RREEF

RENDICONTO DI GESTIONE

AL 31/12/2007

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

" VALORE IMMOBILIARE GLOBALE"

Indice

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI **3**

1.1 ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO 3
1.1.1 Gestione immobiliare *4*
1.1.2 Gestione mobiliare *8*
1.1.3 Gestione finanziaria *8*
1.1.4 Analisi delle performance *9*
1.2 DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE .. 10
1.3 ANDAMENTO DEI SETTORI IMMOBILIARI DI INTERESSE 12
1.3.1 Scenario *12*
1.3.2 Il mercato terziario *14*
1.3.3 Il mercato immobiliare industriale *18*
1.3.4 Il mercato degli immobili commerciali *19*
1.4 CORPORATE GOVERNANCE 20
1.5 ALTRE NOTIZIE 21
1.6 FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO 22

SEZIONE PATRIMONIALE **23**

SEZIONE REDDITUALE **25**

NOTA INTEGRATIVA **27**

PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA 27
PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO 29
SEZIONE I - CRITERI DI VALUTAZIONE *29*
SEZIONE II - LE ATTIVITA' *31*
SEZIONE III - LE PASSIVITA' *37*
SEZIONE IV - IL VALORE COMPLESSIVO NETTO *39*
SEZIONE V - ALTRI DATI PATRIMONIALI *39*
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO 41
SEZIONE I - RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU STRUMENTI FINANZIARI *41*
SEZIONE II - BENI IMMOBILI *41*
SEZIONE III – CREDITI *42*
SEZIONE IV – DEPOSITI BANCARI *42*
SEZIONE V – ALTRI BENI *42*
SEZIONE VI - ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE ED ONERI FINANZIARI *42*
SEZIONE VII - ONERI DI GESTIONE *43*
SEZIONE VIII - ALTRI RICAVI ED ONERI *44*
SEZIONE IX - IMPOSTE *44*
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI 44

Relazione degli amministratori

1.1 Attività di gestione del Fondo

Nel corso del 2007 la Società di Gestione, si è prevalentemente adoperata al fine di migliorare la redditività corrente degli immobili in portafoglio reperendo nuovi conduttori per l'occupazione degli spazi sfitti.

In particolare sono stati sottoscritti due nuovi contratti di locazione sull'immobile di Milano via Messina (Procaccini Center) per un canone complessivo annuo pari ad Euro 737.000, due nuovi contratti di locazione sull'immobile di San Donato Milanese – Lotto IIIA per un canone complessivo annuo pari ad Euro 1.523.972. E' stata inoltre formalizzata un'integrazione al contratto di locazione in essere con la "Oracle Italia S.r.l."(già "Oracle Italia S.p.A.") per un canone annuo pari ad Euro 151.670 sull'immobile di Roma, via Oceano Indiano, volta all'occupazione degli spazi nel frattempo liberati dal precedente conduttore.

Nel mese di maggio la Società di Gestione ha inoltre valutato l'opportunità di acquisire quattro immobili a destinazione prevalentemente direzionale facenti parte di un più ampio portafoglio immobiliare di proprietà di un fondo immobiliare italiano, per il quale la società di gestione di tale fondo aveva avviato una procedura di dismissione nel mese di marzo 2007. Le acquisizioni non sono state finalizzate poichè la stessa gara è stata aggiudicata ad altri concorrenti.

Relativamente al contenzioso relativo al residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821,00, si segnala che, in aggiunta a quanto già riportato nella Relazione Semestrale al 30 giugno 2007, l'Agenzia delle Entrate – Ufficio di Milano, in data 17 dicembre 2007, ha proposto appello contro la sentenza di primo grado presso la Commissione Tributaria Regionale di Milano.

In relazione alle modifiche regolamentari sottoposte all'approvazione di Banca d'Italia nel corso del 2006 ed opportunamente descritte e commentate nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2006, va segnalato che le stesse sono state autorizzate in data 22 febbraio 2007.
Si rammenta che tali modifiche, in vigore dal 30 aprile 2007, sono relative (i) alle "operazioni con parti correlate", (ii) alla possibilità per il Fondo di sottoscrivere, acquistare e detenere partecipazioni in società immobiliari, (iii) all'esplicitazione della possibilità di indebitamento del Fondo, (iv) all'estensione della facoltà del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione di procedere alla distribuzione di proventi della gestione anche con cadenza infrannuale e (v) al mutamento del *wording* relativo all'investimento del patrimonio del Fondo in strumenti finanziari emessi da stati aderenti all'OCSE.

In data 30 marzo 2007 il mutuo ipotecario contratto nel 2003 con la "Eurohypo Aktiengesellschaft" per un ammontare pari ad Euro 20.500.000 è stato completamente rimborsato e tale importo è stato contestualmente rifinanziato dalla "Merrill Lynch International Bank Limited" attraverso un'ulteriore erogazione del contratto di mutuo originariamente stipulato in data 22 dicembre 2006. Tale ultimo contratto prevede infatti delle condizioni e delle modalità di rimborso ritenute più idonee ad una gestione immobiliare di tipo dinamico.

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.

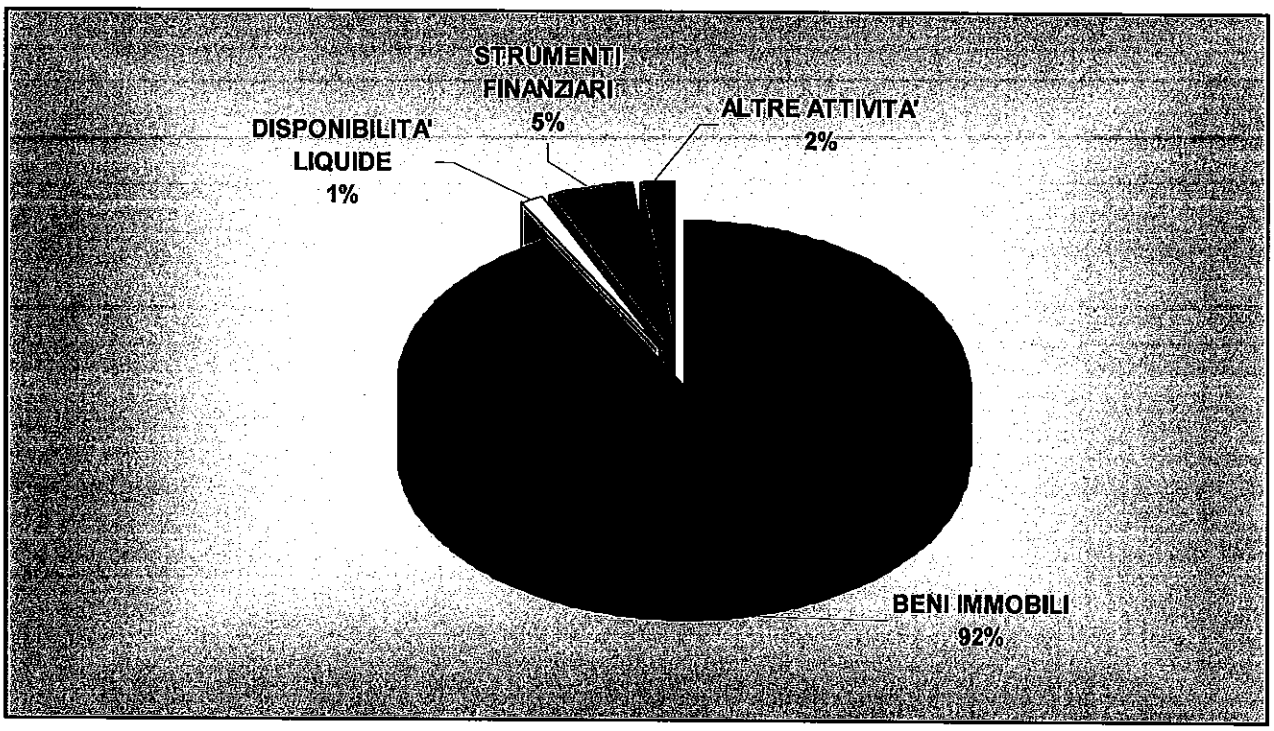
In data 8 novembre 2007, Il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato un cambiamento nelle regole di determinazione dell'*asset allocation target*. Fermi restando i settori in cui il Fondo investe, ovvero direzionale, commerciale, logistico e turistico-alberghiero, è stato stabilito di limitare la concentrazione degli investimenti, ponendo un vincolo "di massima" per il quale non sarà possibile investire una quota superiore al 40% del valore complessivo del portafoglio immobiliare del Fondo in ogni singolo settore. Tale cambiamento è stato motivato dalla riscontrata esigenza di cogliere con maggiore flessibilità eventuali opportunità d'investimento che dovessero in futuro presentarsi.

Il valore della quota al 31 dicembre 2007 corrisponde ad Euro 6.094,216. Considerando che la valutazione al 31 dicembre 2006 è stata pari ad Euro 5.897,245 e che il Fondo ha distribuito in data 8 marzo 2007 un provento di Euro 310 lordi per ciascuna quota, il valore del Fondo nel 2007 presenta un incremento del 8,98%[1].

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 2007 alla distribuzione di un provento lordo per complessivi Euro 9.008.200, ovvero Euro 292,00 pro-quota, con decorrenza 13 marzo 2008 (data stacco 10 marzo 2008).

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 2007 possiedono complessivamente un valore di mercato pari ad Euro 238,4 milioni, superiore del 8,99% rispetto al costo storico.

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



1.1.1 Gestione immobiliare

Nel corso del 2007 l'attività di gestione del fondo è stata concentrata al reperimento di nuovi conduttori al fine di diminuire le porzioni immobiliari sfitte ed aumentare conseguentemente la redditività del portafoglio immobiliare.

Più nel dettaglio sono stati sottoscritti due nuovi contratti di locazione sull'immobile di Milano via Messina (Procaccini Center) per un canone complessivo annuo pari ad Euro 737.000, due nuovi contratti di locazione sull'immobile di San Donato Milanese – Lotto IIIA per un canone complessivo annuo pari ad Euro 1.523.972. E' stata inoltre formalizzata un'integrazione al contratto di locazione in essere con la "Oracle Italia S.r.l."(già "Oracle Italia S.p.A.") per un canone annuo pari ad Euro 151.670 sull'immobile di Roma, via Oceano Indiano, volta all'occupazione degli spazi nel frattempo liberati dal precedente conduttore.

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

Con la sottoscrizione dei contratti di locazione sopra riportati il *vacancy rate* dell'intero portafoglio, calcolato sulle superfici ponderate, è sceso all'1,79%, rispetto all'11% registrato nell'ultimo Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2006.

Il rendimento medio ponderato alla data di approvazione del presente rendiconto è pari al 6,54%, ovvero lo 0,74% superiore rispetto a quanto indicato nel rendiconto sopra citato. Si precisa a tal riguardo che tale percentuale non tiene conto del nuovo contratto di locazione stipulato con "TEVA Pharma Italia S.r.l." la cui decorrenza onerosa è il 01 gennaio; considerando anche quest'ultimo canone di locazione contratti la redditività del portafoglio a far data dal 1° gennaio 2008 sarà pari al 6,83%.

Al 31 dicembre 2007 il portafoglio del Fondo si compone di 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 238,4 milioni di Euro. Le principali caratteristiche di tali asset sono di seguito descritte in ordine di acquisizione:

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

  Data di Acquisizione: 3 aprile 2000
  Destinazione d'uso: uffici
  Descrizione: si tratta di due edifici, situati in zona Monumentale in Milano, ciascuno dei quali costituito da dieci piani fuori terra, un piano seminterrato e da due piani interrati. L'entità dell'investimento ammonta a 41,8 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
  Situazione locativa: la torre "C" è stata frazionata e affittata 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 232.790; 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 103.046; "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 annuo è pari ad Euro 225.604. 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. Si segnala che il conduttore ha esercitato la facoltà di recesso, nei tempi contrattualmente previsti, e rilascerà l'unità attualmente occupata a far data dal 30 aprile 2008.
  In merito alla Torre "A", è stato stipulato con la "ZS Associates International Inc." un contratto di locazione con decorrenza 16 settembre 2006 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. Il canone annuo è pari ad Euro 138.183.
  In data 1 febbraio 2007 è stato stipulato con la "Euphon Communication S.p.A." un nuovo contratto di locazione con decorrenza onerosa a partire dal 1° aprile 2007 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 canone annuo è pari ad Euro 117.000.
  Si segnala inoltre che in data 1° maggio 2007 è stato stipulato con la "TEVA Pharma Italia S.r.l." un contratto di locazione di tipo 6+6 per l'occupazione dei piani seminterrato, 3°, 5°, 6°, 7° ed 8° oltre ad alcuni spazi ad uso archivio e n. 26 posti auto, per una superficie lorda complessiva di mq. 2.801 ed un canone annuo pari ad Euro 620.000. Tale contratto avrà decorrenza onerosa dal 1° gennaio 2008.
  Al fine di contenere nel breve periodo i mancati redditi derivanti dalle residue sfittanze la Società di Gestione ha incaricato primarie società d'intermediazione al fine di reperire nuovi conduttori.

- **Roma, Via Bombay 5 - angolo Viale Oceano Indiano 180**

  Data di acquisizione: 3 maggio 2000
  Destinazione d'uso: uffici
  Descrizione: l'immobile, sito in Roma, zona Torrino (EUR) e acquistato per un controvalore di 22,2 milioni di Euro oltre I.V.A., si articola su otto piani fuori terra, con due piani interrati ad uso posti auto.

Situazione locativa: i conduttori dell'immobile sono "Oracle Italia S.r.l."(già "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 2006. Gli spazi liberati, a seguito della formalizzazione contrattuale degli accordi già definiti, sono stati concessi in locazione a far data dal 1° agosto 2007 alla società "Oracle Italia S.r.l." (già "Oracle Italia S.p.A.") mediante un'integrazione al contratto in essere. Il canone annuo concordato è pari ad Euro 151.670,00 e tale contratto ha avuto decorrenza economica dal 1° settembre 2007.
Allo stato attuale risultano sfitti n. 72 posti auto coperti dislocati all'interno di un'autorimessa adiacente l'immobile.

- **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 Sport S.p.A. (già "Cisalfa Nord S.p.A."), con marchio Germani Sport. A tal riguardo occorre segnalare che in data 17/12/2007 è pervenuta alla SGR una comunicazione da parte di Cisalfa Sport nella quale quest'ultima informava di aver sottoscritto in data 09/11/2007 un contratto preliminare per la cessione del ramo d'azienda alla società H&M Hennes & Mauritz S.r.l. Tale cessione è stata perfezionata successivamente con atto notarile in data 6 febbraio 2008.

- **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.

- **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.
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 82.983. La società Bracco S.p.A., con la quale sono stati sottoscritti nel 2006 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 673.815. 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 230.556.
Il 16 febbraio 2007, con decorrenza onerosa a partire dal 1° marzo 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 canone annuale è pari ad Euro 215.660.
Si segnala inoltre che in data 16 giugno 2007 è stato sottoscritto un contratto di locazione di tipo 9+6 con la società Bracco Imaging S.p.A. avente ad oggetto gli spazi ad uso uffici posti al piano terra, 1°,2°,3°,4°, 5°, 6°, 7° oltre a spazi ad uso archivio e n. 15 posti auto coperti e 151 scoperti per una superficie lorda complessiva di mq. 6.090. Il canone annuo è pari ad Euro 1.308.312 con decorrenza onerosa a far data dal 1° luglio 2007.
Con la sottoscrizione dei contratti di locazione sopra riportati la percentuale del *vacancy* è ridotta all'1,56%, la cui destinazione d'uso è archivio.
A seguito di tali operazioni è totalmente decaduta la garanzia di reddito del venditore.

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

Data di acquisizione: 27 dicembre 2006
Destinazione d'uso: logistica (prevalente), uffici
Descrizione: il complesso immobiliare sito in San Giuliano Milanese situato nella prima fascia dell'*hinterland* a sud di Milano con facile accessibilità alla via Emilia, all'autostrada A1 ed alle tangenziali milanesi, si estende su una superficie complessiva di mq. 40.568 e risulta composto da due blocchi indipendenti, con circostanti spazi verdi ed aree di parcheggio, contraddistinti rispettivamente come "Blocco S" e "Blocco A+B". In particolare il "Blocco S" è costituito da due corpi di fabbrica: un edificio di tre piani fuori terra ad uso uffici per complessivi mq. 4.269 di s.l.p. e un edificio di un piano e parziale soppalco adibito a magazzino per complessivi mq. 8.590 di s.l.p..
Il "Blocco A+B" è costituito da quattro corpi di fabbrica di un piano fuori terra destinati a magazzino e da una porzione di fabbricato, di due piani fuori terra, adibita ad uffici, il tutto per complessivi mq. 6.038 di s.l.p.. L'entità dell'investimento ammonta a 27,7 milioni di Euro oltre ad I.V.A..

Situazione locativa: 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 canone annuo è pari ad Euro 1.941.828.

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

Data di acquisizione: 27 dicembre 2006
Destinazione d'uso: logistica (prevalente), uffici
Descrizione: il complesso immobiliare è sito in Origgio (VA), lungo la strada statale 233 al km 20,5 nella zona periferica del centro abitato, nelle immediate vicinanze dell'autostrada A8 dei Laghi attraverso la quale si raggiunge facilmente l'aeroporto di Malpensa, all'interno di un vasto parco industriale, che si estende su una superficie complessiva di mq. 74.790. L'immobile si compone di un insieme di corpi di fabbrica, in particolare quattro tra loro collegati ed uniti a formare il corpo principale disposto su più livelli, oltre al cortile pertinenziale ove si trovano svariate costruzioni a servizio del corpo principale. Più in dettaglio la consistenza di superficie lorda di pavimento, pari a mq. 47.140, è destinata prevalentemente allo stoccaggio delle merci e, per una porzione, ad uso direzionale; la superficie coperta è di mq. 35.315 e l'area di pertinenza è di mq. 39.475. L'entità dell'investimento ammonta a 41,3 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
Situazione locativa: 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 annuo è pari ad Euro 2.895.388.

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 5% 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 2007 l'utilizzo della leva finanziaria per un importo complessivo di Euro 69,5 milioni è pari al 26,83% sul totale delle attività del Fondo (29,15% sul totale patrimonio immobiliare rivalutato).

In data 30 marzo 2007 il mutuo ipotecario contratto nel 2003 con la "Eurohypo Aktiengesellschaft" per un ammontare pari ad Euro 20.500.000 è stato completamente rimborsato e tale importo è stato contestualmente rifinanziato dalla "Merrill Lynch International Bank Limited" attraverso un'ulteriore erogazione del contratto di mutuo originariamente stipulato in data 22 dicembre 2006 (per iniziali 49 milioni di Euro, volti a finanziare l'acquisizione degli immobili di San Giuliano Milanese e Origgio concluse nel mese di dicembre 2006).
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 80,5 milioni di Euro.

Relativamente al finanziamento di cui sopra occorre segnalare che, in data e con decorrenza 20 novembre 2007, "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch" ha formalmente

nominato "ING Real Estate Finance (Espana) EFC SA – Milan Branch" agente ai sensi della documentazione finanziaria sottoscritta. A seguito di tale comunicazione tutte le formalità ed i pagamenti relativi al suddetto finanziamento sono effettuati nei confronti di quest'ultima.

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

Copertura del rischio di tasso

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

In relazione al finanziamento con "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch", oggi gestito da "ING Real Estate Finance (Espana) EFC SA – Milan Branch", 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.

A seguito dell'estinzione del finanziamento con "Eurohypo Aktiengesellschaft" ed al contestuale rifinanziamento con "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch", oggi gestito da "ING Real Estate Finance (Espana) EFC SA – Milan Branch", le condizioni contrattuali dello strumento finanziario derivato di tipo *cap,* già sottoscritto in data 22/12/2006, sempre a fini di copertura del rischio oscillazione tassi di mercato, sono state adeguate al nozionale comprensivo dell'ulteriore tranche erogata. Per maggiori informazioni si rimanda a quanto meglio specificato in nota integrativa, Parte C, sezione VI.

Distribuzione dei proventi

L'utile realizzato nel 2007 al netto delle plusvalenze non realizzate, e pertanto distribuibile alla chiusura dell'esercizio, è pari ad Euro 5.640.068, ovvero al 3,54% del valore nominale del Fondo.
L'utile derivante dalla gestione immobiliare caratteristica 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) e dai costi sostenuti per l'estinzione anticipata del finanziamento con "Eurohypo Aktienghesellschaft".

Il Fondo ha inoltre riserve di utile relative ad esercizi precedenti pari ad Euro 3.376.400, ovvero il 2,12% sul valore nominale del Fondo.

Utili della gestione 2007	15.640.068
Plusvalenze non realizzate	- 10.000.000
Utile distribuibile al 31 dicembre 2007	**5.640.068**
Riserve	3.376.400
Utile complessivo distribuibile	**9.016.468**

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 lordo complessivo di Euro 9.008.200,00, ovvero Euro 292 lordi pro-quota. Tale provento risulta pari al 5,65% circa 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 2007:

Utili distribuibili pro-quota anno 2007	183
Capitale investito 2007	5.165
ROE 2007	**3,54%**

Dal collocamento al 2007:

Utile distribuibile complessivo*	1.632
Capitale investito	5.165
ROE dal collocamento al 2007	**31,61%**

**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 2007	292
Capitale investito	5.165
Dividend Yield 2007	**5,65%**

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 2007, 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 2007.

Richiamo degli impegni	-5.164,570
Provento 2001	210
Provento 2002	220
Provento 2003	160
Provento 2004	220
Provento 2005	220
Provento 2006	310
NAV al 31.12.07	6.094,216
Tasso interno di rendimento	**4,50%**

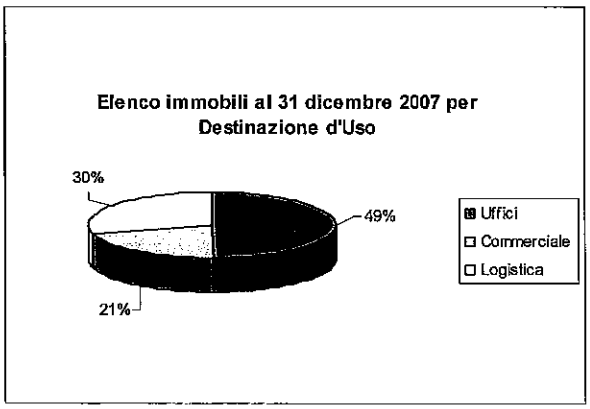
Tale valore, indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi di dismissione dell'intero portafoglio ai valori di perizia al 31 dicembre 2007, risulta tuttora al di sotto del rendimento obiettivo, pari al 5% annuo composto, in quanto negli ultimi due anni il Fondo ha risentito di alcuni mancati redditi da locazione su significative porzioni immobiliari. Le attività intraprese nel corso dell'ultimo anno per migliorare la redditivà di portafoglio, associate ad una strategia di rotazione degli immobili attualmente gestiti, consentiranno un miglioramento del tasso interno di rendimento presumibilmente già a partire dal 2008.

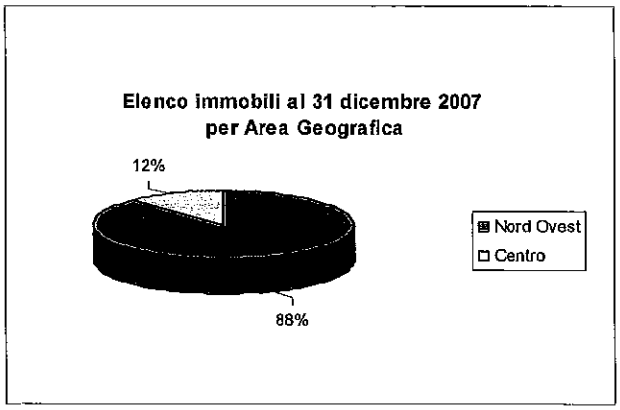
1.2 Direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e linee strategiche future

Nella gestione immobiliare del fondo la Società di Gestione ha concentrato la propria attività di investimento in importanti immobili ad uso uffici ubicati nelle principali piazze nazionali (Milano e

Roma), maggiormente garanti di "*appeal*" di mercato in un'ottica di investimento di lungo periodo; per altre destinazioni d'uso, come ad esempio il commerciale o la logistica, sono prevalse come riferimento le *location* considerate strategiche dal settore specifico di riferimento.

Alla data del 31 dicembre 2007, il portafoglio immobiliare del Fondo "Valore Immobiliare Globale", pari a 238,4 milioni di Euro e rappresentante il 92% del totale delle attività, risulta così suddiviso:





Il "rendimento corrente medio ponderato", al netto del contratto di locazione stipulato con "TEVA Pharma Italia S.r.l." (decorrenza economica dal 1° gennaio 2008) è circa il 6,54%.
Il "rendimento corrente medio ponderato" (canone incluso adeguamento ISTAT/costo storico comprensivo di oneri accessori di acquisto) dell'attuale portafoglio a regime è circa del 6,83% lordo.

L'aumento della redditività rispetto alla situazione al 31 dicembre 2006, che si attestava intorno al 5,80%, è dovuto alla stipula dei nuovi contratti di locazione già dettagliatamente descritti nel paragrafo 1.1.1.

Nel mese di maggio la Società di Gestione ha inoltre valutato l'opportunità di acquisire quattro immobili a destinazione prevalentemente direzionale facenti parte di un portafoglio immobiliare più ampio di proprietà di un fondo immobiliare italiano per il quale la società di gestione di tale fondo aveva avviato una procedura di dismissione nel mese di marzo 2007. Al fine di partecipare alla gara per i soli *asset* ritenuti coerenti con le politiche d'investimento del fondo Valore Immobiliare Globale, la Società di Gestione ha formulato una proposta irrevocabile subordinata all'aggiudicazione dell'asta competitiva ad uno dei soggetti già ammessi alla presentazione dell'offerta vincolante, dotandosi preventivamente delle risorse finanziarie per controgarantire l'eventuale pagamento di anticipo sul prezzo d'acquisto. Le acquisizioni non sono state finalizzate poichè la stessa gara è stata aggiudicata ad altri concorrenti.

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

- Rilocazione degli spazi sfitti, dando priorità alla porzione attualmente locata alla ENI S.p.A. sull'immobile di Milano, via Messina il cui mancato reddito impatterebbe la redditività del fondo a regime
- Valutazione di nuove opportunità di rotazione del portafoglio, concentrando eventuali nuovi investimenti su immobili aventi una buona redditività e/o un elevato potenziale di futuro capital gain

Potenziali nuove operazioni di acquisizione e dismissione saranno valutate in conformità con il nuovo criterio di determinazione dell'asset allocation target del Fondo deliberato dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 8 novembre 2007, che, come già menzionato precedentemente, fermi restando i settori in cui il Fondo investe, ovvero direzionale, commerciale, logistico e turistico-alberghiero, prevede che la somma dei valori degli immobili appartenenti ad ogni tipologia di destinazione d'uso non superi il 40% del valore complessivo del portafoglio immobiliare del Fondo. Tale scelta è stata motivata dal fatto che il nuovo metodo, a differenza del

precedente, basato su percentuali esatte per tipologie d'uso, è reputato più adeguato a riflettere e ad adattarsi flessibilmente alle dinamiche di un mercato immobiliare che ha dimostrato di essere più repentino e variabile rispetto al passato. Il nuovo criterio consentirà alla SGR di rispondere più prontamente e con maggiore efficacia ad eventuali reazioni (positive o negative) del mercato e di valutare le future opportunità d'investimento o disinvestimento sempre sulla base delle più recenti stime di mercato.

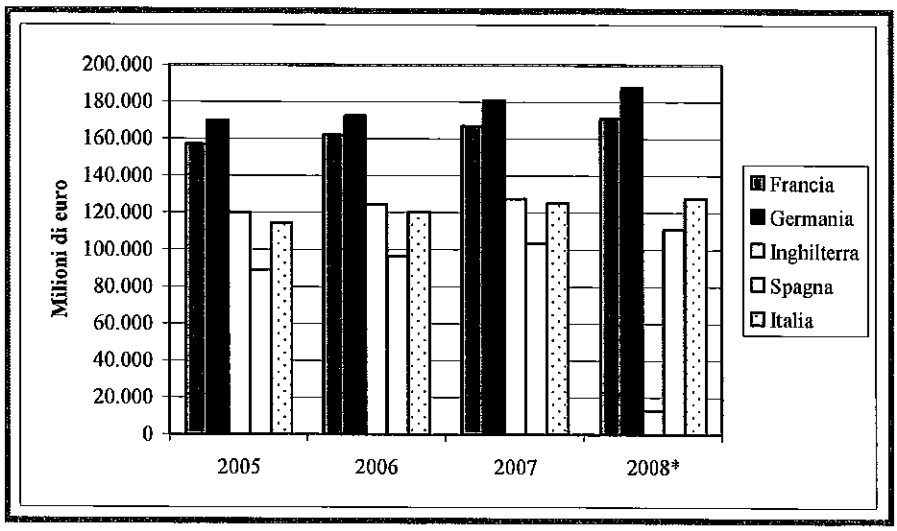
1.3 Andamento dei settori immobiliari di interesse

Si riporta di seguito un estratto dell'analisi del mercato immobiliare redatta da Scenari Immobiliari (Dicembre 2007).

1.3.1 Scenario

Il 2008 sarà un anno bicolore per il mercato immobiliare europeo. Nella prima parte dell'anno predominerà il grigio, con un andamento rallentato dovuto agli effetti della crisi dei mutui subprime innescata negli States nell'agosto scorso. Nella seconda metà dell'anno il trend dovrebbe essere decisamente più positivo, sia per il recupero del sistema finanziario che per una più decisa ripresa dell'economia, che determinerà miglioramenti in tutti i mercati.
Solo il mercato residenziale, a livello continentale, dovrebbe subire un rallentamento più deciso, soprattutto nelle zone periferiche e per gli immobili di peggiore qualità. La domanda delle famiglie sarà decisamente più fredda, ma nella parte finale dell'anno il segno dovrebbe cambiare.
Il comparto degli uffici dovrebbe essere il best performer a livello continentale. Canoni e rendimenti dovrebbero crescere soprattutto nei business district e nelle top location. Gli investitori istituzionali tornano su questo segmento giudicato difensivo e meno soggetto ad oscillazioni rispetto al commerciale.
Nei cinque Paesi più importanti il fatturato immobiliare nel 2007 è stato di oltre 705 miliardi di euro, con un incremento del 4,3 per cento rispetto al 2006. Il fatturato in UE25, invece, ha superato 900 miliardi di euro, più 6,1 per cento sull'anno precedente e più delle previsioni effettuate a settembre.
Per il 2008, grazie alla ripresa economica dei Paesi sviluppati e alla rapida evoluzione di quelli in via di sviluppo, si prevede un incremento del fatturato del 3,5 per cento nei cinque Paesi principali e del 5,2 per cento in UE25.
Non emergono variazioni significative con riferimento agli Stati Uniti, dove la crisi legata ai mutui subprime e alle difficoltà economiche generali dovrebbe proseguire per tutto il 2008.
Analizzando i singoli Paesi si nota un lento ridimensionamento della crescita del fatturato negli anni, ma nessuna diminuzione. Il mercato spagnolo continua ad essere il più brillante, anche se è in atto una contrazione nelle nuove costruzioni.
Il mercato immobiliare italiano ha chiuso il 2007 con un incremento del 4,9 per cento, superiore rispetto alla media degli altri grandi Paesi. Per il 2008 invece la previsione è di una crescita del 2,9 per cento, inferiore alla media europea, a causa soprattutto del rallentamento nel settore residenziale (che rappresenta circa l'80 per cento degli scambi). Il miglioramento netto degli altri comparti non basta a compensare il calo del settore della casa.
Per quanto riguarda le quotazioni medie nel 2008 si manterranno oltre il tasso di inflazione, anche se sarà ampia la forbice (in tutti i mercati) tra prodotti di alta qualità e quelli scadenti.

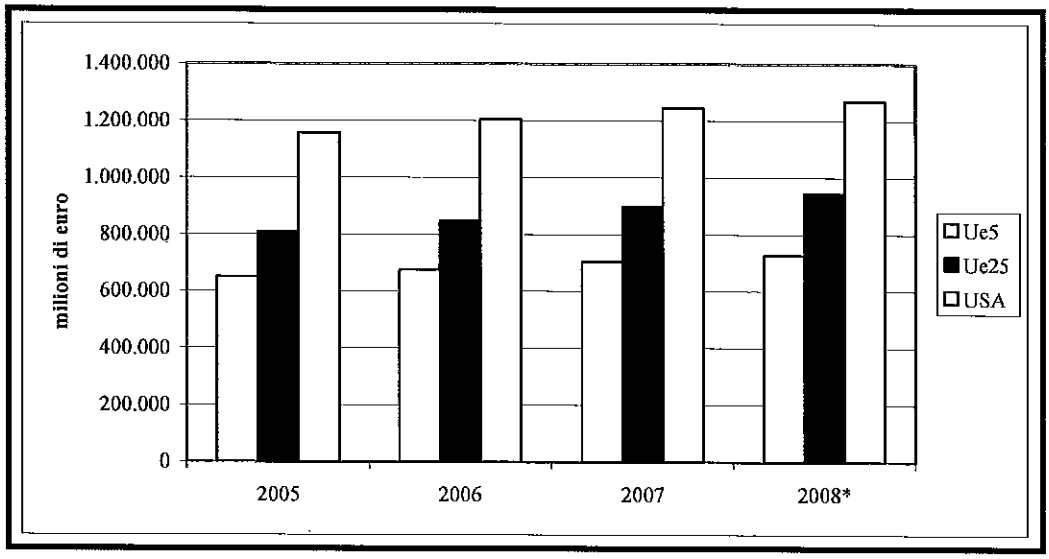
Andamento del fatturato immobiliare nei cinque principali Paesi europei



**Stima*

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

Andamento del fatturato immobiliare in UE5, UE25 e USA



**Stima*

Fonte: Scenari Immobiliari

Tavola 4

Variazione dei prezzi medi per mercato			
Paese	**Mercato**	***Var% 2007/2006***	***Var% 2008/2007(*)***
Francia	Residenziale	*4,0*	*3,3*
	Turistico	*4,5*	*4,4*
	Terziario/uffici	*4,0*	*4,6*
	Industriale	*0,5*	*0,8*
	Commerciale	*4,7*	*4,5*
Germania	Residenziale	*4,2*	*4,0*
	Turistico	*4,4*	*5,0*
	Terziario/uffici	*3,5*	*3,8*
	Industriale	*1,2*	*1,5*
	Commerciale	*5,0*	*5,2*
Inghilterra	Residenziale	*4,8*	*3,9*
	Turistico	*4,7*	*4,5*
	Terziario/uffici	*4,2*	*4,3*
	Industriale	*1,4*	*2,0*
	Commerciale	*2,8*	*2,5*
Spagna	Residenziale	*4,2*	*3,7*
	Turistico	*5,0*	*4,5*
	Terziario/uffici	*5,4*	*5,0*
	Industriale	*8,7*	*4,4*
	Commerciale	*11,3*	*8,2*
Italia	Residenziale	*4,4*	*4,0*
	Turistico	*4,7*	*4,3*
	Terziario/uffici	*3,9*	*4,5*
	Industriale	*0,8*	*2,0*
	Commerciale	*3,9*	*3,5*

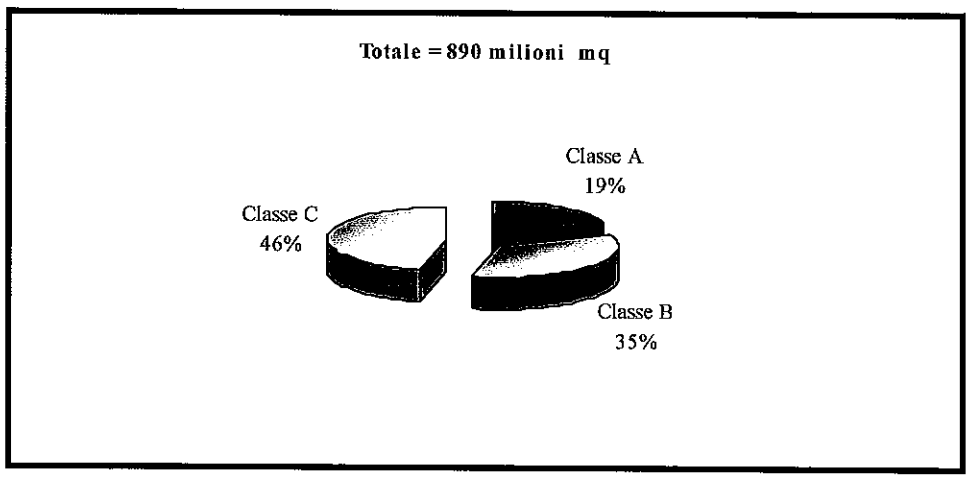
(*)Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

1.3.2 Il mercato terziario

Lo stock di immobili ad uso terziario/uffici nei cinque Paesi europei considerati ammonta a circa 890 milioni di mq, di cui il 19 per cento è di classe A, il 35 per cento di classe B e il 46 per cento di classe C.
Nel corso degli ultimi dodici mesi gli spazi di classe A sono aumentati di alcuni punti percentuali, grazie sia alla realizzazione di nuovi progetti che alla ristrutturazione di edifici di classe B.

Composizione dello stock di uffici in cinque Paesi europei

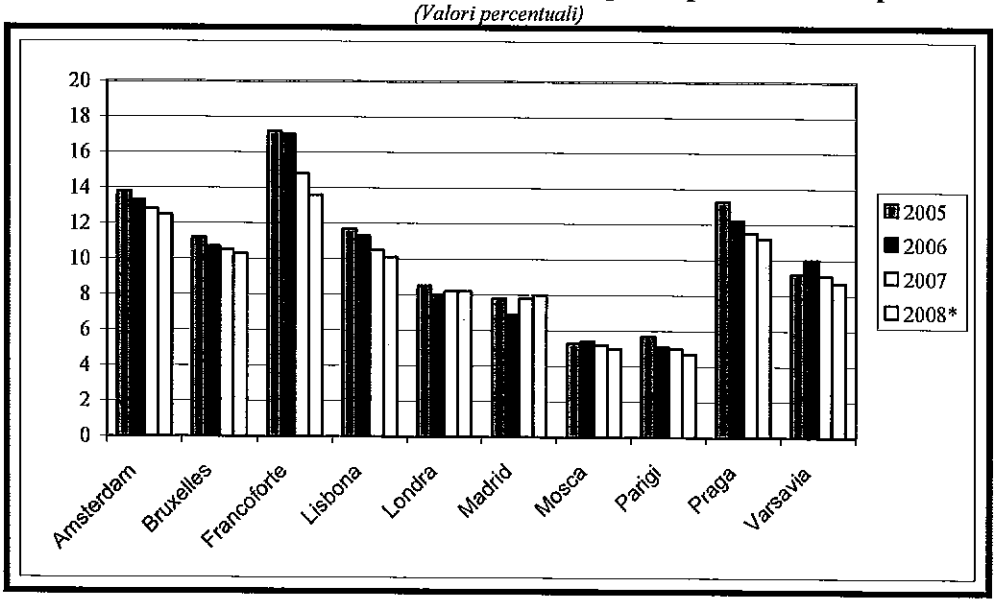


Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

La percentuale più bassa (9,2 per cento) di edifici di classe A si trova in Italia; solo Milano si avvicina alla media europea, anche se non la raggiunge.
La seconda parte del 2007 ha visto un buon andamento nel comparto uffici. La ripresa economica e il diffuso calo del tasso di disoccupazione hanno comportato un sensibile aumento della richiesta di uffici, soprattutto nelle top location.
Il fatturato di questo mercato, alla fine del 2007, ha raggiunto 105,5 miliardi di euro, che rappresentano un aumento del 3,1 per cento rispetto all'anno precedente. Nel 2008 l'aumento del fatturato del settore terziario/uffici dovrebbe superare il 2,8 per cento, per effetto del nuovo interesse degli investitori.
Anche nel comparto uffici la domanda si concentra sui prodotti di qualità. Vengono richiesti soprattutto gli edifici di classe A, ad alto contenuto tecnologico, dotati di un elevato numero di servizi e, soprattutto, flessibili, per essere in grado di soddisfare una domanda in continua evoluzione. Gli edifici realizzati 15 anni fa sono già considerati obsoleti. La domanda è in aumento anche con riferimento agli immobili ristrutturati nelle aree centrali delle grandi città.
Il rendimento è calato nei distretti centrali delle città più importanti, mentre è stabile con riferimento agli immobili situati nelle aree semicentrali e periferiche. La vacancy rate nelle aree centrali è diminuita pressoché ovunque, fatta eccezione per Londra, dove ha registrato un lieve aumento. Per il 2008 si prevede un ulteriore calo.

Andamento delle vacancy rate degli uffici nelle principali città europee

(Valori percentuali)



* Stima
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

Grazie alla domanda elevata e al contenuto aumento dell'offerta, i canoni degli immobili di prestigio sono aumentati in tutte le principali città. Gli ultimi mesi hanno registrato la crescita più vistosa a partire dal 2000. I prodotti marginali, invece, non subiscono variazioni dei canoni e vedono crescere la vacancy rate in modo graduale, ma costante. Per il 2008 si prevede un consolidamento della crescita del mercato terziario/uffici, sia con riferimento al fatturato che alle quotazioni.

Anche in Italia il settore degli immobili uso ufficio è in ripresa e chiude il 2007 con un fatturato in crescita del 7,1 per cento sul 2006, arrivando a 7,5 miliardi di euro. La ripresa, decisa nel primo semestre ma presente anche nella fase finale dell'anno, si concentra nelle città più importanti e nelle top location.
Si cercano quasi esclusivamente immobili di classe A, mentre aumenta il vacancy per le altre categorie. Mentre i prezzi sono sostanzialmente stabili, si hanno lievi incrementi dei canoni. Per il 2008 è atteso un più deciso miglioramento delle quotazioni, fino al 4,5 per cento.
Milano
La provincia di Milano presenta la più alta densità di patrimonio terziario/ufficio di tutta la penisola. In solo 198mila ettari sono concentrati oltre 17 milioni di mq di spazi ad uso ufficio occupati in prevalenza da attività professionali ed imprenditoriali.

Lo stock di uffici nella città di Milano è pari a 9 milioni di mq, contro gli 11,7 di Francoforte ed i 13,4 di Madrid. Solo il 15 per cento del patrimonio rientra nella classe A, cioè immobili nuovi o completamente ristrutturati e di alta qualità.

Le attività svolte in oltre il 70 per cento delle superfici riguardano il settore classificato come "altre attività professionali ed imprenditoriali" (41 per cento), intermediazione monetaria e finanziaria (14 per cento), informatica e attività connesse (11 per cento) e intermediario del commercio (10 per cento). Gli spazi occupati sono in media di grande dimensioni: il 34 per cento ha grandezze superiori ai duemila mq e il 31 per cento sotto i 500 mq.

Il mercato terziario/uffici nel capoluogo lombardo si è mantenuto negli anni novanta tra 200 e 250mila mq scambiati annualmente. Con il nuovo secolo è iniziato un ciclo con un numero di scambi decisamente più elevato, compreso tra 350 e 400 mila mq scambiati ogni anno.

Questo positivo andamento dei volumi scambiati è l'effetto della profonda riconversione del sistema economico lombardo (e milanese in particolare) verso l'area dei servizi alle imprese e alle famiglie, con un deciso declino della precedente attività industriale.

Nel giro di pochi anni le aziende del settore terziario sono raddoppiate, con forti incrementi nell'occupazione e nella domanda di spazi.

Lo sviluppo del terziario milanese è caratterizzato da piccole e medie imprese che operano nei settori dell'intermediazione, della domanda, del design e dell'informatica.

Le dieci università milanesi contribuiscono allo sviluppo di molte imprese presenti nei settori della ricerca e dell'alta tecnologia. L'esigenza di buona parte di questa domanda è di lavorare non solo in uffici tecnologicamente di alta qualità, ma anche in quartieri specifici.

Molte grandi aziende milanesi del passato sono profondamente cambiate ed altre si sono spostare nell'hinterland cittadino. Il mondo del credito attraversa una fase di profonda trasformazione, che vede ridursi gli spazi occupati.

La domanda di grande superfici unitarie (sopra i 10mila mq) è rara ed appartiene alle multinazionali che razionalizzano le proprie sedi.

La presenza di investitori istituzionali italiani ed esteri è stata progressivamente crescente negli ultimi anni e rappresenta più del 50 per cento del giro d'affari del mercato terziario cittadino (circa 1,8 miliardi di euro nel 2007).

Le nuove iniziative programmate ed in corso di realizzazione a Milano faranno aumentare l'offerta di nuovo, ma non dovrebbero incontrare particolari problemi perché

- sono offerte sul mercato in momenti differenti
- si collocano nella fascia A di offerta, dove lo stock è limitato e la domanda elevata
- c'è una forte presenza di investitori istituzionali.

Per quanto riguarda prezzi e canoni l'andamento degli ultimi anni e le previsioni sono positive, data la persistente domanda di utilizzatori ed investitori.

Andamento del fatturato (milioni di euro) del settore terziario-uffici a Milano

Anni	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Fatturato	618	770	900	1.018	1.209	1.390	1.600	1.800

(*) Stima a fine anno

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

Roma

La capitale ha il più consistente stock terziario/uffici d'Italia. La parte privata è di 10,5 milioni di mq, a cui vanno aggiunti circa 2,8 milioni di mq di uffici pubblici. Rispetto a Milano, oltre la metà degli immobili in quota "privati" appartiene a grandi società, assicurazioni, enti previdenziali. La quota restante è posseduta da privati e piccole aziende.

Fino agli anni novanta il mercato terziario movimentava annualmente circa l'uno per cento dello stock, con scambi soprattutto di studi professionali e comunque di medio-piccole superfici.

Nei primi anni novanta inizia a svilupparsi nella capitale il settore informatico che diventerà una delle principali voci del Pil cittadino.

Dalla "Tiburtina valley" (primo nucleo delle aziende informatiche) il comparto delle nuove tecnologie si allarga sul territorio e riempie anche molti contenitori che erano rimasti vuoti lungo il raccordo anulare.

Nonostante una forte produzione di uffici nella seconda metà degli novanta lo stock di classe A si mantiene intorno al 12,5 per cento del totale, ai livelli più bassi tra le grandi città europee. A cavallo del secolo il mercato ha avuto una decisa accelerazione per effetto di un incremento della domanda privata e di diverse dismissioni pubbliche. Inoltre c'è stato anche a Roma un flusso di investimenti esteri e istituzionali italiani.

Negli ultimi anni i volumi scambiati si sono ridotti con una previsione di miglioramento nei prossimi anni. Il settore pubblico e quello ad esso collegato ha fortemente ridotto gli investimenti immobiliari, così come le grande aziende private. Una maggiore vitalità delle piccole imprese (soprattutto nel turismo e nel commercio) non riesce a compensare la domanda dei grandi utenti, che sono diventati venditori netti.

Il sistema dei valori non riflette in modo preciso questa situazione, perchè la qualità dell'immobile (indirizzo, caratteristiche edilizie e storiche, impiantistica) ha ancora un peso predominante nella scelta di un utilizzatore, piccolo o grande.

Così il sistema dei valori mostra - soprattutto nelle zone a maggiore qualità edilizia e di infrastrutture - un quadro migliore rispetto a quello milanese, anche se il mercato nel suo complesso ha un andamento più debole.

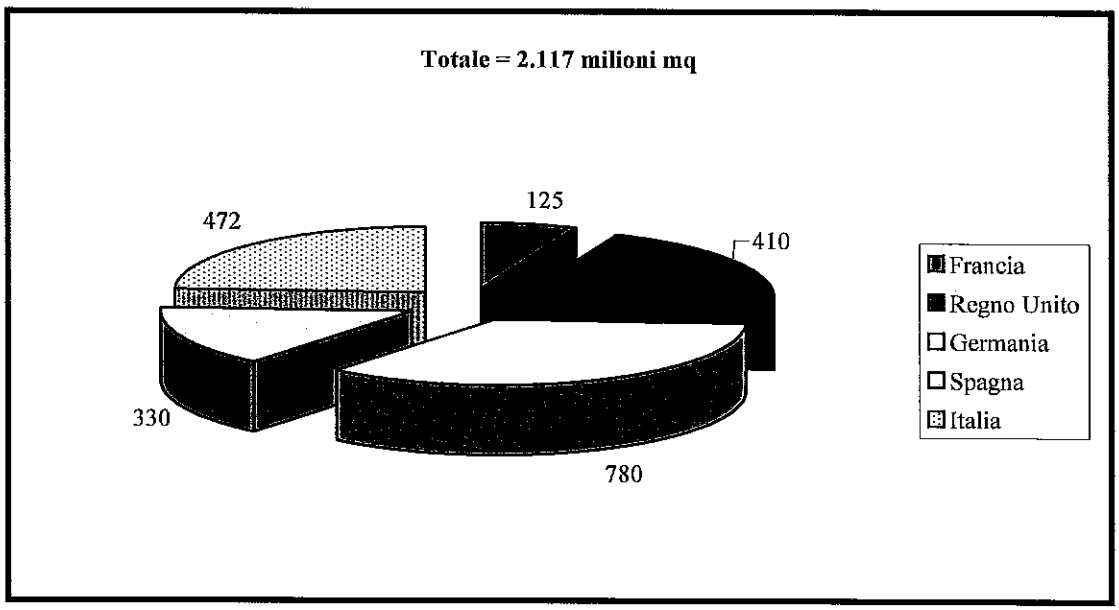
Andamento del fatturato (milioni di euro) del settore terziario\uffici a Roma								
Anno	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007***
Fatturato	668,7	688,0	605,3	669,1	847,8	880,6	930,0	1000,0
(*) Stima a fine anno								

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

1.3.3 Il mercato immobiliare industriale

Lo stock degli immobili industriali nei cinque Paesi considerati ammonta a 2.117 milioni di mq, con un incremento del 5,2 per cento rispetto all'anno scorso.

Stock di immobili industriali in cinque Paesi europei[1]
(Mln di mq)



[1] I dati relativi al Regno Unito vanno riferiti alla Gran Bretagna, (Scozia, Galles e Inghilterra considerati nel loro complesso), non essendo disponibili dati disaggregati
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

La performance del mercato industriale riflette il buon andamento del settore manifatturiero nella maggior parte dei Paesi europei. Nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, le aspettative dei mercati industriali sono positive: il cambiamento dei sistemi di distribuzione comporta un aumento della domanda di immobili industriali che si concentra, oltre che sulla logistica e sugli edifici intelligenti, anche sulla distribuzione, mentre gli spazi produttivi sono considerati tra i prodotti meno interessanti dal punto di vista del rendimento, dell'aumento dei canoni e dell'attività di sviluppo.

Dal punto di vista geografico, la domanda si concentra nelle aree lungo i nodi stradali e autostradali, sebbene alcune società si stiano spostando verso zone meno prestigiose, ma dotate di buoni servizi di comunicazione, che beneficiano di costi complessivi inferiori.

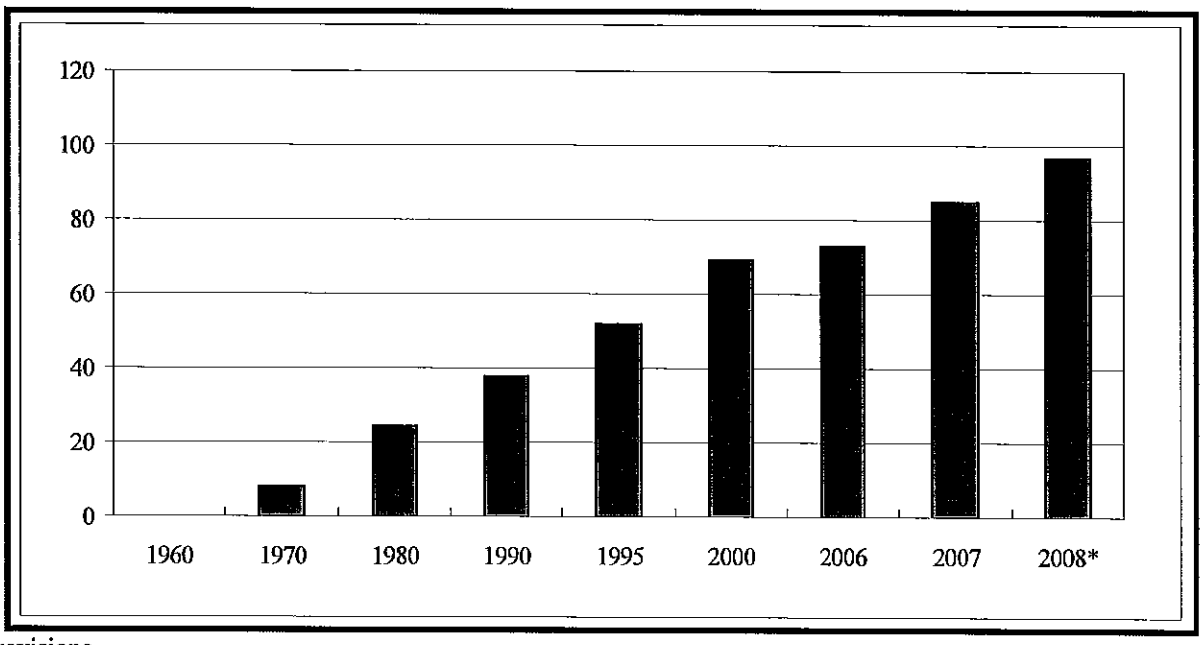
Anche nel comparto industriale si delinea l'andamento differenziato delle quotazioni relative agli spazi di alto livello, in crescita pressoché ovunque, rispetto a quelli meno moderni, con riferimento ai quali la situazione è statica e in calo in alcune zone dell'Europa occidentale.

Con un fatturato che a fine anno tocca i 4,5 miliardi di euro, anche il settore degli immobili industriali in Italia è uscito da una crisi durata circa cinque anni. Il settore in maggiore crescita è quello della logistica e soprattutto per le strutture di ampia dimensione. Pochi scambi invece per i complessi abbandonati o fatiscenti. Buono anche l'andamento dei capannoni di media dimensione per l'artigianato o attività leggere. Le quotazioni medie che sono salite dello 0,8 per cento nel corso del 2007 e sono previste salire di un 2 per cento il prossimo anno.

1.3.4 Il mercato degli immobili commerciali

Lo stock di centri commerciali in Europa è pari a 97 milioni di mq, che rappresentano una crescita del 16,1 per cento rispetto al 2006. Un ulteriore aumento di oltre il 14 per cento è previsto per il 2008.

Andamento dello stock dei centri commerciali in Europa
(Milioni mq)



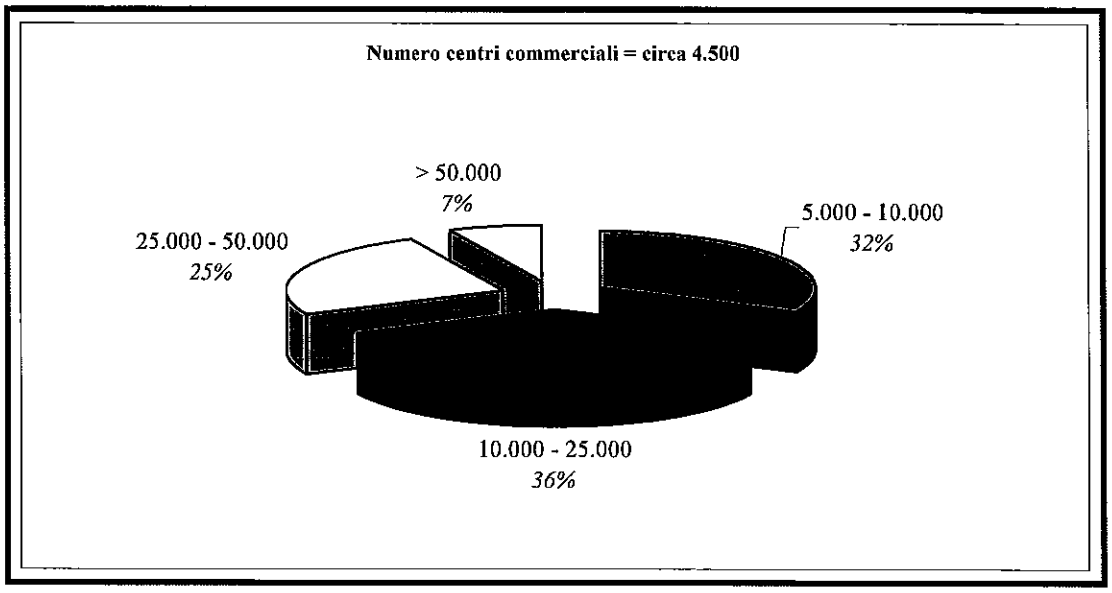
* Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

In Europa sono operativi circa 4.500 centri commerciali, la cui dimensione media è di 18.900 mq, rispetto ai 17.500 di cinque anni fa. Infatti sono in aumento i complessi grandi, superiori a 50mila mq, nelle zone esterne alle grandi città.

Attualmente si calcola che il 7 per cento dei centri commerciali europei si estenda su uno spazio superiore a 50mila mq, mentre la tipologia più diffusa è quella dei commplessi compresi tra 10 e 25mila mq.

Suddivisione dei centri commerciali europei per dimensioni
(Mq)



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

L'attività edilizia è stata intensa in Italia, Spagna e Germania, dove lo stock è piuttosto vecchio e, dunque, i nuovi progetti dovrebbero migliorare il livello qualitativo all'interno delle città, con riferimento soprattutto ai progetti di piccole e medie dimensioni.

Se i centri commerciali sono considerati il migliore prodotto di investimento, i negozi stanno perdendo terreno sul fronte degli acquisti da parte degli investitori istituzionali. Tuttavia, i canoni di locazione continuano ad aumentare nelle top location di tutte le principali città, in considerazione della carenza di offerta di spazi di qualità nelle zone di maggior prestigio. Situazione stagnante per la fascia di livello medio-basso.

I rendimenti sono calati in tutti i Paesi occidentali, il che sposta l'attenzione degli investitori verso i Paesi dell'est: accanto alle piazze tradizionali, come Varsavia, Praga e Budapest, è in forte aumento l'interesse per Romania, Bulgaria e Russia. Il 2008 dovrebbe confermare e consolidare il trend dell'anno precedente.

Leggero rallentamento in Italia nel mercato degli immobili commerciali, che è stato il best performer per tutti i primi anni del secolo. Gli spazi di sviluppo per la gdo sono ormai ridotti e si assiste alla ristrutturazione dei complessi realizzati dieci o più anni fa. Migliora il clima per il mercato dei negozi, ma solo nelle grandi città per effetto dello sviluppo del franchising specializzato. I prezzi medi sono saliti del 3,9 per cento (ma con punte del 7 per cento per i negozi centrali) con una previsione del 3,5 per cento in più nel 2008.

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

Dimissioni e nomina di un amministratore
Si segnala che in data 12 luglio 2007 il Signor Christophoros Papachristophorou ha rassegnato le proprie dimissioni dalla carica di Amministratore della RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A., che rivestiva dal Marzo 2006. In data 16 luglio 2007 il Signor Alfredo Balzotti è stato nominato quale Amministratore, con efficacia sino alla prima Assemblea dei Soci. Tale Assemblea dei Soci si è tenuta lo scorso 25 settembre ed ha confermato la nomina del Signor Balzotti quale Amministratore della Società di Gestione, in carica fino all'Assemblea che approverà il bilancio della Società di Gestione al 31 dicembre 2008.

Codici di Autodisciplina
Al fine di garantire una gestione corretta e indipendente, la Società ha adottato e provvede ad aggiornare periodicamente, 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 e Registro Insiders
La Società ha adottato un codice di comportamento (c.d. Dealing Code) diretto 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. La Società ha istituito, altresì, il c.d. Registro Insiders delle persone - sia fisiche sia giuridiche - che, in ragione della loro attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso ad informazioni privilegiate, secondo le definizioni di cui all'art. 181 del TUF.

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.

Decreto del Ministero dell'Economia del 25 maggio 2007
Si segnala che in data 1° ottobre 2007 è entrato in vigore il Decreto del Ministero dell'Economia del 25 maggio 2007 che ha esteso l'applicazione del meccanismo dell'inversione contabile (c.d. "reverse charge") ad alcune ipotesi di vendita di fabbricati strumentali per natura.

Credito IVA 1999
Relativamente al contenzioso relativo al residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821,00, si segnala che, in aggiunta a quanto già riportato nel Rendiconto al 31 dicembre 2006 e nella Relazione Semestrale al 30 giugno 2007, l'Agenzia delle Entrate – Ufficio di Milano, in data 17 dicembre 2007, ha proposto appello contro la sentenza di primo grado presso la Commissione Tributaria Regionale di Milano.

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, sottoscritti il 27 dicembre 2006 hanno avuto 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.

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.

1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Rimborso parziale finanziamento

In data 30 gennaio 2008, previa richiesta formale alla "ING Real Estate Finance (Espana) EFC SA – Milan Branch", la SGR per conto del Fondo ha provveduto ad un rimborso parziale anticipato e volontario per un importo complessivo di Euro 7.000.000. Tale scelta è stata ritenuta opportuna, nell'esclusivo interesse dei partecipanti, in considerazione delle disponibilità liquide del Fondo e al fine di ridurre l'incidenza degli oneri finanziari del finanziamento in essere. A seguito di tale rimborso è già stato condiviso con la banca finanziatrice il rilascio delle garanzie attualmente iscritte sull'immobile di San Donato, lotto IV, via Milano 4.

Variazione conduttore di Milano, via Torino per cessione ramo d'azienda

In relazione all'immobile di Milano, Via Torino – angolo Via dei Piatti1/3 occorre segnalare infine che in data 17/12/2007 è pervenuta alla SGR una comunicazione dall'attuale conduttore Cisalfa Sport nella quale quest'ultimo informava di aver sottoscritto in data 09/11/2007 un contratto preliminare per la cessione del ramo d'azienda alla società H&M Hennes & Mauritz S.r.l.Tale cessione è stata perfezionata successivamente con atto notarile in data 6 febbraio 2008.

Milano, 28 febbraio 2008

Per il Consiglio di Amministrazione
L'amministratore Delegato
Gianluca Muzzi

Sezione patrimoniale

RENDICONTO AL 31/12/07

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

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 31/12/07		Situazione al 31/12/06	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
ATTIVITA'				
A. STRUMENTI FINANZIARI	**12.896.823**	**5%**	**7.308.743**	**3%**
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	12.896.823		7.308.743	
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	**238.400.000**	**92%**	**228.400.000**	**90%**
B1. Immobili dati in locazione	238.400.000		228.400.000	
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'	**3.051.953**	**1%**	**374.835**	**0%**
F1. Liquidità disponibile	3.051.953		821.014	
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-		- 446.179	
G. ALTRE ATTIVITA'	**4.706.580**	**2%**	**18.789.291**	**7%**
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	1.528.620		1.088.743	
G3. Risparmio d'imposta	1.751.821		15.554.449	
G4. Altre	1.426.139		2.146.099	
TOTALE ATTIVITA'	**259.055.356**	**100%**	**254.872.869**	**100%**

PASSIVITA' E NETTO				
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	**-69.500.000**		**-69.500.000**	
H1. Finanziamenti ipotecari	-69.500.000		-69.500.000	
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate				
H3. Altri				
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	**0**		**0**	
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	**0**		**0**	
L1. Proventi da distribuire				
L2. Altri debiti verso i partecipanti				
M. ALTRE PASSIVITA'	**-1.548.792**		**-3.442.874**	
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati				
M2. Debiti di imposta	-42.983		-28.283	
M3. Ratei e risconti passivi	-1.001.645		-332.797	
M4. Altre				
- Debiti per cauzioni ricevute	-171.820		0	
- altre	-332.344		-3.081.784	
TOTALE PASSIVITA'	**-71.048.792**		**-72.942.874**	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	**188.006.564**		**181.929.995**	
Numero delle quote in circolazione	**30.850,00**		**30.850,00**	
Valore unitario delle quote	**6.094,216**		**5.897,245**	
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	310,00		220,00	

Sezione reddituale

RENDICONTO AL 31/12/07

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

SEZIONE REDDITUALE IN EURO

	Situazione al 31/12/07		Situazione al 31/12/06	
A. STRUMENTI FINANZIARI		**289.033**		**942.802**
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		289.033		942.802
A3.1 interessi, dividendi ed altri proventi				
- interessi su titoli	286.329,80		905.945,98	
A3.2 utili/perdite da realizzi				
- perdite da realizzo	-3.864,65		-8.053,11	
- utili da realizzo	3.566,62		41.862,95	
A3.3 plus/minusvalenze				
- minusvalenze	0,00			
- plusvalenze	3.000,83		3.046,18	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		**289.033**		**942.802**
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI		**22.163.013**		**7.975.021**
B1. CANONI DI LOCAZIONE ED ALTRI PROVENTI		14.251.149		8.974.115
- affitti	13.480.375,60		7.108.823,45	
- recup.spese repet.	716.209,10		378.274,20	
- altri proventi	54.564,71		1.487.017,63	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE		10.000.000		1.677.693
- plusvalenze altri beni immobili	10.000.000,00		3.124.716,32	
- minusvalenze altri beni immobili	0,00		-1.447.023,08	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI		-1.509.062		-2.290.906
- spese repetibili	-1.098.690,85		-804.499,35	
- spese non repetibili	-410.370,75		-1.486.406,31	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI	-579.074,00	-579.074	-385.881,27	-385.881
Risultato gestione beni immobili		**22.163.013**		**7.975.021**
C. CREDITI		-		-
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi/decrementi di valore				
Risultato gestione crediti		-		-

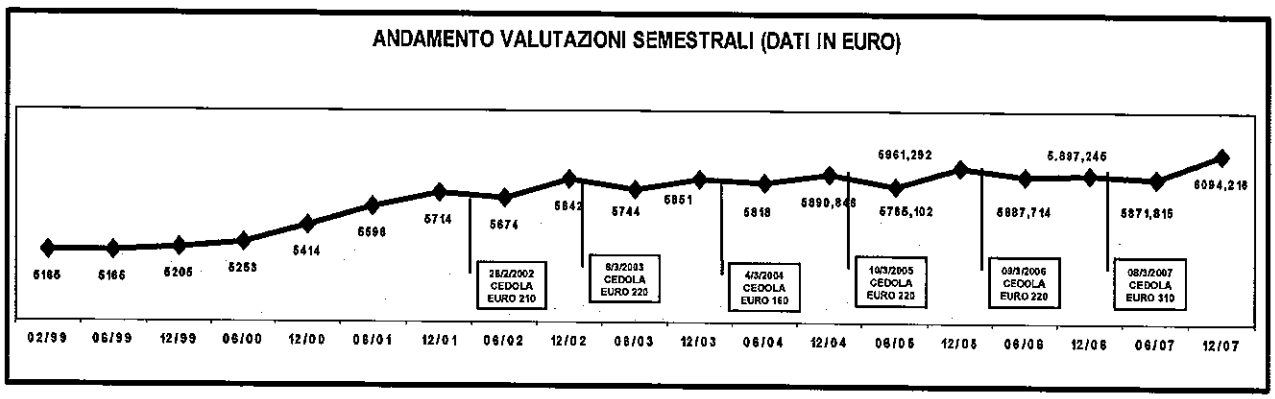
D. DEPOSITI BANCARI		-		-
D1. interessi attivi e proventi assimilati				
E. ALTRI BENI		-		-
E1. Proventi				
E2. Utile/perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		**22.452.046**		**8.917.823**
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI		-		-
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
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		**22.452.046**		**8.917.823**
H. ONERI FINANZIARI		**-3.862.446**		**-1.186.859**
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI		-3.370.790		-1.155.804
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-3.370.790,30		-1.107.296,47	
H1.2 su altri finanziamenti	0,00		-48.507,78	
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	-491.655,95	-491.656	-31.055,16	-31.055
Risultato netto della gestione caratteristica		**18.589.600**		**7.730.964**
I. ONERI DI GESTIONE		**-3.043.966**		**-3.113.812**
I1. Provvigione di gestione SGR	-2.851.758,20	-2.851.758	-2.895.747,62	-2.895.748
I2. Commissioni banca depositaria	-117.903,06	-117.903	-119.568,77	-119.569
I3. Oneri per esperti indipendenti	-6.750,00	-6.750	-23.500,00	-23.500
I4. Spese pubblicazione prospetti ed informativa al pubblico	-17.850,00	-17.850	-29.433,33	-29.433
I5. Altri oneri di gestione	-49.704,68	-49.705	-45.562,33	-45.562
L. ALTRI RICAVI ED ONERI		**94.434**		**193.981**
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	99.119,17	99.119	95.213,23	95.213
L2. Altri ricavi	114.800,89	114.801	125.393,28	125.393
L3. Altri oneri	-119.485,82	-119.486	-26.625,19	-26.625
Risultato della gestione prima delle imposte		**15.640.068**		**4.811.133**
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		**15.640.068**		**4.811.133**

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 2007 corrisponde ad Euro 6.094,216. Considerando che la valutazione al 31 dicembre 2006 è stata pari ad Euro 5.897,245 e che il Fondo ha distribuito in data 8 marzo 2007 un provento di Euro 310 per ciascuna quota, il valore del Fondo nel 2007 presenta un incremento del 8,98%[2].

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

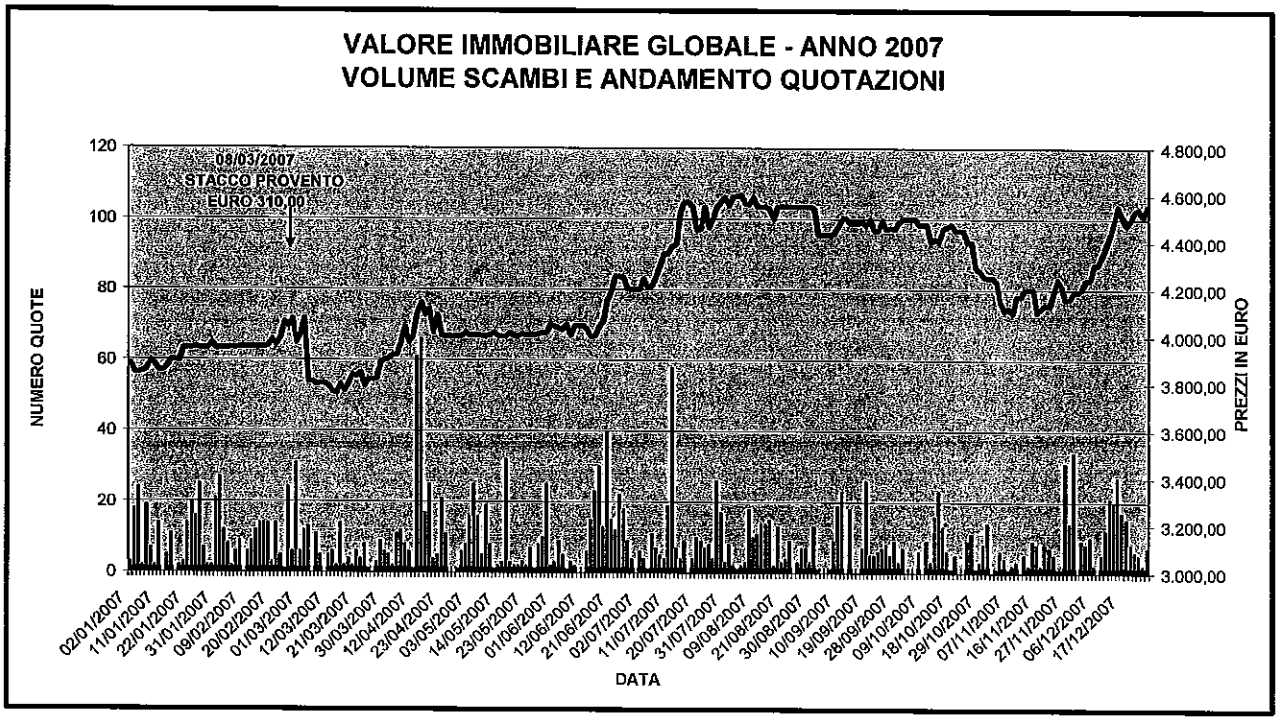


Alla data di chiusura dell'esercizio, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, gli immobili facenti parte del Fondo hanno un valore di mercato superiore del 8,99% rispetto al costo storico.

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 3.760,00 in data 14 marzo 2007 ed ha raggiunto quello massimo ad Euro 4.599,00 in data 6 agosto 2007. Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo è stato di 8,87 quote. Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di Borsa aperta (28 dicembre 2007) è stato di Euro 4.549,86.

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



E' da considerarsi nell'analisi dell'andamento delle quotazioni del periodo lo stacco di un provento pari ad Euro 310 lordi pro-quota avvenuto in data 8 marzo 2007.

Il Consiglio di Amministrazione ha deliberato la distribuzione di un provento nella misura di Euro 292,00 lordi pro quota, pari ad un ammontare complessivo di Euro 9.008.200 con decorrenza 13 marzo 2008 (data stacco 10 marzo 2008).

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 2007 ha un *plafond* di Euro 108.074,22, pertanto il provento sarà distribuito in esenzione d'imposta per un importo pari ad Euro 3,50 pro quota, per complessivi 107.975 Euro. Sui restanti complessivi 8.900.225 Euro (pari ad Euro 288,50 pro quota) sarà applicata la ritenuta del 12,5%

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

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

SEZIONE I - CRITERI DI VALUTAZIONE

Nella redazione del Rendiconto di Gestione sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per fondi comuni d'investimento chiusi ed i criteri di valutazione previsti dal vigente regolamento emanato da Banca d'Italia, come riportato all'art. 12 del Regolamento del Fondo.
Tali principi contabili, da ritenersi applicabili al Fondo in oggetto limitatamente alle operazioni consentite dal regolamento ed effettivamente realizzate durante l'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2007, 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'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%.

SEZIONE II - LE ATTIVITA'

Il Fondo presenta investimenti in strumenti finanziari per circa il 5% 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.
Nel prospetto sotto riportato si indica l'elenco analitico degli strumenti finanziari di uno stesso emittente che abbia superato la soglia del 5% del totale delle attività del Fondo:

(in migliaia di Euro)

Titolo	Emittente (titoli di Stato)	Nominale	Valore assoluto	% su totale attività
BOT 29/02/2008 ISIN IT0004254048	ITALIA	13.150	13.072	5,05%
Totale		**13.150**	**13.072**	**5,05%**

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**	**13.072**			
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**	**13.072** **5,05%**			

L'importo di migliaia di Euro 13.072, comprende il rateo interessi sui titoli in portafoglio per complessive migliaia di Euro 176.
Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per mercato di quotazione:

(in migliaia di Euro)

	Mercato di quotazione			
	Italia	**Paesi dell'UE**	**Altri Paesi dell'OCSE**	**Altri Paesi**
Titoli quotati	13.072			
Titoli in attesa di quotazione				
Totali: - **In valore assoluto** - **In percentuale del totale delle attività**	**13.072** **5,05%**			

Movimenti dell'esercizio:

(in migliaia di Euro)

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Titoli di capitale		
Titoli di debito	39.041	33.396
Parti di O.I.C.R.		
Totale	**39.041**	**33.396**

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	Uffici	1999(c)	8.585	212	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. (d)	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.			
						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	200	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.			
						Affitto: 6+6 anni	31/01/2013	Euphon Communication S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	30/04/2013	Teva Pharma 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	163	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	58	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	533	Affitto: 9+6 anni	31/12/2013	Cisalfa Sport S.p.A.(e)	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	192	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	185	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	214	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	214	Affitto: 6+6 anni	31/01/2012	EGL Italia S.p.A.	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	31/03/2012	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.			
						Affitto: 6+6 anni	15/02/2013 (dal 9°anno facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	Abbott Vascular Knoll Ravizza S.p.A.			
						Affitto : 9+6 anni	15/06/2016 (alla data del 15/06/2010 e a quella del 15/06/2011 facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	Bracco Imaging S.p.A.			
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 600,00 milioni di Euro
(c) anno di ristrutturazione
(d) il canone Euro/mq indicato è comprensivo dell'integrazione al contratto di locazione con la società "Oracle Italia S.r.l. .
(e) già Cisalfa Nord S.p.A

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

(in migliaia di Euro)

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria a	Locazione finanziaria b	Importo totale c = a+b	%
Fino a 1 anno	8.047	639		639	4,28%
Da oltre 1 a 3 anni	37.450	2.643		2.643	17,69%
Da oltre 3 a 5 anni	60.038	4.711		4.711	31,54%
Da oltre 5 a 7 anni	78.601	5.637		5.637	37,74%
Da oltre 7 a 9 anni	15.995	1.308		1.308	8,76%
Oltre 9 anni	0	0		0	0,00%
A) Totale beni immobili locati	**200.131**	**14.938**		**14.938**	**100%**
B) Totale beni immobili non locati	**18.606**				

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

(in migliaia di Euro)

Cespiti disinvestiti	Quantità (*)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
ANNO 2005									
Centro direzionale Lombardia Milano Via Montecuccoli 20	m^2 20.646 (*)	07/05/99	32.888	37.200	27/06/05	37.200	14.702	1.169	17.845
ANNO 2006									
Polo logistico Lombardia Agnadello (CR), Strada Statale n° 472 Bergamina, Km 11.300	m^2 52.657 (*)	19/07/00	25.485	30.100	10/02/06	30.100	12.275	972	15.918

(*) 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	104
	C/c investimenti	144
	C/c canoni	2.804
	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		0
Totale		**3.052**

Si segnala che con l'estinzione del finanziamento con la "Eurohypo Aktiengesellschaft" non si rendeva più necessaria la tenuta del c/c finanziamento, che pertanto è stato chiuso nel corso del mese di maggio.
Il c/c canoni e il c/c vendite, sulla base del contratto di finanziamento in essere con "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch", come già argomentato al punto 1.1.3 della Relazione degli Amministratori (gestione finanziaria), sono pegnati a garanzia dello stesso finanziamento.

Altre attività
La voce G "Altre attività" è composta come indicato nella seguente tabella:
(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate		0
G2. Ratei e risconti attivi	Ratei attivi su titoli	176
	Risconti attivi	1.353
G3. Risparmio di imposta	SGR crediti v/Erario I.V.A. rimborsi	1.752
G4. Altre	Depositi cauzionali utente	22
	Credito su interessi I.V.A. a rimborso	474
	Fatture da emettere	228
	Crediti v/inquilini	627
	C/anticipi commissioni banca depositaria	10
	Crediti v/Erario per imposte e tasse	19
	Crediti per Commissioni di Gestione	44
	Crediti per Commissioni Banca Depositaria	2
Totale		**4.707**

La voce G2 "Ratei e risconti attivi", per la parte dei risconti, si riferisce quasi esclusivamente alle spese sostenute per il finanziamento ipotecario contratto con "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch" in data 22 dicembre 2006 la cui durata è prevista sino al 30 gennaio 2015 ed ai costi degli strumenti derivati di tipo *cap*.
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'; nella voce G4 "Altre" - credito su interessi I.V.A. a rimborso - sono esposti gli interessi su questo credito.
I "Crediti v/Erario per imposte e tasse" si riferiscono a somme corrisposte in eccesso per pagamenti ICI, per le quali è stata avviata la pratica di richiesta di rimborso.

SEZIONE III - LE PASSIVITA'

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

(in migliaia di Euro)

Sottovoci	Composizione	Importo
H1. Finanziamenti ipotecari	Finanziamenti ipotecari	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 diverse erogazioni di uno stesso contratto di mutuo ipotecario:

- prima erogazione 22 dicembre 2006; il contratto 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 2007 è pari al 5,2550%. 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

- seconda erogazione 30 marzo 2007 (con contestuale estinzione del finanziamento sottoscritto in data 21 gennaio 2003, e successive modifiche, con la società di diritto tedesco "Eurohypo Aktiengesellschaft" per un importo massimo erogabile di Euro 41 milioni, di cui 20,5 effettivamente utilizzati) per un importo di 20,5 milioni di Euro, sempre con scadenza al 30 gennaio 2015. A seguito di questa seconda erogazione, l'importo residuo erogabile risulta pari ad 80,5 milioni di Euro.
Il finanziamento è regolato da un tasso legato all'Euribor trimestrale maggiorato dello 0,65%; il tasso in vigore al 31 dicembre 2007 è pari al 5,2550%.
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. A seguito di tale erogazione, l'importo che potrà essere richiesto con successive erogazioni entro e non oltre il 30 dicembre 2008, alle medesime condizioni contrattuali, risulta pari ad un importo di ulteriori 80,5 milioni di Euro.

Come già segnalato al par. 1.1.3, con decorrenza 20 novembre 2007, "Merrill Lynch International Bank Limited – Milan Branch" ha nominato agente la "ING Real Estate Finance (Espana) EFC SA – Milan Branch".
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/IVA liquidazione	(43)
M3. Ratei e risconti passivi	Ratei passivi	(639)
	Risconti passivi	(363)
M4. Altre	Debiti v/ fornitori	(62)
	Fatture da ricevere	(220)
	Interessi su depositi cauzionali	(3)
	Note di credito da emettere	(47)
	Depositi cauzionali	(172)
Totale		**(1.549)**

SEZIONE IV - IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Non è possibile quantificare il numero di quote del Fondo detenute da investitori qualificati né da soggetti non residenti in quanto, essendo le stesse dematerializzate ed al portatore, la Società di Gestione non è più in grado di conoscerne la titolarità a seguito dei trasferimenti potenzialmente disposti da ogni singolo investitore iniziale.
Le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto tra l'avvio dell'operatività e la data del Rendiconto si illustrano nel seguente schema:

Prospetto delle variazioni del valore del Fondo dall'avvio dell'operatività 15/02/99 al 31/12/07

(in migliaia di Euro)

		Importo al 31/12/2007	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse per prezzo di emissione)		**159.327**	**100,00%**
A1.	Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-	-
A2.	Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	5.000	3,14%
B.	Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	100.110	62,83%
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	(8.465)	(5,31%)
I.	Oneri di gestione complessivi	(27.447)	(17,23%)
L.	Altri ricavi ed oneri complessivi	4.702	2,95%
M.	Imposte complessive	(5.491)	(3,45%)
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		-	-
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI		**(41.339)**	**(25,95%)**
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE		**75.510**	**47,39%**
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2007		**188.007**	**118,00%**
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		-	-
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO AL 31/12/2007		**4,50%**	

SEZIONE V - ALTRI DATI PATRIMONIALI

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

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

(in migliaia di Euro)

Garanzia ricevuta	Denominazione conduttore/descrizione	Immobile	Importo
Fidejussione da conduttore	ENI S.p.A.	Procaccini	151
Fidejussione da conduttore	Teva Pharma	Procaccini	186
Contanti	Euphon Communication SpA	Procaccini	35
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	Bracco imaging Spa	S.Donato Mil.se – Lotto IIIA	392
Fidejussione da venditore	Immobiliare Tangeziale 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
Fideiussione da capogruppo	Tech Data Italia S.r.l.	San Giuliano Mil.se	1.670
Fideiussione da capogruppo	Fiege Logistics Italia S.p.A.	Origgio (Va)	268
Totale			**9.106**

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 – Milan Branch", oggi gestito da "ING Real Estate Finance (Espana) EFC SA – Milan Branch", è già calcolato sul valore complessivo del finanziamento erogabile fino al 30 dicembre 2008 pari ad Euro 150 milioni, di cui 69,5 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	4	(4)		3		
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	13.480
	Recupero spese repetibili	716
	Altri proventi	55
B2. Utili/perdite da realizzi		0
B3. Plus/minusvalenze	Plusvalenze su beni immobili	10.000
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	Manutenzione a carico proprietà	(30)
	Polizze fabbricati	(126)
	Spese generali a carico proprietà	(35)
	Imposta di registro/valori bollati su contratti d'affitto	(65)
	Interessi su depositi cauzionali	(3)
	Consulenze tecniche/legali	(57)
	Spese varie inerenti la locazione	(95)
	Spese riscaldamento/condizionamento repetibili	(82)
	Spese generali repetibili	(591)
	Utenze/acqua repetibili	(337)
	Spese telefoniche repetibili	(3)
	Imposta di registro/valori bollati repetibili su contratti d'affitto	(85)
B5. Ammortamenti		0
B6. Imposta comunale sugli immobili	ICI	(579)
Totale		**22.163**

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		13.480			
	1.2 canoni di locazione finanziaria					
	1.3 altri proventi		771			
2.	**Utile/Perdita da realizzi**					
	2.1 beni immobili					
	2.2 diritti reali immobiliari					
3.	**Plusvalenze/Minusvalenze**					
	3.1 beni immobili		10.000			
	3.2 diritti reali immobiliari					
4.	**Oneri per la gestione di beni immobili**		(1.509)			
5.	**Ammortamenti**					
6.	**ICI**		(579)			
Totale			**22.163**			

- **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	(3.371)
H2. Altri oneri finanziari	Imposte su mutui ipotecari	(20)
	Oneri finanziari per estinzione anticipata finanziamento	(390)
	Oneri finanziari per *cap*	(81)
Totale		**(3.862)**

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

La sottovoce H2 "Altri oneri finanziari" ricomprende l'importo di competenza dell'esercizio degli strumenti derivati *cap*, l'imposta sostitutiva di competenza del periodo e le commissioni sostenute per l'estinzione anticipata del mutuo originariamente sottoscritto con "Eurohypo Aktiengesellshaft".

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

Data negoziazione:	30/03/2007(*)	22/12/2006
Inizio:	22/12/2006	22/12/2006
Termine:	30/01/2015	30/07/2008
Valore nominale di riferimento:	55.600.000	13.900.000
Premio pagato:	705.000(**)	1.150
cap rate:	4,85%	5,00%

(*) data negoziazione iniziale 22/12/2006
(**) nuovo premio a fronte dell'integrazione del 30/03/2007

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	2.852	1,54	1,10					
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	117	0,06	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	37	0,02	0,01					
6)	Compenso spettante agli esperti indipendenti	7	0,00	0,00					
7)	Oneri di gestione degli immobili	1.280	0,69	0,49					
8)	Spese legali e giudiziarie								
9)	Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	3	0,00						
10)	Altri oneri gravanti sul fondo (**)	161	0,09						
	TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (somma da 1 a 10)	4.480	2,41			0	0,00		
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	3.862			5,56				
13)	Oneri fiscali di pertinenza del fondo								
	TOTALE SPESE (somma da 1 a 13)	8.342	4,51			0	0,00		

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

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	99
L2. Altri ricavi	Sopravvenienze attive	67
	Interessi su I.V.A. a rimborso	48
L3. Altri oneri	Sopravvenienze passive	(16)
	Spese varie finanziamento	(56)
	Commissioni erogazione finanziamento	(36)
	Consulenza tecniche/legali	(12)
TOTALE		**94**

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 2007.

SCENARI IMMOBILIARI®
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

Milano, 21 gennaio 2008

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

Oggetto: Stima del Valore di Mercato al 31 dicembre 2007 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 2007*
		Euro
Milano	*via Messina 38*	*42.500.000*
Milano	*via Torino*	*17.600.000*
Corsico	*via dell'Industria 15/17*	*12.600.000*
San Donato M.	*via Milano 1*	*10.500.000*
San Donato M.	*via XXV Aprile lotto 3A*	*36.100.000*
Roma	*viale Oceano Indiano*	*29.300.000*
Brescia	*corso Magenta 2*	*19.200.000*
San Giuliano Milanese	*via Tolstoj*	*29.000.000*
Origgio	*largo Boccioni*	*41.600.000*
Totale		***238.400.000***

Distinti saluti

Dott. Ing. Raffaello Pochettino

VIA VERZIERE, 11 – 20122 MILANO – TEL. +39 02 36564523 – FAX +39 02 36564791
VIA DEL TEMPIO, 1/A – 00186 ROMA – TEL. +39 06 68309424 – FAX +39 06 6873557
VIALE REGINA MARGHERITA, 37 – 00198 ROMA – TEL. +39 06 8558802 – FAX +39 06 84241536
VIA BERTINI, 3/A – 20154 MILANO – TEL. +39 02 33100705 – FAX +39 02 33103099
HOCHSTRASSE 52 - 60313 FRANKFURT – TEL. +49 69 29925481 – FAX +49 69 29925483
WEB SITE: www.scenari-immobiliari.it

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

Per il Consiglio di Amministrazione
L'amministratore Delegato
Gianluca Muzzi

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 2007. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione compete agli amministratori della società di gestione del fondo, Rreef 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 28 febbraio 2007.

3 A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Valore Immobiliare Globale" al 31 dicembre 2007 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 il risultato economico del fondo.

Milano, 29 febbraio 2008

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 6.728.350,00 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