra citata normativa, 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

Nomina nuovo Consiglio di Amministrazione della SGR
In data 20 Marzo 2006 l'Assemblea degli Azionisti di Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR S.p.A. ha deliberato la nuova composizione del Consiglio di Amministrazione della SGR per il triennio 2006-2008. Marco Torsello, CEO della Deutsche Asset Management Italy, è stato confermato Presidente. E' stato nominato Amministratore Delegato Gianluca Muzzi, già Direttore Generale della Società; sono stati nominati consiglieri i sigg. Stephen Shaw, Chris Papachristophorou e Paolo Gualtieri; quest'ultimo svolge la funzione di Amministratore Indipendente.
Successivamente, in data 18 luglio 2006 Marco Torsello ha rassegnato le dimissioni dalle cariche di Presidente del Consiglio di Amministrazione e di Amministratore della RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A. (già Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR S.p.A.), che rivestiva dal Marzo 2004. In occasione della riunione del Consiglio di Amministrazione del 27 luglio 2006 il sig. Paolo Gualtieri è stato nominato nuovo Presidente ed è stato nominato un nuovo consigliere nella persona del sig. Michele Mengoni.

Modifica della denominazione sociale
Nel corso del 2006 il Gruppo Deutsche Bank ha avviato un'iniziativa *rebranding*, la quale prevede, tra l'altro, l'adozione del marchio RREEF come nuovo e unico *brand* per tutte le strutture ed i prodotti immobiliari del Gruppo. Pertanto l'Assemblea dei Soci della Società, durante la seduta tenutasi il 20 marzo 2006, ha deliberato la variazione della denominazione sociale da Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR S.p.A. in RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.

Modifiche al Regolamento di Gestione del Fondo
Il Consiglio di Amministrazione della Società ha approvato nel corso della seduta del 27 luglio 2006 alcune modifiche al Regolamento di Gestione del Fondo.
Tali modifiche sono preordinate al fine di consentire al Fondo di accedere ad ulteriori strumenti di gestione e beneficiare di un più ampio spettro di possibilità operative, in modo da consentire un incremento della redditività del Fondo e da porre lo stesso in un'ottica competitiva rispetto agli altri fondi immobiliari *retail* di più recente istituzione, riavviando una gestione dinamica dei relativi patrimoni, nell'interesse esclusivo dei quotisti.

In particolare, le modifiche sono relative: (i) alla possibilità per il Fondo di sottoscrivere, acquistare e detenere partecipazioni in società immobiliari; (ii) all'esplicitazione della possibilità di indebitamento del Fondo; (iii) all'estensione della facoltà del Consiglio di Amministrazione di procedere alla distribuzione di proventi della gestione anche con cadenza infrannuale; (iv) al mutamento del *wording* relativo all'investimento del patrimonio del Fondo in strumenti finanziari emessi da stati aderenti all'OCSE.

L'ampliamento delle possibilità di investimento, già ad oggi previste, in partecipazioni in società immobiliari (ferma restando l'esclusione rispetto all'attività di costruzione) potrebbe, tra l'altro, consentire al Fondo di superare le problematiche connesse all'acquisto di immobili cui accedono licenze commerciali, evitando il ricorso a strutture terze che intermediano la gestione dell'immobile e, quindi, evitando il relativo costo e rischio, a vantaggio della redditività del Fondo stesso e, quindi, dei quotisti, senza introdurre modifiche sostanziali nelle caratteristiche del Fondo.

Il riconoscimento espresso della possibilità di indebitamento del fondo, nei limiti previsti dal D.M. Economia e Finanze n. 228 del 1999, potrebbe rendere maggiormente trasparente la possibilità di accesso alla leva finanziaria.

Quanto all'estensione della facoltà del Consiglio di Amministrazione di procedere alla distribuzione di proventi della gestione anche con cadenza infrannuale, ciò non solo consentirebbe un sostanziale allineamento con le possibilità operative ad oggi presenti sul mercato, ma remunerando i quotisti e migliorando la redditività attuale, potrebbe impattare anche sul relativo prezzo di quotazione, favorendone l'allineamento al NAV, senza modificare le caratteristiche del Fondo, che prevede le distribuzioni periodiche.

Quanto alla modifica del *wording* relativo all'investimento del patrimonio del Fondo in strumenti finanziari emessi da Stati aderenti all'OCSE, si rileva che la prospettata modifica non incide sui limiti o sulle tipologie di strumenti oggetto di investimento, ma è volta solo a meglio specificare il contenuto dell'attuale previsione, chiarendo che l'investimento può essere effettuato anche in strumenti della specie emessi da più stati diversi fra quelli aderenti all'OCSE.

La Società di Gestione è tuttora in attesa di ricevere l'autorizzazione a dette modifiche da parte della Banca d'Italia.

Codici di Autodisciplina
Al fine di garantire una gestione corretta e indipendente, la Società nel corso della seduta del 27 luglio ha aggiornato, in virtù delle recenti evoluzioni normative, il proprio codice di autodisciplina. Tale codice comprende (i) il "Codice interno di comportamento" per i dipendenti, collaboratori, amministratori e sindaci, volto alla prevenzione di situazioni di conflitto d'interessi, in relazione all'utilizzo di informazioni privilegiate, all'effettuazione di operazioni di investimento e disinvestimento e alla riservatezza e (ii) un "Codice di Autodisciplina – Protocollo di Autonomia", adottato dalla SGR in attuazione del Protocollo di Autonomia elaborato da Assogestioni, già in vigore dal marzo 2006, aggiornato tenuto conto dell'operatività concreta e della struttura organizzativa della SGR.
I Codici di Autodisciplina sono disponibili, all'interno della relazione sulla Corporate Governance pubblicata sul sito di Borsa Italiana S.p.A., www.borsaitaliana.it, e sul sito della Società di Gestione, www.rreef.com/italy.

Dealing Code
Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione, quale società di gestione di fondi chiusi quotati sui mercati regolamentati, ferme restando le disposizioni di cui agli articoli 180 e ss. del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato, in ottemperanza a quan-

to previsto dall'articolo 114, comma 7, del TUF e dalle disposizioni di attuazione previste negli articoli da 152-sexies a 152-octies del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato (c.d. Regolamento Emittenti), ha approvato nella seduta del 27 luglio 2006 una procedura atta a disciplinare gli obblighi informativi e di comportamento inerenti le operazioni effettuate da soggetti rilevanti e da persone ad essi strettamente legate sulle quote negoziate su mercati regolamentati italiani dei fondi gestiti, recependo al contempo lo schema di comunicazione di cui all'allegato 6 del Regolamento Emittenti per la segnalazione delle operazioni rilevanti effettuate dai soggetti rilevanti e persone ad esse strettamente legate.

Decreto Legge 223/06 – e successive modifiche
La conversione in legge del D.L. n.223/06 (c.d. "manovra bis") ha introdotto diverse modifiche al meccanismo di imposizione indiretta relativa alle operazioni di compravendita e locazione (anche finanziaria) di immobili.
In via generale, la nuova ratio consiste nell'applicazione di un regime di esenzione, fatte salve particolari ipotesi in cui è obbligatorio applicare l'imposta sul valore aggiunto (con le aliquote di legge) ed altre in cui è lasciata la facoltà, al soggetto attivo, di esercitare o meno l'opzione per l'applicazione del tributo. Restano comunque applicabili in tutti i casi di cessione e/o locazione di immobili le imposte di registro in misura fissa e/o proporzionali, indipendentemente dal regime I.V.A. applicato.

Registro Insiders
La Società di Gestione ha provveduto, con le modalità ed i termini disposti dalla normativa e conformemente alle indicazioni ricevute dal gruppo di appartenenza, ad istituire il 1° aprile 2006, il Registro delle persone (fisiche e giuridiche) che in ragione della loro attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni c.d. privilegiate (per tali intendendosi informazioni che hanno carattere preciso, non ancora rese pubbliche, concernenti uno o più emittenti quotati, uno o più strumenti finanziari quotati che se rese pubbliche potrebbero influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti).

Successivamente alla istituzione del c.d. "Registro Insiders", effettuata mediante supporto informatico, sono stati inseriti i nominativi di tutti i dipendenti della Società di Gestione, dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, dei componenti del *Property Investment Committee* (esclusivamente dei fondi quotati), degli Esperti Indipendenti, degli Intermediari Finanziari, di Banca Depositaria, dei consulenti esterni. Le iscrizioni sono state effettuate in ragione del fatto che tali soggetti hanno effettivamente la possibilità di accesso ad informazioni privilegiate.

Il Consiglio di Amministrazione nelle sedute del 7 aprile e del 20 settembre 2006 ha provveduto ad aggiornare e a comunicare al Responsabile della tenuta del Registro la lista dei c.d. insiders continuativi.

In data 20 settembre 2006 la Società di Gestione ha provveduto inoltre a dotarsi di una procedura volta a disciplinare le modalità operative per la gestione del citato Registro, avuto particolare riguardo all'aggiornamento in via continuativa del Registro ed alla segnalazione delle operazioni sospette.

Informativa sull'attività di direzione e coordinamento
Si segnala che lo scorso 22 settembre, nell'ambito di un processo volto a ridisegnare, tra l'altro, l'articolazione della Divisione Asset Management del Gruppo, il Consiglio di Amministrazione della Deutsche Bank S.p.A. ha deliberato di assoggettare la Società alla propria attività di direzione e coordinamento, subentrando pertanto in detta attività alla Deutsche Asset Management Italy S.p.A.

Credito IVA 1999
Relativamente al ricorso - di cui veniva data ampia menzione nel Rendiconto di gestione dello scorso anno - proposto dalla Società, avanti la Commissione Tributaria Provinciale di Milano, contro il provvedimento dell'Agenzia delle Entrate recante diniego parziale - per un importo di Euro 1.751.821,00 - di rimborso del credito I.V.A. anno 1999 relativo al patrimonio del fondo "Valore Immobiliare Globale", si segnala che in data 20 novembre 2006 è stata depositata la sentenza che accoglie tale ricorso e condanna pertanto l'Agenzia delle Entrate di Milano al rimborso di detta somma, oltre agli interessi di Legge maturati e maturandi.

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 "Immobiliare Rio Nuovo S.p.A.", società partecipata dal Fund IA e riconducibile al gruppo Deutsche Bank, mentre l'incarico di *asset management* è stato affidato alla "RREEF Opportunities Management S.r.l.", società partecipata al 100% da Deutsche Bank e facente parte del medesimo Gruppo Bancario.
Entrambi gli incarichi sono stati sottoscritti il 27 dicembre 2006 e avranno decorrenza a partire dal 1° gennaio 2007 e durata di tre anni.
L'operazione è stata effettuata dalla Società di Gestione nell'esclusivo interesse dei sottoscrittori al fine di massimizzare i rendimenti dei portafogli immobiliari e i corrispettivi, a condizioni di mercato, saranno a carico della Società di Gestione.
L'operazione con "Immobiliare Rio Nuovo S.p.A." e "RREEF Opportunities Management S.r.l." è da intendersi come operazione con parte correlata e della stessa ne è stata data tempestiva comunicazione al mercato ai sensi del combinato disposto degli artt. 66 e 71bis, primo comma, Regolamento Consob 11971/1999.

1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Rimborso anticipato del debito contratto con "Eurohypo Aktiengesellschaft"
In data 5 febbraio 2007 la Società di Gestione ha formalizzato alla "Eurohypo Aktiengesellschaft" una richiesta di rimborso anticipato al 30 marzo 2007 del finanziamento di 20,5 milioni di Euro al fine di rifinanziare l'operazione a condizioni ritenute migliorative rispetto a quelle attualmente in essere.

Nuovo contratto di locazione sull'immobile di Milano, via Messina
In data 2 febbraio 2007 è stato stipulato con la "Euphon Communication S.p.A." un nuovo contratto di locazione di tipo 6+6 per l'occupazione degli spazi ad uso uffici al 9° piano della torre "A", oltre ad alcuni archivi e n. 6 posti auto, per una superficie lorda stimata di mq. 578. Il contratto avrà decorrenza onerosa a partire dal 1° aprile 2007. Il canone annuale pattuito, da indicizzarsi al 75% dell'Istat a partire dal 2° anno, è pari ad Euro 117.000. A garanzia degli adempimenti contrattuali la "Euphon Communication S.p.A." ha rilasciato un deposito cauzionale di Euro 35.100, pari a 3 mensilità di canone (I.V.A. compresa).

Nuovo contratto di locazione sull'immobile di San Donato Milanese, lotto IIIA
Il 16 febbraio 2007 è stato stipulato con la "Abbott Vascular Knoll Ravizza S.p.A." un nuovo contratto di locazione di tipo 6+6 per l'occupazione di mq. 968 ad uso uffici, oltre ad alcuni archivi e n. 18 posti auto, di cui 4 coperti e 14 scoperti. Il contratto avrà decorrenza onerosa a partire dal 1° marzo 2007. Il canone annuale pattuito, da indicizzarsi al 75% dell'Istat a partire dal 2° anno, è pari ad Euro 215.660. A garanzia degli adempimenti contrattuali la "Abbott Vascular Knoll Ravizza S.p.A." ha rilasciato una fidejussione bancaria a prima richiesta di Euro 64.698, pari a 3 mensilità di canone (I.V.A. compresa).

Milano, 27 febbraio 2007

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
Paolo Gualtieri

Sezione patrimoniale

RENDICONTO AL 31/12/2006

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

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 31/12/2006		Situazione al 31/12/2005	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
ATTIVITA'				
A. STRUMENTI FINANZIARI	**7.308.743**	**3%**	**2.685.990**	**1%**
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	7.308.743		2.685.990	
A8. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	**228.400.000**	**90%**	**186.400.000**	**88%**
B1. Immobili dati in locazione	228.400.000		186.400.000	
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI	-		-	
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI	-		-	
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI	-		-	
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	**374.835**	**0%**	**132.606**	**0%**
F1. Liquidità disponibile	821.014		132.606	
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-446.179			
G. ALTRE ATTIVITA'	**18.789.291**	**7%**	**23.223.001**	**11%**
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	1.088.743		80.801	
G3. Risparmio d'imposta	15.554.449		6.251.469	
G4. Altre	2.146.099		16.890.731	
TOTALE ATTIVITA'	**254.872.869**	**100%**	**212.441.597**	**100%**

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 31/12/2006		Situazione al 31/12/2005	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
PASSIVITA' E NETTO				
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	**-69.500.000**		**-27.500.000**	
H1. Finanziamenti ipotecari	-69.500.000		-20.500.000	
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate				
H3. Altri	-		-7.000.000	
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-		-	
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	-		-	
L1. Proventi da distribuire				
L2. Altri debiti verso i partecipanti				
M. ALTRE PASSIVITA'	**-3.442.874**		**-1.035.735**	
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati				
M2. Debiti di imposta	-28.293		-3.306	
M3. Ratei e risconti passivi	-332.797		-476.221	
M4. Altre				
- Debiti per cauzioni ricevute			-200.000	
- altre	-3.081.784		-356.208	
TOTALE PASSIVITA'	**-72.942.874**		**-28.535.735**	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	**181.929.995**		**183.905.862**	
Numero delle quote in circolazione	**30.850**		**30.850**	
Valore unitario delle quote	**5.897,245**		**5.961,292**	
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	220		220	

Sezione reddituale

RENDICONTO AL 31/12/2006

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

SEZIONE REDDITUALE IN EURO

	Rendiconto al 31/12/2006		Rendiconto al 31/12/2005	
A. STRUMENTI FINANZIARI		**942.802**		**190.527**
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi ed altri proventi				
A1.2 utili/perdite da realizzi				
A1.3 plus/minusvalenze				
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi ed altri proventi				
A2.2 utili/perdite da realizzi				
A2.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI		942.802		190.527
A3.1 interessi, dividendi ed altri proventi				
- interessi su titoli	905.945,98		206.803,94	
A3.2 utili/perdite da realizzi				
- perdite da realizzo	-8.053,11		-16.090,87	
- utili da realizzo	41.862,95		212,85	
A3.3 plus/minusvalenze				
- minusvalenze			-709,17	
- plusvalenze	3.046,18		310,95	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		**942.802**		**190.527**
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI		**7.975.021**		**12.921.445**
B1. CANONI DI LOCAZIONE ED ALTRI PROVENTI		8.974.115		12.232.842
- affitti	7.108.823,45		10.919.814,24	
- recupero spese repetibili	378.274,20		692.909,82	
- altri proventi	1.487.017,63		620.117,84	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE		1.677.693		2.503.364
- plusvalenze altri beni immobili	3.124.716,32		4.720.894,59	
- minusvalenze altri beni immobili	-1.447.023,08		-2.217.530,47	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI		-2.290.906		-1.326.325
- spese repetibili	-804.499,35		-744.952,97	
- spese non repetibili	-1.486.406,31		-581.372,07	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI	-385.881,27	-385.881	-488.436,24	-488.436
Risultato gestione beni immobili		**7.975.021**		**12.921.445**
C. **CREDITI**		-		-
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi/decrementi di valore				
Risultato gestione crediti		**-**		**-**

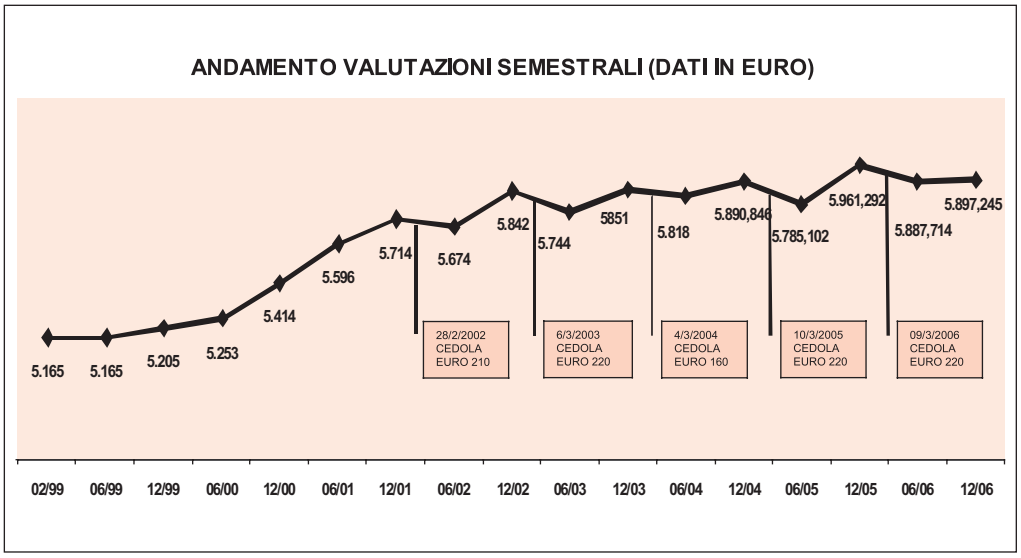
SEZIONE REDDITUALE IN EURO

	Rendiconto al 31/12/2006		Rendiconto al 31/12/2005	
D. DEPOSITI BANCARI		-		-
D1. interessi attivi e proventi assimilati				
E. ALTRI BENI		-		-
E1. Proventi				
E2. Utile/perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		**8.917.823**		**13.111.972**
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI		-		-
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		-		-
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI P.C.T. ED ASSIMILATE				
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
Risultato lordo della gestione caratteristica		**8.917.823**		**13.111.972**
H. ONERI FINANZIARI		**-1.186.859**		**-1.272.428**
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI		-1.155.804		-1.093.577
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-1.107.296,47		-1.048.591,73	
H1.2 su altri finanziamenti	-48.507,78		-44.985,33	
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	-31.055,16	-31.055	-178.850,94	-178.851
Risultato netto della gestione caratteristica		**7.730.964**		**11.839.544**
I. ONERI DI GESTIONE		**-3.113.812**		**-3.149.136**
I1. Provvigione di gestione SGR	-2.895.747,62	-2.895.748	-2.904.923,48	-2.904.923
I2. Commissioni banca depositaria	-119.568,77	-119.569	-120.149,69	-120.150
I3. Oneri per esperti indipendenti	-23.500,00	-23.500	-49.113,94	-49.114
I4. Spese pubblicazione prospetti ed informativa al pubblico	-29.433,33	-29.433	-22.976,68	-22.977
I5. Altri oneri di gestione	-45.562,33	-45.562	-51.972,40	-51.972
L. ALTRI RICAVI ED ONERI		**193.981**		**269.867**
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	95.213,23	95.213	11.093,66	11.094
L2. Altri ricavi	125.393,28	125.393	418.963,62	418.964
L3. Altri oneri	-26.625,19	-26.625	-160.190,38	-160.191
Risultato della gestione prima delle imposte		**4.811.133**		**8.960.275**
M. IMPOSTE		-		-
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		**4.811.133**		**8.960.275**

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 2006 corrisponde ad Euro 5.897,245. Considerando che la valutazione al 31 dicembre 2005 è stata pari ad Euro 5.961,292 e che il Fondo ha distribuito in data 9 marzo 2006 un provento di Euro 220 lordi per ciascuna quota, il valore del Fondo nel 2006 presenta un incremento del 2,70%[2]. Di seguito si riporta l'andamento della serie storica del valore della quota del Fondo.



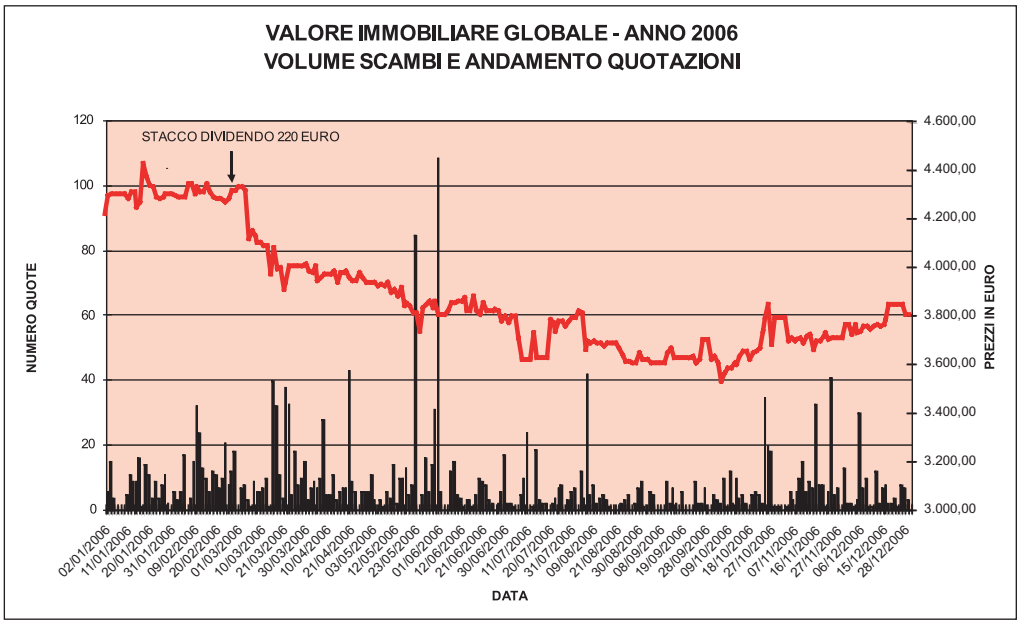
L'andamento è stato influenzato principalmente da due fattori: (a) il protrarsi dello sfitto sugli immobili di Milano, via Messina e San Donato Milanese lotto IIIA, (b) il periodo di giacenza della liquidità derivante dalla cessione dell'immobile di Agnadello in febbraio fino al successivo reimpiego avvenuto a dicembre con l'acquisizione delle proprietà di San Giuliano Milanese ed Origgio.

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 superiore del 4,42% 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 3.520,01 in data 5 ottobre 2006 ed ha raggiunto quello massimo ad Euro 4.421,79 in data 18 gennaio 2006. Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo è stato di 7,98 quote. Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di Borsa aperta (29 dicembre 2006) è stato di Euro 3.797,16.

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



E' da considerarsi nell'analisi dell'andamento delle quotazioni del semestre lo stacco di un provento pari ad Euro 220 lordi pro-quota avvenuto in data 9 marzo 2006.

Il Consiglio di Amministrazione ha deliberato la distribuzione di un provento nella misura di Euro 310,00 lordi pro quota, pari ad un ammontare complessivo di Euro 9.563.500,00 con decorrenza 8 marzo 2007.

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

Valore Immobiliare Globale alla data del 31 dicembre 2006 ha un *plafond* di Euro 9.671.543,00, pertanto il provento sarà distribuito totalmente in esenzione d'imposta.

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.

Per la parte immobiliare sono state poste in essere, come di consueto, verifiche in via preventiva all'acquisizione, con raccolta di idonea documentazione per accertare eventuali rischi sia a carico della parte venditrice che dell'immobile oggetto della transazione e dei soggetti locatari dello stesso.

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 il 31 dicembre 2006, sono di seguito riepilogati:

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

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

Numerario
Il numerario è computato al nominale.

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

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

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

Crediti
I crediti sono esposti al presumibile valore di realizzo.

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

Rilevazione dei costi e dei ricavi riferiti alla gestione immobiliare
I costi e i ricavi vengono rilevati tenendo conto della loro competenza temporale (ad esempio: i canoni di locazione vengono riscontati su tutto il periodo di competenza), fatti salvi i casi in cui il componente di reddito, per sua natura, non può che essere rilevato ed imputato nel momento in cui si manifesta l'accadimento che lo genera (ad esempio: i componenti negativi di reddito aventi natura straordinaria vengono imputati al conto economico nel momento in cui si manifestano e non possono essere riscontati o rateizzati).

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

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

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

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

Ai fini della valutazione, gli Esperti Indipendenti, hanno recepito le indicazioni contenute nei contratti locativi sia per quanto attiene ai canoni che per la loro indicizzazione nel tempo, sia infine la durata dei contratti stessi, secondo le informazioni fornite.

Al fine di determinare il valore di mercato, gli Esperti Indipendenti hanno effettuato l'ispezione dei complessi immobiliari per rilevare, in aggiunta alle informazioni fornite dal cliente, i dati ad essi relativi (consistenza, qualità, condizioni, caratteristiche, ecc.) necessari per lo sviluppo della stima; sono stati analizzati, inoltre, i dati economici rilevati dal mercato immobiliare locale, opportunamente elaborati onde adattarli alle specifiche caratteristiche delle proprietà in oggetto.

Aspetti fiscali del Fondo e dei partecipanti

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

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

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

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

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

Per quanto riguarda il regime di tassazione, l'Agenzia delle Entrate, con la risoluzione del 2 maggio 2006 allegata alla circolare di Assogestioni n. 55/06/C, ha chiarito alcuni temi in merito al trattamento dei proventi maturati prima del 31 dicembre 2003. In particolare, in occasione delle distribuzioni, occorre considerare i utili distribuiti come proventi "ante 31 dicembre 2003" (cioè non soggetti alla ritenuta del 12,5%) fino a concorrenza del plafond rappresentato dall'incremen-

to di valore netto del fondo registrato tra la data di costituzione e il 31 dicembre 2003, al netto di quanto distribuito a tale titolo "ante 31 dicembre 2003" fra il 1° gennaio 2004 e oggi. Solamente gli utili eccedenti il predetto plafond vanno considerati come proventi "post 1° gennaio 2004" e, quindi, soggetti alla ritenuta del 12,5%.

SEZIONE II - LE ATTIVITA'

Il Fondo presenta investimenti in strumenti finanziari per circa il 3% del totale delle attività; detti investimenti sono tutti quotati ed effettuati in Italia.
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 ad esclusione di un immobile ad uso logistico ubicato in provincia di Varese nonché di un *megastore* in Brescia; gli investimenti non contemplano, come del resto previsto nel Regolamento del Fondo, acquisizioni residenziali.
Si precisa che alla data del Rendiconto non si rilevano investimenti in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente per un valore superiore al 5% del totale delle attività.

Strumenti finanziari quotati

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

(in migliaia di Euro)

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	**Altri Paesi dell'UE**	**Altri Paesi dell'OCSE**	**Altri Paesi**
Titoli di debito: **- di Stato** **- di altri enti pubblici** **- di banche** **- di altri**	**6.863**			
Titoli di capitale: **- con diritto di voto** **- con voto limitato** **- altri**				
Parti di O.I.C.R.: **- aperti armonizzati** **- aperti non armonizzati**				
Totali: **- in valore assoluto** **- in percentuale del totale delle attività**	**6.863** **2,69%**			

Nel prospetto della situazione patrimoniale è presente, oltre a quanto sopra riportato, un importo di Euro/migliaia 446, pari allo 0,18% del totale delle attività, relativo ad un acquisto di un Titolo di Stato italiano (BOT 30/03/2007 IT0004102650) che è stato regolato con valuta 02/01/2007 a causa di un ritardo della controparte nella consegna del titolo. Si precisa tuttavia che l'ordine dell'operazione prevedeva come data di valuta il 29 dicembre 2006.

Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per mercato di quotazione:

(in migliaia di Euro)

	Mercato di quotazione			
	Italia	**Altri Paesi dell'UE**	**Altri Paesi dell'OCSE**	**Altri Paesi**
Titoli quotati	6.863			
Titoli in attesa di quotazione				
Totali: **- in valore assoluto** **- in percentuale del totale delle attività**	**6.863** **2,69%**			

Movimenti dell'esercizio:

(in migliaia di Euro)

	Controvalore acquisti	**Controvalore vendite/rimborsi**
Titoli di capitale		
Titoli di debito	145.827	141.711
Parti di O.I.C.R.		
Totale	**145.827**	**141.711**

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 (a)	Redditività dei beni locati				Costo storico (migliaia di Euro)	Ipoteche (b)	Ulteriori informazioni
					Canone Euro/mq (a)	Tipo contratto	Scadenza contratto (prima scadenza utile / possibilità di recesso)	Locatario			
1	Centro direzionale Lazio; Roma; Via Bombay,5		1999(c)	8.585	203	Affitto: 6+6 anni	30/11/2011 (dalla fine del 2003 concesso recesso anche parziale con preavviso di 6 mesi)	Oracle Italia S.r.l.	22.542	si	L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						Affitto: 6+6 anni	30/04/2006 (dal 30/04/2004 possibilità di recesso anche parziale con 6 mesi di preavviso)	EMC Computer Systems Italia S.p.A.			
						Affitto:6+6 anni	31/01/2012 (dal 1/02/2009 facoltà di recesso con 6 mesi di preavviso)	Sun Microsystems Italia S.p.A. (d)			
						Affitto: 9+6 anni	31/05/2011 (può recedere in qualunque momento con 6 mesi di preavviso)	Telecom Italia Mobile S.p.A.			
2	Centro direzionale Lombardia; Milano; Via Messina,38	Uffici	1993	10.394	229	Affitto: 6+6 anni	15/03/2012 (dal 15/03/2010 facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	Accord Italia S.p.A	42.373	si	L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						Affitto: 6+6 anni	30/10/2010 (dal 2002 facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	ENI S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	15/06/2012	Tele Atlas Italia S.r.l.			
						Affitto: 6+6 anni	15/09/2012	ZS Associates International Inc.			
						Affitto: 6+6 anni	29/02/2012	Almirall S.p.A.			
3	Polo logistico, formato da tre fabbricati Lombardia San Giuliano Milanese (Mi) Via Tolstoj 63-65	Polo Logistico	1974-1999-2000	11.933	161	Affitto: 10+6 anni	28/02/2010	Tech Data Italia S.r.l.	28.275		Polo Logistico ubicato nella prima fascia dell'hinterland milanese a sud di milano e vicina agli accessi di autostrade e tangenziali
4	Polo logistico, costituito da 4 corpi di fabbrica Lombardia Origgio (Va) Strada Statale 233 Km. 20.5 / Largo Boccioni	Polo logistico	1967	50.068	57	Affitto: 12+6 anni	30/06/2014 (facoltà di recesso dal 2015 in qualsiasi momento)	Fiege Logistics Italia S.p.A.	42.147		Polo logistico ubicato all'interno di un vasto parco industriale ex Ciba a cui si accede dalla statale 233, ed attiguo all'autostrada A8 laghi, e all'aeroporto di Malpensa

5	Megastore Lombardia; Milano; Via Torino ang. Via dei Piatti 1/3	Negozio	2002(c)	1.651	515	Affitto: 9+6 anni	31/12/2013	Cisalfa Nord S.p.A.	11.806	si	L'unità, porzione condominiale di edificio d'epoca, è posizionata nel centro di Milano in un asse commerciale di elevato passaggio ed è stata ristrutturata nel 2002.
6	Megastore Lombardia; Brescia – Corso Magenta, 2	Negozio	1996 (c)	6.382	189	Affitto:9+6 anni	29/01/2012	Coin S.p.A.	17.022	si	L'immobile risulta posizionato nella zona pedonale del centro di Brescia ad elevata connotazione Commerciale .
7	Centro direzionale Lombardia; S.Donato Milanese (MI) Via Milano 4 Lotto IV	Uffici	2004	3.785	183	Affitto: 6+6 anni	30/04/2010 (può recedere solo per gravi motivi con preavviso di 6 mesi)	SMS Demag Innse S.p.A.	9.175	si	L'immobile è collocato in un complesso terziario di nuova realizzazione prossimo alla tangenziale e all'aeroporto di Linate nonché Metropolitana urbana.
8	Megastore Lombardia; Corsico – Via dell'industria 15/17	Negozio	2002 (c)	4.252	212	Affitto:9+9 anni	28/06/2014	Emmelunga S.p.A.	11.818	si	L'immobile è ubicato in contesto commerciale affermato, con ottima posizione viabilistica.
9	Centro direzionale Lombardia; S.Donato Milanese (MI) Via XXV Aprile ,4 Lotto III A	Uffici	2005	11.717	161	Garanzia di reddito: 3 anni (e)	30/09/2008	Immobiliare Tangenziale Paullese S.r.l.	33.579		L'immobile è collocato in un complesso terziario di nuova realizzazione prossimo alla tangenziale e all'aeroporto di Linate nonché Metropolitana urbana.
						Affitto: 6+6 anni	31/01/2012	EGL Italia S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	31/03/2012	Bracco S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	31/07/2012	Bracco S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	31/05/2012 (con facoltà di recesso dal 31/05/2014 e 31/05/2016 con preavviso di 12 mesi)	IMCD Italy S.r.l.			
TOTALE									**218.737,00**		

(a) superficie ponderata ex D.P.R.138/98
(b) l'ammontare complessivo delle ipoteche iscritte sugli immobili è pari a 341,00 milioni di Euro
(c) anno di ristrutturazione
(d) già Storage Technology Italia SpA
(e) garanzia di redditto a scalare: 1° anno 100%, 2° anno 50%, 3°anno 25%.

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

(in migliaia di Euro)

		Importo dei canoni			
Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	**Valore dei beni immobili**	**Locazione non finanziaria a**	**Locazione finanziaria b**	**Importo totale c=a+b**	**%**
Fino a 1 anno	8.395	240		240	1,90%
Da oltre 1 a 3 anni	0	0		0	0,00%
Da oltre 3 a 5 anni	63.503	4.478		4.478	35,57%
Da oltre 5 a 7 anni	60.340	4.108		4.108	32,64%
Da oltre 7 a 9 anni	53.965	3.761		3.761	29,88%
Oltre 9 anni	0	0			
A) Totale beni immobili locati	**186.203**	**12.587**		**12.587**	**100%**
B) Totale beni immobili non locati	**32.534**				

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	m² 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	m² 52.657 (*)	19/07/00	25.485	30.100	10/02/06	30.100	12.275	972	15.918

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

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	108
	C/c investimenti	709
	C/c finanziamento	4
	C/c canoni	0
	C/c vendite	0
	C/c I.V.A.	0
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare		0
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare		(446)
Totale		375

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	Risconti attivi	1.089
G3. Risparmio di imposta	SGR crediti v/Erario I.V.A. rimborsi	1.752
	SGR Erario c/ I.V.A. liquidazione	13.802
G4. Altre	Depositi cauzionali utente	21
	Credito su interessi I.V.A. a rimborso	426
	Anticipi verso fornitori per fatture da ricevere	1.360
	Fatture da emettere	75
	Note credito da ricevere	109
	C/anticipi commissioni banca depositaria	10
	Assegni circolari	137
	Crediti per Commissioni di Gestione	8
	Crediti diversi	0
	Crediti per Commissioni Banca Depositaria	0
Totale		**18.789**

La voce G2 "Ratei e risconti attivi" si riferisce quasi esclusivamente alle spese sostenute per il finanziamento ipotecario contratto con "Merrill Lynch International Bank Limited" in data 22 dicembre 2006 la cui durata è prevista sino al 30 gennaio 2015.
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, sezione 'Altre notizie', mentre nella voce G4 "Altre" sono esposti gli interessi su questo credito.

Sempre nella voce G3 "Risparmio d'imposta" il Credito verso Erario per liquidazione I.V.A. si riferisce alla liquidazione del mese di dicembre.
Gli "Anticipi verso fornitori per fatture da ricevere" si riferiscono a somme corrisposte al Notaio rogante gli immobili acquistati, per gli adempimenti del caso.

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	69.500
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		0
H3. Altri		0
Totale		**69.500**

Nella sottovoce H1 "Finanziamenti ipotecari" sono ricompresi gli importi di due contratti di mutuo ipotecario:
- il primo datato 21 gennaio 2003, con successive modifiche, è stato stipulato con la società di diritto tedesco "Eurohypo Aktiengesellschaft" per un importo massimo erogabile di Euro 41 milioni, di cui 20,5 effettivamente utilizzati.
La durata del contratto è di anni 12 a far data dalla stipula.
Il finanziamento è regolato ad un tasso fisso stabilito alla data dell' erogazione pari al 5,045%.
A garanzia del finanziamento è stata concessa ipoteca di primo grado sulle due torri ("A "e "C") delle quattro costituenti il centro direzionale "Procaccini Center" sito in Milano, V.Messina 38;

- il secondo datato 22 dicembre 2006, è stato sottoscritto con "Merrill Lynch International Bank Limited" per un importo massimo erogabile di Euro 150 milioni di cui Euro 49 milioni utilizzati, 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 2006 è pari al 4,313%. A garanzia del finanziamento è iscritta un ipoteca di primo grado sui seguenti immobili:

- Roma – Via Bombay, 5
- Milano – Via Torino/Via Piatti, 1/3
- Brescia – Corso Magenta, 2
- San Donato Milanese – Via Milano, 4 – Lotto IV
- Corsico – Via dell' Industria, 15/17

A copertura del rischio fluttuazione tassi, sono stati sottoscritti due contratti *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	28
M3. Ratei e risconti passivi	Risconti passivi	333
M4. Altre	Debiti v/ fornitori	33
	Fatture da ricevere	2.728
	Debiti per interessi su finanziamenti ipotecari	67
	Debiti verso fornitori immobiliari	47
	Transitorio fatture da ricevere manutenzioni	15
	Note di credito da emettere	55
	Depositi a garanzia	137
Totale		**3.443**

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 fino al 31/12/06.

(in migliaia di Euro)

		Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse per prezzo di emissione)		**159.327**	**100%**
A1.	Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-	-
A2.	Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	4.711	2,96%
B.	Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	77.947	48,92%
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	(4.603)	(2,89%)
I.	Oneri di gestione complessivi	(24.403)	(15,32%)
L.	Altri ricavi ed oneri complessivi	4.608	2,89%
M.	Imposte complessive	(5.491)	(3,45%)
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		**-**	**-**
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI		**(31.776)**	**(19,94%)**
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE		**59.870**	**37,58%**
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2006		**181.930**	**114,19%**
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		**-**	**-**
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO AL 31/12/2006		**4,03%**	

SEZIONE V - ALTRI DATI PATRIMONIALI

L'ammontare delle passività nei confronti di altre società del gruppo al quale appartiene la RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A. è il seguente:

- Debiti verso Gruppo Deutsche Bank S.p.A.:
  - Debiti per consulenze immobiliari RREEF Opportunities Management S.r.l. Euro 517.500.

Tale importo si riferisce al compenso contrattualmente stabilito per l'assistenza prestata nella fase d'acquisto degli immobili ubicati in Origgio (VA) e San Giuliano Milanese (MI).

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

(in migliaia di Euro)

Garanzia ricevuta	Denominazione conduttore/descrizione	Immobile	Importo
Fidejussione da conduttore	ENI S.p.A.	Procaccini	151
Contanti	ZS Associates International Inc.	Procaccini	68
Fidejussione da conduttore	Tele Atlas Italia S.r.l.	Procaccini	201
Fidejussione da conduttore	Almirall S.p.A.	Procaccini	69
Fidejussione da conduttore	Accord Italia S.p.A.	Procaccini	31
Garanzia INVIM Straordinaria		Procaccini	1.291
Fidejussione da conduttore	Sun Microsystems Italia S.p.A.	Oceano Indiano	72
Fidejussione da conduttore	EMC Computer Systems Italia S.p.A.	Oceano Indiano	243
Fidejussione da conduttore	Oracle Italia S.r.l.	Oceano Indiano	241
Fidejussione da conduttore	Emmelunga S.p.A.	Corsico	1.328
Fidejussione da conduttore	Cisalfa Nord S.p.A.	Via dei Piatti (MI)	810
Polizza Fidejussoria da conduttore	Coin S.p.A.	Brescia	1.387
Fidejussione da conduttore	SMS Demag Innse S.p.A.	S.Donato Mil.se – Lotto IV	169
Fidejussione da conduttore	Immobiliare Tangenziale Paullese S.r.l.	S.Donato Mil.se – Lotto IIIA	240
Fidejussione da venditore	Immobiliare Tangenziale Paullese S.r.l.	S.Donato Mil.se – Lotto IIIA	200
Fidejussione da conduttore	Bracco S.p.A.	S.Donato Mil.se – Lotto IIIA	44
Fidejussione da conduttore	Bracco S.p.A.	S.Donato Mil.se – Lotto IIIA	156
Fidejussione da conduttore	EGL Italia S.p.A.	S.Donato Mil.se – Lotto IIIA	25
Contanti	IMCD ITALY S.r.l.	S.Donato Mil.se – Lotto IIIA	69
Totale			**6.795**

Le ipoteche gravanti sui beni immobili, iscritte per un ammontare complessivo di Euro 341 milioni si riferiscono:

- Per Euro 41 milioni all'immobile di Milano, via Messina, torre "A" e "C" (finanziamento "Eurohypo Aktiengesellschaft");
- Per Euro 300 milioni agli immobili di seguito elencati (finanziamento "Merrill Lynch International Bank Limited"):
  - Roma – Via Bombay, 5
  - Milano – Via Torino/Via Piatti, 1/3
  - Brescia – Corso Magenta, 2
  - San Donato Milanese – Via Milano, 4 – Lotto IV
  - Corsico – Via dell' Industria, 15/17.

Si precisa inoltre che l'ammontare delle ipoteche iscritte a fronte del contratto con "Merrill Lynch International Bank Limited" è già calcolato sul valore complessivo del finanziamento erogabile fino al 30 dicembre 2008 pari ad Euro 150 milioni, di cui 49 già utilizzati alla data del presente Rendiconto.

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

SEZIONE I - RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU STRUMENTI FINANZIARI

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

(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
C. Strumenti finanziari quotati						
1. Titoli di debito	42	(8)		3	(0)	
2. Titoli di capitale						
3. Parti di O.I.C.R.						

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	7.109
	Recupero spese repetibili	378
	Altri proventi	1.487
B2. Utili/perdite da realizzi		0
B3. Plus/minusvalenze	Plusvalenze su beni immobili	3.125
	Minusvalenze su beni immobili	(1.447)
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	Manutenzione straordinaria a carico proprietà	(164)
	Manutenzione a carico proprietà	(46)
	Polizze fabbricati	(102)
	Spese generali a carico proprietà	(124)
	Imposta di registro/valori bollati su contratti d'affitto	(27)
	Altri oneri a carico proprietà	(1.024)
	Spese riscaldamento/ condizionamento repetibili	(57)
	Spese generali repetibili	(444)
	Utenze repetibili	(234)
	Spese acqua repetibili	(25)
	Spese telefoniche repetibili	(4)
	Imposta di registro/valori bollati repetibili su contratti d'affitto	(40)
B5. Ammortamenti		0
B6. Imposta comunale sugli immobili	Ici	(386)
Totale		**7.975**

La voce B3 è relativa alle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti per determinare il valore di mercato del portafoglio immobiliare.
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		7.109			
	1.2 canoni di locazione finanziaria					
	1.3 altri proventi		1.865			
2.	**Utile/Perdita da realizzi**					
	2.1 beni immobili					
	2.2 diritti reali immobiliari					
3.	**Plusvalenze/Minusvalenze**					
	3.1 beni immobili		1.678			
	3.2 diritti reali immobiliari					
4.	**Oneri per la gestione di beni immobili**		(2.677)			
5.	**Ammortamenti**					
Totale			**7.975**			

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	1.107
	Interessi passivi su finanziamenti	47
	Interessi passivi su depositi cauzionali	2
H2. Altri oneri finanziari	Imposte su mutui ipotecari	0
	Oneri finanziari per *cap*	2
	Interessi passivi su factoring	29
Totale		**1.187**

La sottovoce H1 "Interessi passivi su finanziamenti ricevuti"-"interessi passivi su mutui ipotecari" ricomprende gli oneri finanziari inerenti: (a) il contratto di mutuo ipotecario stipulato con "Eurohypo Aktiengesellschaft "per Euro 1.048 mila; (b) il contratto di mutuo ipotecario stipulato con "Merrill Lynch International Bank Limited" per Euro 59 mila. Gli "interessi passivi su finanziamenti" comprendono gli interessi maturati fino alla data del 31 marzo 2006 sulle somme utilizzate del contratto di cessione pro solvendo del credito I.V.A. anno 2000, stipulato in data 30 marzo 2005 con Deutsche Bank S.p.A.
La sottovoce H2 "Altri oneri finanziari" ricomprende gli interessi dovuti sulle somme anticipate dalla cessionaria "Credemfactor" a fronte del suo impegno a versare l'importo corrispondente alla cessione del credito I.V.A. annuale fino alla data di rimborso parziale di tale credito I.V.A. avvenuto in data 01/03/2006 e l'importo di competenza dell'esercizio dei due strumenti derivati *cap*.
Le principali caratteristiche inerenti le opzioni *cap* sono di seguito riassunte:

Data negoziazione:	22/12/2006	22/12/2006
Inizio:	22/12/2006	22/12/2006
Termine:	30/01/2015	30/07/2008
Valore nominale di riferimento:	35.100.000	13.900.000
Premio pagato:	465.000	1.150
cap rate:	4,85%	5,00%

SEZIONE VII - ONERI DI GESTIONE

I costi sostenuti nel periodo sono indicati nella seguente tabella:

		Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	ONERI DI GESTIONE	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)	Provvigioni di gestione provvigioni di base provvigioni di incentivo	2.896	1,58	1,14					
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	120	0,07	0,05					
4)	Spese di revisione del fondo	23	0,01						
5)	Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo (**)	955	0,52	0,37		517	0,28	0,20	
6)	Compenso spettante agli esperti indipendenti	23	0,01	0,01					
7)	Oneri di gestione degli immobili	1.338	0,73	0,52					
8)	Spese legali e giudiziarie								
9)	Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	2	0,00						
10)	Altri oneri gravanti sul fondo (***)	52	0,03						
	TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (somma da 1 a 10)	5.409	2,96			517	0,28		
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	1.156			1,66				
13)	Oneri fiscali di pertinenza del fondo								
	TOTALE SPESE (somma da 1 a 13)	6.565	3,59			517	0,28		

(*) Calcolato come media del periodo
(**) Sono ricomprese le spese per l'attività di consulenza svolta dalla RREEF Opportunities Management S.r.l.
(***) Alla voce "Altri oneri gravanti sul Fondo" sono ricomprese le spese per la quotazione, il contributo CONSOB e altre spese amministrative

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	95
L2. Altri ricavi	Sopravvenienze attive	77
	Interessi su I.V.A. a rimborso	48
L3. Altri oneri	Sopravvenienze passive	(25)
	Spese varie factoring	(0)
	Spese varie finanziamento	(1)
	Commissioni erogazione finanziamento	(0)
	Consulenza tecniche/legali	(0)
TOTALE		**194**

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.

Di seguito si riporta un estratto della relazione di stima del valore di mercato dei nove immobili che compongono il patrimonio del Fondo al 31 dicembre 2006.

SCENARI IMMOBILIARI®
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

Milano, 29 gennaio 2007

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

Oggetto: Stima del Valore di Mercato al 31 dicembre 2006 di 9 immobili del Fondo Immobiliare "Valore Immobiliare Globale"

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

Città	*Indirizzo*	*Valore corrente al 31 dicembre 2006*
		Euro
Milano	*via Messina 38*	*41.000.000*
Milano	*via Torino*	*15.500.000*
Corsico	*via dell'Industria 15/17*	*11.900.000*
San Donato M.	*via Milano 1*	*10.100.000*
San Donato M.	*via XXV Aprile lotto 3A*	*33.700.000*
Roma	*viale Oceano Indiano*	*27.100.000*
Brescia	*corso Magenta 2*	*18.500.000*
S. Giuliano M.	*Viale Tolstoj 63/65*	*29.000.000*
Origgio	*Largo Boccioni*	*41.600.000*
Totale		***228.400.000***

Distinti saluti

Dott. Ing. Raffaello Pochettino

Si attesta che il presente documento è composto da n. 42 pagine.

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
Paolo Gualtieri

KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Via Vittor Pisani, 25
20124 MILANO MI

Telefono 02 6763.1
Telefax 02 67632445
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 156 e dell'art. 9 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58

Ai partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Valore Immobiliare Globale"

1 Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Valore Immobiliare Globale" chiuso al 31 dicembre 2006. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione compete agli amministratori della società di gestione del fondo Rreef Fondimmobiliari SGR S.p.A. (già Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR S.p.A.). E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione e basato sulla revisione contabile.

2 Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla Consob. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto della gestione sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto della gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla legge, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 1° marzo 2006.

3 A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Valore Immobiliare Globale" al 31 dicembre 2006 è conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria ed il risultato economico del fondo.

Milano, 28 febbraio 2007

KPMG S.p.A.

Roberto Fabbri
Socio

KPMG S.p.A., an Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International, a Swiss cooperative.

Milano Ancona Aosta Bari
Bergamo Bologna Bolzano Brescia
Catania Como Firenze Genova
Lecce Napoli Novara Padova
Palermo Parma Perugia Pescara
Roma Torino Treviso Trieste Udine
Varese Verona

Società per azioni
Capitale sociale
Euro 6.280.400,00 i.v.
Registro Imprese Milano e
Codice Fiscale N. 00709600159
R.E.A. Milano N. 512867
Part. IVA 00709600159
Sede legale: Via Vittor Pisani, 25
20124 Milano MI

A Member of the Deutsche Bank Group

RREEF

REAL RESULTS