

RELAZIONE SEMESTRALE 2005

FONDO VALORE IMMOBILIARE GLOBALE

Nota illustrativa del Consiglio di Amministrazione della Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR S.p.A. sulla relazione semestrale del Fondo Valore Immobiliare Globale al 30 giugno 2005.

L'attività del Fondo del primo semestre del 2005, coerentemente con le politiche di gestione, ha risposto a diverse esigenze: dare avvio alla realizzazione di *capital gain* di immobili la cui *exit strategy* si sia compiuta, ridurre la dimensione media degli *asset* detenuti e mantenere quanto più alto possibile il livello di investimento in immobili da parte del Fondo.

Pertanto, l'operatività è stata caratterizzata da una gestione attiva del portafoglio: è stato ceduto l'immobile ad uso uffici sito in Via Montecuccoli a Milano (il primo immobile originariamente acquisito dal Fondo), è stato acquisito un immobile ad uso commerciale nell'*hinterland* di Milano ed è stato stipulato un contratto preliminare di compravendita per l'acquisizione di un immobile ad uso uffici a San Donato Milanese, che verrà perfezionato entro l'anno.

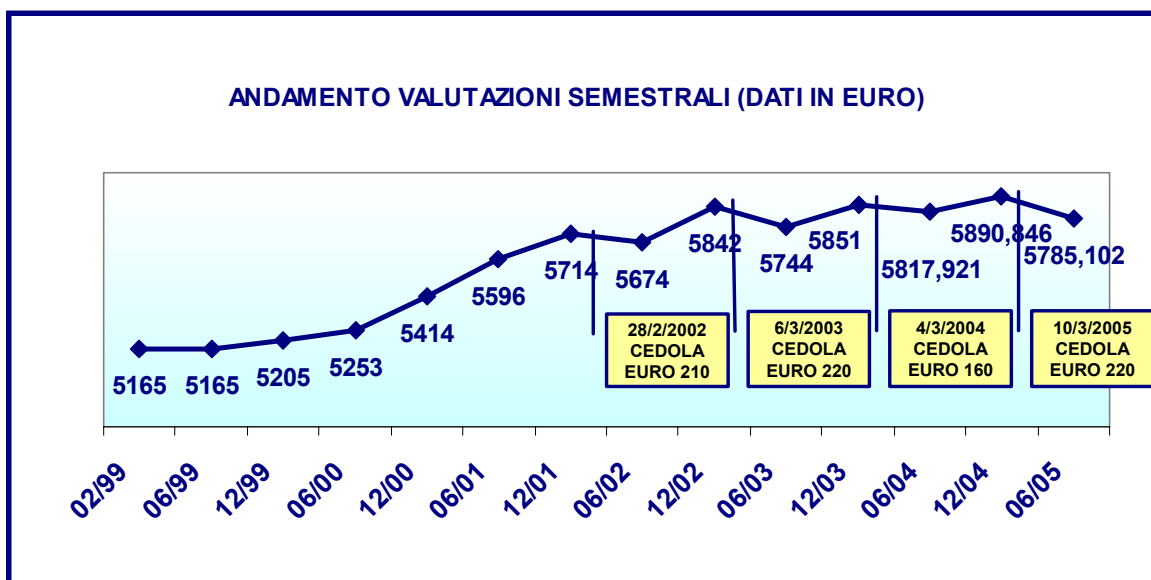
L'operazione di San Donato Milanese è da considerarsi come l'ottimale sostituzione dell'immobile di Via Montecuccoli; di conseguenza l'aumento della quota di patrimonio del Fondo investita in strumenti finanziari, di seguito illustrata nella presente Nota, è da intendersi temporaneo e finalizzato al nuovo investimento.

Il Fondo ha peraltro proceduto alla cessione in garanzia di crediti IVA (per un totale di Euro 13 milioni) vantati nei confronti dell'Erario proprio allo scopo di ottenere nuove risorse disponibili e rendere possibile una strategia ulteriormente espansiva degli investimenti immobiliari.

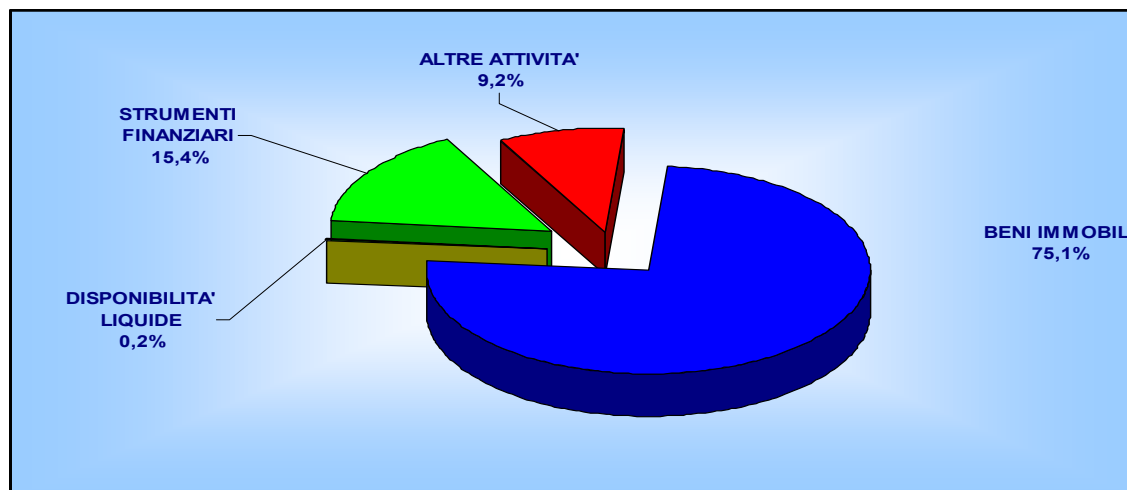
Il Consiglio di Amministrazione della SGR nella seduta di approvazione del rendiconto di fine anno ha deliberato la distribuzione di un provento pari ad Euro 220 lordi, riconosciuto agli aventi diritto a decorrere dal 10 marzo 2005; ciò nell'ottica di remunerare gli investitori coerentemente rispetto ai proventi effettivamente realizzati mediante la gestione caratteristica del Fondo.

Il valore della quota al 30 giugno 2005, al netto del provento distribuito, corrisponde ad Euro 5.785,102, rispetto alla valutazione del 31 dicembre 2004 pari a Euro 5.890,846.

Di seguito si riporta l'andamento della serie storica del valore della quota del Fondo che ha iniziato la propria attività in data 15 febbraio 1999; rispetto al valore iniziale, esso risulta più elevato del 12,02%, nonostante i proventi già distribuiti.



Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, gli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo al 30 giugno 2005 possiedono complessivamente un valore di mercato superiore del 7,10% rispetto al costo storico. Il grafico sottostante espone schematicamente la composizione delle attività del Fondo alla data di riferimento.



Gestione immobiliare

Il primo semestre 2005 ha visto il Fondo attivo in due operazioni di acquisizione (una ancora allo stadio di contratto preliminare di compravendita) ed una di dismissione; quest'ultima risulta particolarmente rilevante poiché avvia l'attività di rinnovamento del portafoglio immobiliare e di concretizzazione del *capital gain* maturato.

Più in dettaglio l'operazione di dismissione si riferisce al complesso direzionale di Milano, Via Montecuccoli 20 angolo Via Nizzoli 3, primo *asset* immobiliare entrato nel patrimonio del Fondo a luglio del 1999, originariamente acquistato per un controvalore di 32,5 milioni di Euro. Grazie a questa operazione, strutturata in maniera tale da differire significativamente la data del rogito rispetto a quella del preliminare allo scopo di mantenere più a lungo possibile i relativi flussi di cassa in capo al Fondo, si è realizzato un *capital gain* di 4,7 milioni di Euro (valore della cessione pari a 37,2 milioni di Euro oltre IVA), equivalente a circa il 14,5% su prezzo di acquisto dell'immobile.

Relativamente alle operazioni di acquisizione, in data 29 giugno 2005 è stata perfezionata l'acquisizione dell'immobile commerciale di Corsico – Viale delle Industrie 15/17. Tale edificio commerciale di media superficie risale ai primi anni '80 ed è stato totalmente ristrutturato dal punto di vista edilizio-impiantistico tra il 2002 ed il 2003; si colloca inoltre in uno dei più significativi assi commerciali nazionali. L'operazione, di controvalore pari a 11,8 milioni di Euro (oltre ad IVA), genera per il Fondo un rendimento lordo del 7,50% derivante da un contratto di locazione di lunga durata stipulato con "EMMELUNGA S.p.A.". È importante sottolineare come, con questa operazione, il Fondo ottimizzi la propria *asset allocation* introducendo nel portafoglio un nuovo immobile con profilo di rischio medio-basso (ma di redditività significativa) ed interessante anche dal punto di vista della futura possibile crescita di valore.

Infine – benchè allo stadio di contratto preliminare di compravendita – si segnala l'operazione terziario-direzionale di San Donato Milanese (MI), Via XXV Aprile; tale area, molto interessante dal punto di vista infrastrutturale (immediata vicinanza ad assi viari di collegamento, metropolitana ed aeroporto), è stata capace nell'ultimo biennio di attrarre numerose aziende multinazionali anche grazie all'ottimale rapporto tra prodotto offerto (di nuova costruzione) e canone richiesto. Il

cantiere, in stadio avanzato, sarà completato per la fine di settembre 2005, epoca prevista per la stipula del contratto definitivo di compravendita. L'entità dell'investimento ammonta a 33,55 milioni di Euro oltre ad IVA con un rendimento lordo, allo stato derivante da una garanzia di reddito che sarà rilasciata dal venditore contestualmente all'atto di compravendita, pari al 7,25%. Questa operazione è da considerarsi, peraltro, come estensione dell'acquisto, avvenuto nello scorso maggio 2004, dell'edificio in San Donato Milanese locato alla società "Demag-Innse" e come reinvestimento della liquidità riveniente dalla cessione dell'immobile di Via Montecuccoli avvenuta nel semestre.

Al 30 giugno 2005 il portafoglio del Fondo comprende sette immobili (di cui tre ad uso uffici, una piastra logistica, due immobili commerciali da centro urbano ed una media superficie commerciale) per un importo complessivo rivalutato pari a 150,4 milioni di Euro; segue una breve descrizione delle operazioni:

- In data 3 aprile 2000 sono state acquistate due torri ("A" e "C") delle quattro costituenti il centro direzionale denominato "Procaccini Center" sito in Milano, Via Messina 38 (zona Cimitero Monumentale). Si tratta di due edifici, ciascuno dei quali costituito da dieci piani fuori terra, un piano seminterrato e da due piani interrati. La torre "A" è interamente locata a "Sanofi Synthelabo S.p.A." mentre la torre "C" è locata in parte alla stessa "Sanofi Synthelabo" ed in parte ad "ENI S.p.A.". L'entità dell'investimento ammonta a 43,5 milioni di Euro oltre ad IVA. Si segnala che, a seguito della fusione societaria avvenuta tra "Sanofi Synthelabo S.p.A." ed "Aventis S.p.A.", la nuova società "Sanofi - Aventis S.p.A." ha deciso di avvalersi della facoltà di disdetta contemplata nei contratti di locazione in essere con il Fondo. La disdetta, formalizzata con un anno di preavviso in data 24 novembre 2004, diventerà quindi efficace il 31 dicembre 2005. La Società di Gestione si è prontamente attivata nel ricercare nuove controparti conduttrici indicendo una gara tra alcuni dei principali broker di mercato ed identificando al suo esito la società "Cushman Wakefield Healey & Baker" quale aggiudicataria per un mandato in esclusiva. Allo stato proseguono i sopralluoghi sull'immobile da parte di numerose potenziali controparti interessate alla locazione.
- Il terzo atto di compravendita è stato stipulato il 3 maggio 2000 ed è relativo ad un immobile ad uso uffici sito in Roma, zona Torrino (EUR), Via Bombay 5 angolo Viale Oceano Indiano 180. L'immobile, acquistato per 24,4 milioni di Euro oltre IVA, si articola su nove piani fuori terra, con due piani interrati ad uso posti auto. I conduttori dell'immobile sono "Oracle Italia S.p.A.", "Nokia Italia S.p.A." e "Storage Technology Italia S.p.A.". Dal 1 giugno 2002 sono stati attivati sull'immobile due ulteriori contratti locativi per l'installazione di ripetitori telefonici posti in copertura con le società "Telecom Italia Mobile S.p.A." e "Omintel Pronto Italia S.p.A." per un ammontare complessivo di Euro 62.000. E' da segnalare tuttavia che in data 25 marzo 2003 la società "Omintel Pronto Italia S.p.A." ha disdetto il contratto di locazione. Ulteriore evoluzione nella situazione locativa è stato determinato dalla disdetta parziale del contratto di "Oracle Italia S.p.A." e più in particolare per 72 posti auto siti al piano primo interrato dell'edificio. La disdetta, formalizzata in data 16 maggio 2003, è divenuta efficace dal 1 dicembre 2003. Si segnala che la Società di Gestione è attiva nella riaffittanza dei citati posti auto. Si segnala inoltre che il conduttore "Nokia Italia S.p.A.", ha comunicato, con efficacia 1 gennaio 2006, il recesso parziale dal contratto di locazione in essere e più precisamente riferito a circa 800 mq. di uffici. Relativamente a questi spazi alcune controparti hanno già avanzato possibili interessi per un'affittanza.
- In data 19 luglio 2000 è stato siglato il contratto di acquisto per il primo immobile a destinazione non direzionale. Trattasi di un capannone industriale di nuova costruzione monoplanare di circa 50.000 mq. ad uso logistico sito nel Comune di Agnadello (CR) Strada Statale Bergamina km. 472. L'immobile è stato locato a "TNT Tecnologistica S.p.A.". L'entità dell'investimento ammonta a 27,3 milioni di Euro oltre ad IVA.
- In data 4 dicembre 2002 è avvenuta la compravendita di un negozio di circa 2.000 mq. in pieno centro a Milano e più precisamente in Via Torino angolo Via dei Piatti per un controvalore di 13,3 milioni di Euro oltre ad IVA. Si tratta della porzione di un'immobile d'epoca costituita da un'unità commerciale in posizione angolare, composta da piano terra,

due piani superiori oltre a mezzanino e due piani interrati. Il negozio è stato oggetto di una totale ristrutturazione edilizio-impiantistica. L'unità, originariamente locata alla società "Longoni Sport S.p.A.", marchio entrato a far parte del Gruppo Giacomelli e poi sottoposto a procedura di amministrazione straordinaria, è stata riaffittata con decorrenza 1 gennaio 2005 alla società "Cisalfa Nord S.p.A." con marchio Germani Sport. Si segnala inoltre che il nuovo rapporto locativo risulta migliorativo rispetto al precedente dal punto di vista economico, poichè prevede un incremento del canone pari al 14% (a regime) e la manutenzione straordinaria a carico del conduttore per il primo periodo della locazione.

- In data 30 gennaio 2003 il Fondo ha sottoscritto un contratto di compravendita per l'acquisto di un *megastore* in Corso Magenta 2 nel centro di Brescia affittato al "Gruppo Coin S.p.A." per un controvalore di 18 milioni di Euro oltre ad IVA. L'immobile si compone di cinque piani fuori terra a destinazione commerciale, oltre a due interrati con funzione mista commerciale (primo interrato) e di magazzino/riserve (secondo interrato). L'edificio è stato sottoposto tra il 1997 e 2000, da parte dello stesso "Gruppo Coin S.p.A.", a totale ristrutturazione edilizio-impiantistica.
- In data 20 maggio 2004 il Fondo ha acquisito un nuovo immobile ad uso uffici sito in San Donato Milanese (MI), Via Milano, nel parco terziario denominato "Marigliano", occupato da importanti multinazionali (Canon, Daikin, Zimmer ecc.). L'immobile, composto da tre piani fuori terra oltre seminterrato e spazi esterni pertinenziali, è la nuova sede della società di ingegneria "Demag-Innse" che ha sottoscritto nel novembre 2003 un contratto di locazione efficace dal 1 maggio 2004. L'entità dell'investimento ammonta a 9,15 milioni di Euro oltre ad IVA.
- In data 11 marzo 2005 il Fondo ha sottoscritto un contratto preliminare di compravendita per l'acquisto di un nuovo immobile ad uso uffici sito nel parco terziario "Marigliano" dianzi descritto, caratterizzato da un buon livello di finiture e da accorgimenti tecnico-progettuali adeguati alla più esigente domanda di spazi direzionali, con una superficie lorda di circa 16.000 mq. e 270 posti auto. Il cantiere, in fase avanzata, sarà completato per la fine di settembre 2005, epoca prevista per la stipula del contratto definitivo di compravendita. L'entità dell'investimento ammonta a 33,5 milioni di Euro oltre ad IVA con un rendimento, allo stato derivante da una garanzia di reddito che sarà rilasciata dal venditore contestualmente all'atto di compravendita, pari al 7,25%.
- Infine in data 29 giugno 2005 il Fondo ha sottoscritto un contratto di compravendita per l'acquisto di un immobile commerciale di media superficie in Corsico Viale dell'Industrie 15/17, asse commerciale di grande importanza a livello nazionale ed immediatamente accessibile dalla viabilità autostradale. L'immobile, 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), è stato acquistato dalla "Emmelunga Immobiliare S.r.l." per un controvalore di 11,8 milioni di Euro che contestualmente – tramite la società "Emmelunga S.p.A." – ha stipulato un contratto di locazione di lunga durata che garantirà un rendimento lordo pari al 7,50%.

Per tutte le operazioni finalizzate entro dicembre 2002 non si è fatto ricorso a finanziamenti ipotecari. L'operazione di Brescia, Corso Magenta 2, è stata conclusa con l'ausilio della leva finanziaria nella percentuale pari all'intero prezzo imponibile oltre IVA mentre l'operazione di San Donato Milanese (MI), Via Milano / Via XXV Aprile, è stata realizzata utilizzando la liquidità residua e la fattorizzazione di parte dei crediti IVA maturati sulle precedenti operazioni. L'operazione di Corsico, Viale delle Industrie 15/17, infine, è stata effettuata utilizzando parte della liquidità riveniente dalla dismissione dell'immobile di Milano, Via Montecuccoli 20 angolo Nizzoli 3. Si segnala peraltro che buona parte della liquidità riveniente dalla vendita di Milano, Via Montecuccoli 20 angolo Nizzoli 3 sarà reimpiegata nell'operazione di acquisto sopra descritta dell'immobile di San Donato Milanese (MI), Via XXV Aprile – lotto IIIA, previsto per il 30 settembre 2005.

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

Di seguito viene riportata, in base alla normativa vigente, una scheda dell'acquisizione effettuata nel corso del semestre. Si ricorda in ogni caso che, ai sensi delle disposizioni di Banca d'Italia, un

estratto dell'atto di acquisto è disponibile sul sito *internet* della Società di Gestione, nonché presso la sede della stessa e della Banca Depositaria – comprese le filiali situate nei capoluoghi di regione.

SCHEDA IMMOBILE CORSICO (MI) – VIALE DELLE INDUSTRIE 15/17

(ex art. 3 comma 5 bis DM 228/1999)

Localizzazione: L'immobile è collocato in uno dei più importanti assi commerciali nazionali, immediatamente accessibile dalla tangenziale ovest. Nella zona sono presenti marchi commerciali di primaria importanza quali IKEA, ESSELUNGA, CASTORAMA, DECATHLON, BENETTON, DIVANI & DIVANI oltre a numerosi marchi nazionali minori. Nel comparto si rileva un'intensa attività edilizia finalizzata alla creazione - riqualificazione di nuovi immobili commerciali anche di rilevante superficie.

Descrizione dell'immobile: Immobile cielo terra realizzato nei primi anni '80, ristrutturato dal punto di vista edilizio ed impiantistico nel 2002-2003. L'immobile si sviluppa su tre piani fuori terra oltre a copertura. L'edificio dispone di un area pertinenziale adibita a parcheggio.

Prezzo di acquisto: 11.800.000 di Euro + I.V.A. di legge.

Conduttore: EMMELUNGA S.p.A. con contratto di locazione avente durata di 9+9 anni senza diritto di recesso per il primo periodo, manutenzione ordinaria e straordinaria a carico del conduttore per il primo novennio e fidejussione *revolving* della durata di 18 mesi a garanzia del pagamento del canone e del corretto adempimento di tutte le obbligazioni nascenti dal contratto di locazione.

Redditività lorda dell'investimento: 7,50%.

Parte venditrice: EMMELUNGA IMMOBILIARE S.r.l. (tale società non fa parte del gruppo al quale appartiene la SGR, così come definito ai sensi dell'art.1, lettera h/bis del DM 228/1999).

Gestione mobiliare

Gli investimenti in strumenti finanziari, la cui quota risulta pari a circa il 16% del totale delle attività, in temporaneo aumento rispetto a quanto osservabile al 31 dicembre 2004 per le motivazioni riportate nel paragrafo introduttivo del presente documento, 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.

Andamento dei settori immobiliari di interesse

I dati pubblicati dalle principali fonti di settore (Nomisma, Scenari Immobiliari, ANCE, Agenzia del Territorio, ISTAT) descrivono un mercato immobiliare che, nel primo semestre 2005, può considerarsi ancora sostanzialmente sano seppure sempre meno effervescente rispetto agli anni precedenti ed in particolare rispetto al biennio 2002-2003. Secondo le stime il fatturato totale previsto per il comparto immobiliare nel 2005 dovrebbe posizionarsi intorno ai 114 miliardi di Euro, con un incremento del 4% rispetto all'anno precedente (la variazione registrata nel 2003-2004 è stata pari al +6%). Sulla base di questi dati il mercato immobiliare italiano continua a porsi tra quelli più interessanti a livello europeo, subito dopo Gran Bretagna e Spagna.

Anche il 2005 continua ad inquadarsi nel cosiddetto quarto "ciclo immobiliare": non si rileva una inversione di tendenza bensì solo una stabilizzazione dei volumi di vendita e della crescita dei

valori. Il mercato immobiliare italiano appare inoltre più maturo e trasparente rispetto a qualche anno fa, questo grazie anche alla presenza di operatori (nazionali ed internazionali) sempre più qualificati che operano in tutti i momenti della filiera immobiliare.

Dal punto di vista degli scambi, con riferimento ai settori di maggiore interesse del Fondo e tenendo presente che il mercato immobiliare italiano è rappresentato per il 77% da immobili residenziali e solo per il 13% da immobili terziari, il 2005, secondo gli analisti, prospetta fatturati interessanti per il settore degli immobili commerciali ed a seguire per gli immobili ad uso ufficio. Una leggera contrazione degli scambi potrebbe evidenziarsi per gli immobili a destinazione turistica mentre una decisa contrazione interessa gli immobili industriali (fa eccezione in quest'ultima tipologia la logistica).

Benché non contemplata nell'*asset allocation* del Fondo, una nota è doverosa anche per la tipologia residenziale che mostra, in questa prima parte del 2005, un significativo rallentamento delle compravendite (-7% circa rispetto al 2004), mantenendo comunque valori stabili, se non ancora in leggera crescita.

Dal punto di vista dei valori (prezzi di vendita), i settori sui quali il Fondo concentra l'attenzione mostrano in questo primo semestre dell'anno un comportamento pressoché stabile; tale dato è confermabile, salvo qualche eccezione, anche dal punto di vista dei rendimenti.

Un rallentamento sostanziale, non tanto dal punto di vista dei canoni quanto della domanda e soprattutto dei tempi medi di chiusura delle trattative, si è verificato invece per il mercato delle locazioni ed in particolare per la tipologia uffici. Questa congiuntura penalizza soprattutto gli immobili i cui contratti di locazione siano prossimi alla scadenza (o scaduti) e gli immobili di modesta qualità e/o inadeguati alla domanda specifica.

Per le altre tipologie immobiliari di interesse del Fondo molte aspettative si concentrano nel settore della G.D.O. (Grande Distribuzione Organizzata) e del commercio in genere; gli esperti guardano con interesse ai centri commerciali di ultima generazione che uniscono lo *shopping* (*food* e *non-food*) al divertimento (*leisure*) ed ai cosiddetti "*retail park*". Le aree geografiche di maggiore interesse sono quelle costituite dal triangolo Milano-Venezia-Bologna e soprattutto il Sud Italia.

La visione degli esperti è fondamentalmente ottimista anche per gli uffici: relativamente a questa tipologia il mercato italiano è caratterizzato dalla mancanza cronica di prodotto di qualità, elemento che rende sproporzionato il rapporto domanda/offerta.

Per quanto riguarda invece il mercato della logistica, continua l'evoluzione qualitativa del prodotto edilizio e soprattutto la domanda di rilocalizzazione delle strutture in poli strutturati connessi con la rete ferroviaria; vi è da dire però che questa tipologia ha accusato una riduzione crescente di redditività negli anni (dall' 8,5-9,0% nella fine degli anni novanta al 7,5-7,8% degli ultimi anni), per effetto della crescita dei valori unitari alla quale però sono corrisposti canoni di locazione stabili.

In conclusione, la prospettiva per il 2005 continua ad essere positiva sia per il comparto immobiliare in generale che per le destinazioni di precipuo interesse del Fondo; l'unico fattore potenzialmente in controtendenza potrebbe essere quello legato al possibile peggioramento nella solvibilità dei conduttori e più in generale alla dinamicità del settore delle locazioni. In ogni caso la scelta strategica del Fondo di acquisire immobili di qualità, per quanto attiene *standing* e ubicazione, ed oggi anche, se possibile locati frazionatamente, si conferma una politica gestionale a valore aggiunto per il futuro.

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

La Società di Gestione, avendo inizialmente 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, intende continuare a confermare tale strategia anche per l'anno 2005 per la quota di prodotto terziario

mentre per altre destinazioni d'uso, come ad esempio il commerciale o la logistica, varranno come riferimento le *location* considerate strategiche dal settore specifico di riferimento.

Dal punto di vista delle tipologie, si è proceduto inizialmente a concentrare parte delle risorse disponibili in edifici a destinazione uffici, di recente costruzione ed ubicati in zone suscettibili di sviluppo prospettico; la prima alternativa a tale destinazione, è stata rappresentata da un immobile ad uso logistico (stoccaggio, gestione e movimentazione merci) ubicato in provincia di Cremona in posizione strategica rispetto alla prossima realizzazione di connessioni viabilistiche di primaria importanza (Brescia-Milano). A tale acquisizione hanno fatto seguito due investimenti a carattere commerciale, rispettivamente ubicati nel centro di Milano, a pochi passi dal Duomo, e nel centro di Brescia in zona pedonale. Successivamente il Fondo ha puntato nuovamente sulla destinazione terziaria, in particolare su un prodotto moderno di taglio medio-piccolo situato in un comparto, nelle premesse, di grande interesse strategico (San Donato Milanese in prossimità della linea metropolitana e dello sviluppo Montecity-S.Giulia).

L'ultimo acquisto è invece relativo ad un prodotto commerciale (cosiddetta media superficie) collocato in un *retail park* di livello nazionale. Quest'ultima tipologia riscuote grande interesse da parte degli investitori istituzionali sia in relazione ai rendimenti (ancora competitivi rispetto ad altre tipologie) che alle potenzialità di crescita di valore.

Alla data del 30 giugno 2005 il portafoglio del Fondo Valore Immobiliare Globale si presenta così composto:

- il totale delle attività risulta attualmente investito al 40% in immobili direzionali urbani, al 14% in strutture logistiche e per il 21% in immobili commerciali urbani, mentre il restante 25% in crediti di imposta e disponibilità finanziarie.
- il "rendimento corrente medio ponderato" (canone incluso adeguamento ISTAT/costo storico comprensivo di oneri accessori di acquisto) dell'attuale portafoglio è circa del 7,25% lordo.

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

Tuttavia l'attuale congiuntura di mercato ha suggerito di rivalutare un'impostazione più tradizionale nella composizione del *mix* di portafoglio, reinserendo nell'*asset allocation*, unitamente agli immobili ad uso uffici e logistica, quelli ad uso commerciale, così da meglio bilanciare il profilo di rischio/rendimento del portafoglio; tra l'altro la tipologia commerciale offre, oltre ad un rendimento corrente interessante, buone *chances* di *capital gain* (specie per localizzazioni pregiate da centro urbano ma anche *retail park*) a differenza della logistica che, quale prodotto di categoria industriale, è mero generatore di flussi di cassa.

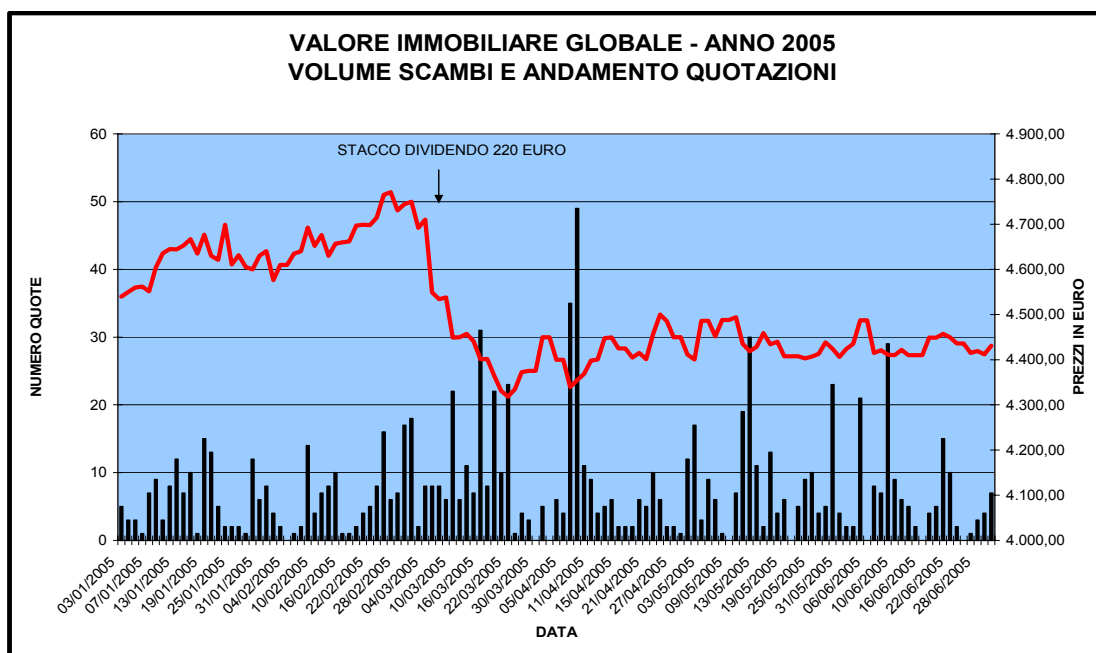
In conclusione, per il 2005, la Società di Gestione prevede di continuare ad investire il Fondo Valore Immobiliare Globale impiegando i crediti IVA residui e valutando eventualmente, in funzione delle specificità delle operazioni che si andranno ad analizzare, un prudente e limitato utilizzo della leva finanziaria. Particolare attenzione sarà rivolta alla massimizzazione del rendimento medio del portafoglio compatibilmente con i *trend* di mercato così come alla riduzione del profilo di rischio delle singole operazioni (tagli dimensionali - ove possibile minori -, frazionabilità, pluri-conduttore ecc.).

Peraltro, infine, grande attenzione verrà rivolta ad operazioni "mirate" di rinnovamento del portafoglio immobiliare: alcuni immobili, infatti, rientrano nelle strategie di vendita (*exit strategy*) poiché hanno compiuto un completo ciclo di vita all'interno del portafoglio immobiliare. Compito della Società di Gestione sarà quello di trovare investimenti sostitutivi di qualità (secondo le linee guida prima descritte) in tempi brevi e coerenti rispetto alle operazioni di dismissione, garantendo così la continuità dei flussi di cassa del Fondo.

Andamento delle quotazioni

Nel grafico riportato è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato e dei volumi degli scambi nell'arco del primo semestre 2005.

La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo, pari ad Euro 4.300, in data 22 marzo 2005 ed ha raggiunto quello massimo, pari ad Euro 4.777, in data 25 febbraio 2005. Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 7,61 quote. Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 giugno 2005) è stato di Euro 4.431.



E' da considerarsi nell'analisi dell'andamento delle quotazioni del semestre lo stacco di un provento pari ad Euro 220 lordi pro-quota avvenuto in data 10 marzo 2005.

Criteri di valutazione applicati

Nella redazione della relazione semestrale 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 il primo semestre 2005, sono di seguito riepilogati:

a) **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.

b) **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.

c) Numerario

- il numerario è computato al nominale.

d) Ratei e Risconti

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

e) 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.

f) Diritti reali di godimento su beni immobili

Vengono applicati i criteri espressi nel punto precedente per quanto compatibili.

g) Crediti

I crediti sono esposti al presumibile valore di realizzo.

h) Fondi imposte

Sono iscritti gli accantonamenti effettuati a fronte delle imposte.

i) Conti d'ordine

- I titoli di proprietà in deposito presso terzi sono iscritti al valore nominale;
- Le garanzie sono iscritte al valore nominale.

j) 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.

k) 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 ai criteri di valutazione di seguito elencati:

- metodo comparativo o del mercato, basato sul confronto fra il bene in oggetto ed altri simili, recentemente oggetto di compravendita o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali;
- metodo reddituale, basato sul valore attuale dei redditi potenziali futuri di una proprietà, ottenuto capitalizzando il reddito ad un tasso di mercato.

I risultati di stima ottenuti con le diverse metodologie sono stati, infine, tra loro mediati, determinando il più probabile valore di mercato dell'immobile.

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.

l) 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 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 simili 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 simili 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 IVA 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 IVA 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.

Altre notizie

Trasferimento della sede legale della Società di Gestione

Come anticipato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2004, a seguito di delibera del Consiglio di Amministrazione in data 24 gennaio 2005, la sede legale della Società di Gestione, a far data dal 1 febbraio 2005 è stata unificata alla sede amministrativa di Milano, Via Santa Sofia n. 10, che, conseguentemente, è stata soppressa.

Con comunicazione n. 244545 in data 10 marzo 2005 Banca d'Italia ha approvato le modifiche al regolamento del Fondo nella parte relativa all'individuazione della sede della Società di Gestione.

Sostituzione della Banca Depositaria

Come anticipato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2004, lo scorso 20 giugno ha avuto efficacia la sostituzione della Banca Depositaria del Fondo. Pertanto, a partire da tale data la Banca Depositaria del Fondo è State Street Bank GmbH, Succursale Italiana, con sede in Milano, Via Turati 16/18.

Provvedimento Agenzia delle Entrate relativo al Credito IVA 1999

Lo scorso 8 luglio veniva notificato alla Società di Gestione un provvedimento dell'Agenzia delle Entrate con il quale veniva comunicato che non poteva essere riconosciuto parte del rimborso del credito IVA relativo all'anno 1999, in quanto le fatture presentate erano "relative a contratti preliminari di compravendita, atti ad effetto meramente obbligatorio".

Pertanto il provvedimento disponeva, sull'ammontare complessivo del credito chiesto a rimborso pari ad Euro 8.000.000,00 (ottomilioni/00), il diniego parziale per l'importo di Euro 1.751.821,00 (unmilionesettecentocinquantaomilaottocentoventuno/00).

La Società di Gestione sta valutando di proporre ricorso contro il sopracitato provvedimento avanti la Commissione Tributaria Provinciale di Milano, entro i termini di legge.

Si ricorda da ultimo che il credito IVA relativo all'anno 1999 era stato oggetto di cessione pro soluto a favore di Credemfactor S.p.A. con atto in data 2 marzo 2004.

oOo

In data 14 aprile 2005 Banca d'Italia ha emanato il Regolamento con il quale è stata interamente rivista la normativa di tale Autorità in materia di gestione collettiva del risparmio. Il nuovo Regolamento conferisce all'intera materia maggiore organicità e sistematicità, oltre ad adeguarla alla evoluzione del mercato e alle direttive comunitarie in materia di OICR.

Le nuove disposizioni: (i) consentono maggiore flessibilità operativa alle SGR nella gestione dei fondi; (ii) mirano a rafforzare gli assetti organizzativi delle SGR; (iii) arricchiscono il contenuto del regolamento del Fondo; (iv) semplificano le procedure di autorizzazione; (v) aggiornano i requisiti per l'assunzione dell'incarico di Banca Depositaria.

Tale Regolamento è entrato in vigore lo scorso 13 maggio 2005 (giorno successivo alla pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale).

Sono comunque previste tempistiche differenti per gli adeguamenti alle nuove disposizioni da parte delle SGR. In particolare si segnala che:

- le disposizioni in materia di prospetto contabile degli OICR entrano in vigore a partire dal prospetto annuale riferito al 31 dicembre 2005;
- gli OICR già autorizzati si adeguano alle disposizioni in materia di: (i) determinazione del compenso della SGR entro il 31 dicembre 2006; (ii) contenuto minimo del regolamento di gestione entro il 31 dicembre 2007; (iii) limiti all'attività di investimento entro il 31 dicembre 2005.

**Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
(Dr. Marco Torsello)**

Milano, 27 luglio 2005

RENDICONTO AL 30/06/05

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

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

| | Situazione al 30/06/05 | | Situazione al 31/12/04 | |
|---|------------------------|----------------------------|------------------------|----------------------------|
| | Valore complessivo | In percentuale dell'attivo | Valore complessivo | In percentuale dell'attivo |
| ATTIVITA' | | | | |
| A. STRUMENTI FINANZIARI | 31.595.395 | 16% | 7.681.040 | 4% |
| 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 | 31.595.395 | | 7.681.040 | |
| 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 | 153.766.037 | 75% | 175.700.000 | 86% |
| B1. Immobili dati in locazione | 150.400.000 | | 175.700.000 | |
| B2. Immobili dati in locazione finanziaria | | | | |
| B3. Altri immobili | 3.366.037 | | - | |
| 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' | 489.592 | 0% | 211.256 | 0% |
| F1. Liquidità disponibile | 489.592 | | 211.256 | |
| F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare | | | | |
| F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare | | | | |
| G. ALTRE ATTIVITA' | 18.880.017 | 9% | 21.128.144 | 10% |
| G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate | | | | |
| G2. Ratei e risconti attivi | 47.197 | | 83.388 | |
| G3. Crediti di imposta | 0 | | 13.000.000 | |
| G4. Altre | 18.832.820 | | 8.044.756 | |
| TOTALE ATTIVITA' | 204.731.041 | 100% | 204.720.440 | 100% |

| | | | |
|--|--------------------|--|--------------------|
| PASSIVITA' E NETTO | | | |
| H. FINANZIAMENTI RICEVUTI | -20.500.000 | | -20.500.000 |
| H1. Finanziamenti ipotecari | -20.500.000 | | -20.500.000 |
| H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate | | | |
| H3. Altri | | | |
| I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI | - | | - |
| I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati | | | |
| I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati | | | |
| L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI | - | | - |
| L1. Proventi da distribuire | | | |
| L2. Altri debiti verso i partecipanti | | | |
| M. ALTRE PASSIVITA' | -5.760.638 | | -2.487.853 |
| M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati | | | |
| M2. Debiti di imposta | -4.716.362 | | 0 |
| M3. Ratei e risconti passivi | -585.916 | | -797.350 |
| M4. Altre | | | |
| - Debiti per cauzioni ricevute | 0 | | -794 |
| - altre | -458.360 | | -1.689.709 |
| TOTALE PASSIVITA' | -26.260.638 | | -22.987.853 |
| VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO | 178.470.403 | | 181.732.587 |
| Numero delle quote in circolazione | 30.850 | | 30.850 |
| Valore unitario delle quote | 5.785,102 | | 5.890,846 |
| Rimborsi o proventi distribuiti per quota | 220 | | 160 |