

RREEF FONDIMMOBILIARI SGR

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

VALORE IMMOBILIARE GLOBALE



Indice

1. Nota illustrativa del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione	1
1.1. Gestione immobiliare	2
1.2. Gestione mobiliare	4
Andamento dei settori immobiliari di interesse	4
1.2.1. Il mercato immobiliare italiano (1° semestre 2006)	4
1.2.2. Il mercato terziario	5
1.2.3. Il mercato immobiliare degli alberghi	6
1.2.4. Il mercato degli immobili ad uso commerciale	7
1.3. Diretrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e linee strategiche future	7
Andamento delle quotazioni	8
1.4. Criteri di valutazione applicati	9
1.5. Altre notizie	11
2. Situazione patrimoniale	12

1. Nota illustrativa del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione

Nel primo semestre del 2006 la Società di Gestione, proseguendo anche quanto già avviato lo scorso anno in giugno con la cessione dell'immobile ad uso uffici sito in Via Montecuccoli a Milano, si è concentrata a realizzare ulteriori utili da alienazione mediante la dismissione della piattaforma logistica di Agnadello (CR).

Sul piano delle locazioni la SGR si è prevalentemente adoperata al fine di ridurre gli spazi liberati all'inizio del 2006, concludendo 3 nuovi contratti di locazione sull'immobile di Milano via Messina (Procaccini Center) e 4 nuovi contratti di locazione sull'immobile di San Donato Milanese – Lotto IIIA.

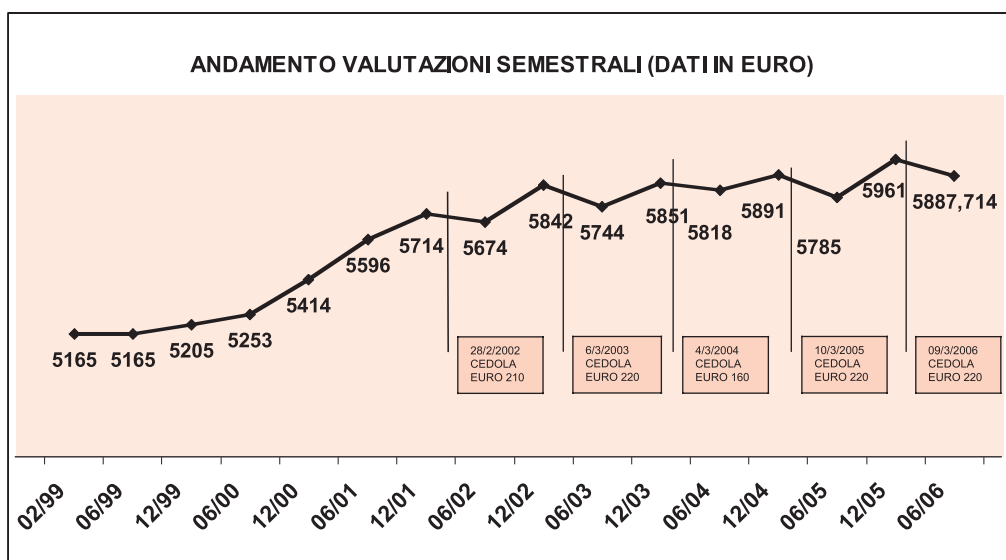
Si segnala inoltre che nel mese di marzo il credito I.V.A. relativo all'anno 2000 chiesto a rimborso e fattorizzato, è stato interamente rimborsato, con conseguente estinzione totale dell'anticipazione concessa.

Per quanto riguarda il residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821,00 per il quale nel mese di luglio 2005 l'Agenzia delle Entrate aveva notificato un provvedimento di diniego in quanto le fatture presentate erano "relative a contratti preliminari di compravendita, atti ad effetto meramente obbligatorio", ad oggi non sono ancora noti i risultati della prima udienza di trattazione del ricorso presentato dalla Società di Gestione che si è svolta il 15 maggio scorso.

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 9 marzo 2006; ciò nell'ottica di remunerare gli investitori coerentemente rispetto ai proventi effettivamente realizzati mediante la gestione caratteristica del Fondo.

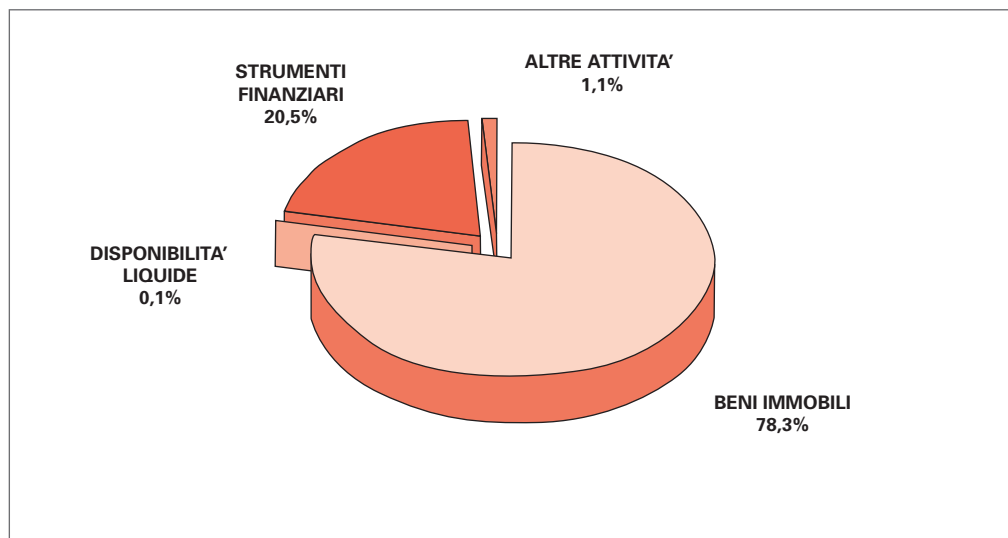
Il valore della quota al 30 giugno 2006, al netto del provento distribuito, corrisponde ad Euro 5.887,714, rispetto alla valutazione del 31 dicembre 2005 pari a Euro 5.961,292.

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 14,00%, 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 2006 possiedono complessivamente un valore di mercato superiore del 7,07% rispetto al costo storico.

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



1.1. Gestione immobiliare

Il primo semestre 2006 ha visto il Fondo attivo in una operazione di dismissione. Più in dettaglio, l'operazione è riferita ad un capannone industriale ad uso logistico sito nel comune di Agnadello (CR), Strada Statale 472 Bergamina, km 11+300. Tale immobile, quarto *asset* immobiliare acquistato dal Fondo nel luglio del 2000 per un controvalore di 25,2 milioni di Euro, è stato ceduto per un valore di 30,1 milioni di Euro. Grazie a questa operazione, il Fondo ha realizzato, al netto degli oneri incrementativi sostenuti, un *capital gain* di 4,6 milioni di Euro, ovvero di oltre il 18% sul prezzo di acquisto dell'immobile che, peraltro, ha generato negli anni un rendimento medio lordo da locazione dell'8,80%.

Al 30 giugno 2006 il portafoglio del Fondo comprende sette immobili (di cui quattro ad uso uffici, due immobili commerciali da centro urbano ed una media superficie commerciale) per un importo complessivo rivalutato pari a 158,8 milioni di Euro, le cui principali caratteristiche 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 di Milano, ciascuno dei quali costituito da dieci piani fuori terra, un piano seminterrato e da due piani interrati. L'entità dell'investimento ammonta a 41,8 milioni di Euro oltre ad I.V.A.

Situazione locativa: la "Sanofi Synthelabo S.p.A.", oggi "Sanofi - Aventis S.p.A." ha liberato a far data dal 1° gennaio 2006 gli spazi occupati sia nella torre "A" che nella torre "C". La torre "A" è ancora interamente sfitta, mentre la quasi totalità degli spazi liberati nella torre "C" è stata frazionata e prontamente riaffittata a tre diversi conduttori: "Almirall S.p.A.", "Accord Italia S.p.A." e "Tele Atlas Italia S.r.l.". "Almirall S.p.A." occupa dal 1° marzo 2006 gli uffici ai piani 8° e 9°, oltre ad alcuni archivi e 16 posti auto interrati per una superficie lorda complessiva di mq 956. Il canone annuo è pari ad Euro 230.200; ad "Accord Italia S.p.A." sono stati concessi in locazione a far data dal 16 marzo 2006, gli uffici al 5° piano, oltre ad alcuni archivi e 3 posti auto interrati per una superficie lorda complessiva pari a mq 478. Il canone annuo è pari ad Euro 101.900; "Tele Atlas Italia S.r.l." occupa invece dal 16 giugno 2006, gli uffici ai piani 6° e 7°, oltre a n. 15 posti auto interrati. Il canone per il primo anno è pari ad Euro 200.000. Tale importo diverrà a regime Euro 223.260. La torre "C" risulta inoltre tuttoggi parzialmente locata ad "ENI S.p.A." in forza di un contratto di locazione stipulato il 1° novembre 1998.

Al fine di contenere nel breve periodo i mancati redditi derivanti dalla sfittanza dell'intera torre "A", la Società di Gestione ha incaricato primarie società d'intermediazione al fine di reperire nuovi conduttori. Allo stato proseguono i sopralluoghi sull'immobile da parte di potenziali controparti. Pur avendo riscontrato alcune manifestazioni d'interesse nel corso del

primo semestre 2006, non sono stati ancora presi accordi formali con i potenziali 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 in zona Torrino (EUR) e acquistato per un controvalore di 22,2 milioni di Euro oltre I.V.A., si articola su nove piani fuori terra, con due piani interrati ad uso posti auto.

Situazione locativa: i conduttori dell'immobile sono "Oracle Italia S.p.A.", "Storage Technology Italia S.p.A." e "EMC2". E' inoltre presente "Telecom Italia Mobile S.p.A." in forza di un contratto di locazione per l'installazione di ripetitori telefonici. Si segnala che "Storage Technology Italia S.p.A." ha comunicato in data 13 aprile 2006 la disdetta relativamente alla porzione di uffici posti al 6° piano, la cui efficacia decorrerà trascorsi sei mesi dal ricevimento della predetta comunicazione. Si segnala che la Società di Gestione si è già attivata per la riaffittanza delle porzioni sfitte, compresi i posti auto già disdettati nel 2003 dalla "Oracle Italia S.p.A.".

- **Milano, Via Torino angolo Via dei Piatti**

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, acquistato al prezzo di 11,8 milioni di Euro oltre ad I.V.A. La porzione posseduta dal Fondo, facente parte di un immobile d'epoca, comprende un'unità commerciale in posizione angolare, composta da piano terra, due piani superiori oltre a mezzanino e due piani interrati

Situazione locativa: l'unità è affittata dal 1° gennaio 2005 alla società "Cisalfa Nord S.p.A.", con marchio Germani Sport.

- **Brescia, Corso Magenta 2**

Data di acquisizione: 30 gennaio 2003

Destinazione d'uso: commerciale

Descrizione: l'immobile, sostanzialmente un *megastore*, è situato a Brescia in pieno centro e si compone di cinque piani fuori terra a destinazione commerciale, oltre a due 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 e 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 – Lotto IV**

Data acquisizione: 20 maggio 2004

Destinazione d'uso: uffici

Descrizione: l'immobile, di nuova costruzione e sito nel parco terziario denominato "Quartiere Marignano", è composto da tre piani fuori terra oltre seminterrato e spazi esterni pertinenziali. L'entità dell'investimento ammonta a 9,2 milioni di Euro oltre ad I.V.A.

Situazione Locativa: l'edificio è la nuova sede della società di ingegneria "SMS Demag-Innse S.p.A." che ha sottoscritto nel novembre 2003 un contratto di locazione efficace dal 1° maggio 2004. Si segnala che in data 29 dicembre 2005 è diventata operativa la fusione per incorporazione della "SMS Demag-Innse S.p.A." nella società SMS Demag S.p.A., la quale contestualmente ha cambiato denominazione assumendo quella di "SMS Demag Innse S.p.A."

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

Data acquisizione: 29 giugno 2005

Destinazione d'uso: commerciale

Descrizione: l'immobile, inserito in un asse commerciale di grande importanza a livello nazionale ed immediatamente accessibile dalla viabilità autostradale, è composto da tre

piani fuori terra oltre aree pertinenziali per equivalenti 4.300 mq. circa di superficie lorda (3.500 mq. effettivamente adibiti ad esposizione commerciale). L'operazione è stata perfezionata con "Emmelunga Immobiliare S.r.l." per un controvalore di 11,8 milioni di Euro.

Situazione Locativa: l'immobile è stato contestualmente all'acquisizione concesso in locazione alla "Emmelunga S.p.A.", che ha stipulato un contratto di locazione di lunga durata.

Altre informazioni: nel primo semestre si è conclusa una pratica di condono relativa alla destinazione d'uso di alcuni spazi originariamente adibiti a magazzino, per una superficie totale di circa 240 mq, adesso convertiti in spazi commerciali.

- **San Donato Milanese, via XXV Aprile – 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 superficie lorda di circa 16.000 mq. e 270 posti auto. L'entità dell'investimento ammonta a 33,5 milioni di Euro oltre ad I.V.A. con un rendimento, allo stato derivante da una garanzia di reddito rilasciata dal venditore, pari al 7,25%, che si ridurrà del 50% a partire dal 1° ottobre 2006.

Situazione locativa: nel primo semestre 2006 sono stati sottoscritti 3 nuovi contratti di locazione, rispettivamente con le società "EGL Italia S.p.A.", "Bracco S.p.A." e "IMCD Italy S.r.l.". Il contratto sottoscritto in data 1° febbraio 2006 con "EGL Italia S.p.A." è relativo agli spazi ad uso ufficio al piano terra, oltre a un locale deposito e n. 10 posti auto coperti e scoperti. Il canone annuo è pari ad Euro 82.060. La società Bracco S.p.A. occupa dal 1° aprile 2006 una porzione dei piani 1°, 2° e 3°, oltre a depositi al piano seminterrato e n. 40 posti auto esterni e n. 7 posti auto coperti. Il canone annuo è di Euro 520.000. La società IMCD Italy S.r.l. occupa dal 1° giugno 2006 una porzione del piano 7°, oltre un locale deposito al piano seminterrato e n. 4 posti auto coperti e n. 20 posti auto scoperti. Il canone annuo è pari ad Euro 228.160.

Si segnala inoltre che è in fase di perfezionamento un ulteriore contratto di locazione con "Bracco S.p.A." relativo ad una porzione degli uffici posti al 4° piano, oltre a ulteriori 4 posti auto coperti. Tale contratto avrà decorrenza dal 1° agosto 2006 e il canone annuo sarà pari ad Euro 146.210.

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

1.2. Gestione mobiliare

Gli investimenti in strumenti finanziari, la cui quota risulta pari a circa il 21% del totale delle attività, in temporaneo aumento rispetto a quanto osservabile al 31 dicembre 2005 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

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

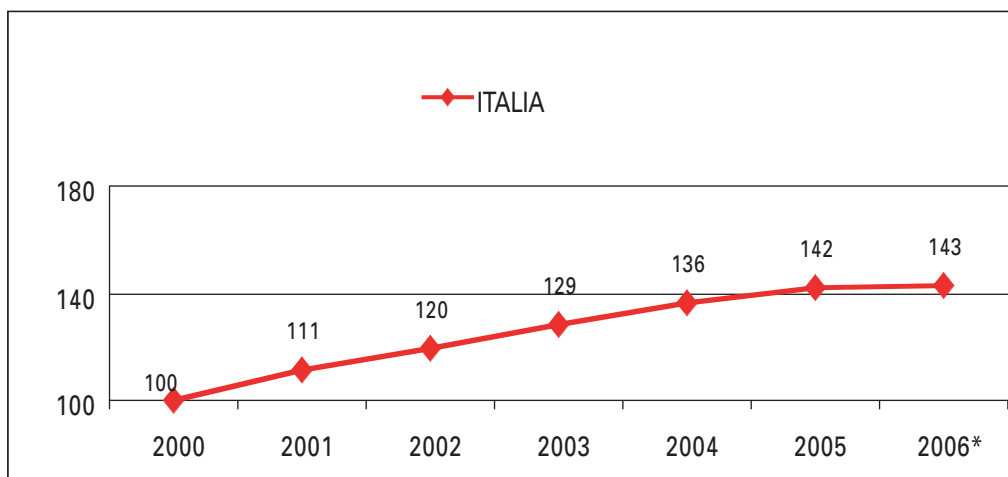
1.2.1. Il mercato immobiliare italiano (1° semestre 2006)

Rallenta il mercato immobiliare italiano, con andamenti asimmetrici tra il residenziale e gli altri settori.

Il 2005 si è chiuso con un fatturato di oltre 114 miliardi di Euro, realizzando un incremento del 4% rispetto al 2004. Il primo semestre del 2006 conferma il *trend* positivo dei mercati non residenziali in corso dalla seconda metà del 2005, mentre il settore residenziale continua la sua fase di rallentamento, anche se con velocità differenti da città a città. La previsione per fine anno è

di una modesta crescita (+1%).

Andamento del fatturato immobiliare in Italia (base 2000=100)



* previsioni a fine anno

A livello generale il 2005 ha visto leggermente cambiare i pesi dei settori immobiliari nella composizione del fatturato totale: il comparto residenziale, storicamente traino dell'immobiliare italiano (80% sul totale) ha perso pochi punti in favore del non residenziale, che sta beneficiando sempre di più del fatto di essere in grado di catturare capitali di investitori nazionali e non, guidando la trasformazione dell'industria immobiliare italiana verso un modello più tipicamente europeo. Il mercato immobiliare nei prossimi anni sarà caratterizzato da *driver* quali:

- tassi crescenti e instabilità inflazionistica
- nuove domande emergenti (giovani ed immigrati)
- maggiore necessità di diversificazione del portafoglio per i grandi investitori
- attività di sviluppo e non solo *trading*
- valorizzazione dei grandi patrimoni anche pubblici

1.2.2. Il mercato terziario

La quota di terziario/uffici in Italia, rispetto allo *stock* edilizio complessivo, rappresenta poco più del 4%, contro una media dell'8% nei cinque principali Paesi europei. I mercati in cui queste tipologie rappresentano la quota percentuale più elevata sono quello tedesco e quello inglese, con 11,9 e 10,5% rispettivamente.

Lo *stock* terziario/uffici italiano è di 165,3 milioni di mq. e solo una piccola parte, 7,3%, è di qualità elevata e rispondente a *standard* internazionali. La fetta più consistente, 69,4%, è composta da superfici di dimensione ridotte in soluzioni di edilizia mista.

Il mercato degli uffici in Italia rimane fortemente legato alle *performance* del settore nelle principali piazze: Roma e Milano in testa, a seguire Bologna, Torino, Bari, Napoli e Firenze.

Le trasformazioni economiche e delle imprese negli anni hanno contribuito fortemente alla crescita del settore degli uffici, oltre che degli altri settori non residenziali (immobili d'impresa e Grande Distribuzione Organizzata), anche in un contesto europeo in cui il comparto ha sofferto molto (2002-2005).

In generale il 2005 è stato un anno di lieve ripresa del settore, *trend* che si sta confermando anche nel 2006. La ripresa riguarda i volumi scambiati, mentre i canoni sono stabili. Sono più ottimistiche le previsioni, in attesa di una crescita occupazionale.

Il fatturato a fine 2005 ha raggiunto i 6,6 miliardi di Euro, con un incremento del 6,4% rispetto al 2004. Per il 2006 si prospetta un incremento fino a raggiungere i 6,8 miliardi di Euro.

I rendimenti locativi a livello nazionale si mantengono su livelli che variano da un 5,3% (CBD

delle grandi città) ad un 6,5%, evidenziando una lieve crescita delle quote di superficie sfitta (sopra al 6%).

I prezzi medi degli uffici in Italia nel 2005 hanno segnato una crescita annua vicina al 4% in diminuzione rispetto al 4,4% messo a punto nel 2004. A questo risultato ha certamente contribuito l'aumento dell'offerta di spazi nuovi.

I primi sei mesi del 2006 sono stati caratterizzati dal proseguimento della fase di ripresa del mercato degli uffici, caratterizzato da un crescente interesse per le proprietà di elevata qualità (Classe A), dalla riduzione degli affitti per le proprietà meno strategiche e da una notevole offerta in corso di sviluppo.

Gli uffici rimangono sempre la componente maggioritaria dei portafogli immobiliari degli investitori sia diretti che indiretti.

Roma

È rimasto stabile nel 2005 il settore degli uffici a Roma. I primi sei mesi del 2006, invece, mostrano una ripresa sia dal lato della domanda che dell'offerta.

L'assorbimento è cresciuto passando da quasi 35 mila mq. di spazio assorbito nel primo semestre 2005 ad oltre 40 mila mq. nei primi 6 mesi del 2006. La domanda è in lieve aumento, sempre trainata dal settore pubblico.

Milano

A Milano il 2005 è stato caratterizzato da una ripresa delle transazioni, in crescita soprattutto negli ultimi mesi dell'anno. Nei primi mesi del 2006 è in corso una ripresa dell'attività, trainata dal lieve miglioramento della congiuntura economica. È in aumento l'offerta di nuovo ed i progetti in via di sviluppo, comportando un aumento notevole del *vacancy rate*, che ha superato la soglia dell' 8%.

Nei primi sei mesi del 2006 si sono registrati lievi aumenti nei canoni di locazione che, si prevede, si consolideranno nella fine d'anno, insieme all'aumento previsto dell' offerta di spazi nuovi di classe A nel primo e secondo anello della città nei prossimi due anni.

1.2.3. Il mercato immobiliare degli alberghi

Nel settore alberghiero in Italia si stanno delineando due tendenze differenti. Al settore alberghiero più tipicamente italiano (quello delle società a gestione familiare) si sono affiancati i grandi gruppi alberghieri internazionali, che stanno guidando le trasformazioni del sistema ricettivo nazionale.

Questa nuova duplice tendenza si inserisce in un quadro generale del mercato immobiliare italiano che ormai sta uscendo dalla sua natura domestica per allinearsi ai mercati maturi nord europei. In questo nuovo quadro vanno letti i grandi flussi di investimenti generati da operazioni di M&A e vendite di singoli cespiti italiani, che negli ultimi 5 anni sono cresciuti esponenzialmente. Dal 2001 al 2005 gli investimenti in singoli *asset* alberghieri (inclusi i villaggi turistici) sono passati dai quasi 52 milioni di Euro agli oltre 400 milioni di Euro del 2005. Il primo semestre 2006 mostra un significativo aumento degli scambi di alberghi e dell'interesse da parte di investitori internazionali e domestici. La previsione per fine anno è di un valore pari a circa 500 milioni di Euro per gli *asset* scambiati.

Per il 2006 la maggior parte degli operatori si attende una crescita del Ricavo Medio per Camera a cui contribuirà soprattutto la ripresa del tasso medio di occupazione, accompagnata ad un aumento del valore per camera.

Tra le città 'protagoniste' del settore nei prossimi anni rimangono quelle a cui solitamente è associato un basso rischio di mercato: Roma, Milano, Venezia, Firenze, cui si affiancano quelle con un rischio medio come Bologna, Napoli, Bari e Cagliari.

Roma rimane una delle città con le migliori *performance* negli ultimi due semestri, nonostante la situazione economica non rosea e le paure ingenerate dal terrorismo. Gli arrivi e le presenze sono aumentati e così il tasso di occupazione è cresciuto di circa un punto percentuale rispetto al 2004. La domanda estera guida ancora la crescita, seguita da quella italiana che comunque è in aumento.

1.2.4. Il mercato degli immobili ad uso commerciale

Il comparto degli immobili per il commercio è stato nel 2005 il più positivo del mercato immobiliare italiano. Il fatturato ha raggiunto quota 7 miliardi di Euro con un incremento, rispetto all'anno precedente, di 7,5 punti percentuali. La crescita è stata alimentata da andamenti positivi, sia negli scambi che nelle quotazioni.

La crescita dei prezzi, che mediamente in Italia si è attestata annualmente del 7% dal 2000 ad oggi, con picchi superiori al 10 in alcune delle principali aree metropolitane, ha prodotto un incremento del volume del fatturato del settore che è quasi raddoppiato in cinque anni e ha chiuso il primo semestre del 2006 con un ulteriore incremento dell'1,6%.

I canoni di locazione dei negozi, dopo la crescita superiore ai prezzi, realizzata dal 2000 al 2003, con conseguente aumento dei rendimenti che hanno toccato punte del 7,5%, dal 2004 sono in flessione a causa soprattutto della riduzione della spinta della domanda contemporanea ad una crescita dell'offerta. Il *trend* dovrebbe stabilizzarsi nel breve-medio periodo.

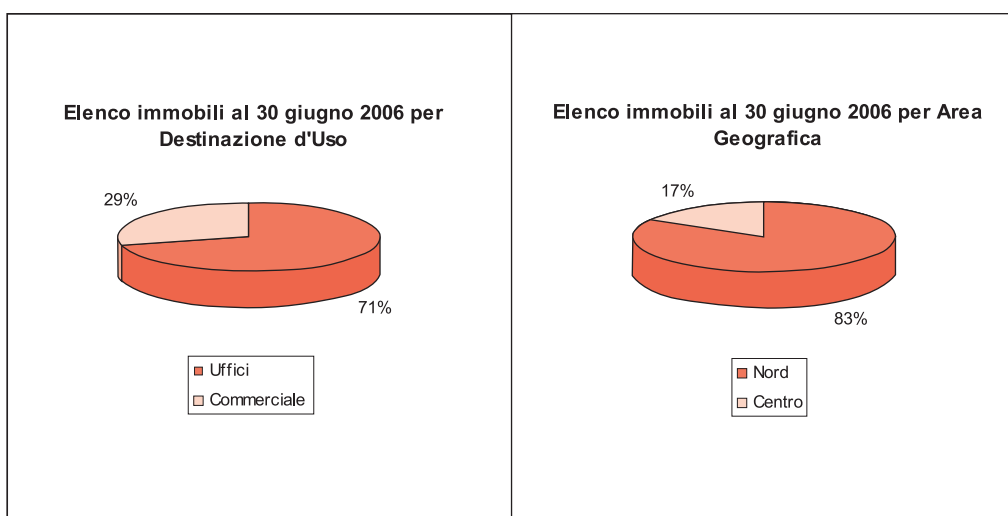
Nelle zone centrali delle grandi città (Milano in testa), dopo una crescita sostenuta degli affitti delle *prime location* nel 2003, è iniziato il *trend* discendente con scambi fermi almeno fino al quarto trimestre 2005. Alla fine del 2005 e nel corso dei primi mesi del 2006 sono nuovamente cresciute le aspettative per un rialzo dei canoni di locazione nelle *top location* dei principali centri cittadini.

I *vacancy rate* sono in aumento. Restano escluse le *top location* delle principali aree metropolitane, dove si mantengono bassi, vicino al livello fisiologico del 3%.

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

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

Alla data del 30 giugno 2006, il portafoglio immobiliare del Fondo Valore Immobiliare Globale, pari a 158,8 milioni di Euro e rappresentante il 78% del totale delle attività, risulta così suddiviso:



Il "rendimento corrente medio ponderato" (canone incluso adeguamento ISTAT/costo storico comprensivo di oneri accessori di acquisto) dell'attuale portafoglio è circa del 6,09% lordo. La significativa riduzione di redditività rispetto alla situazione al 31 dicembre 2005, che si attestava intorno al 7,25%, è prevalentemente dovuta alla liberazione degli spazi precedentemente occupati dalla "Sanofi - Aventis S.p.A." nel Procaccini Center e al mancato reinvestimento in immo-

bili della liquidità riveniente dalla cessione dell'immobile di Agnadello.

Durante l'ultimo biennio la Società di Gestione ha effettuato un aggiornamento delle politiche di investimento. Infatti nel corso dei passati esercizi era stata considerata, in relazione alla ridotta dimensione del Fondo, l'opportunità di effettuare una sostanziale specializzazione dell'*asset allocation* focalizzando i futuri investimenti residui sulle due tipologie direzionale e logistica. Tuttavia l'attuale congiuntura di mercato ha suggerito di rivalutare un'impostazione più tradizionale nella composizione del *mix* di portafoglio, reinserendo nell'*asset allocation* 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 prevalentemente generatore di flussi di cassa.

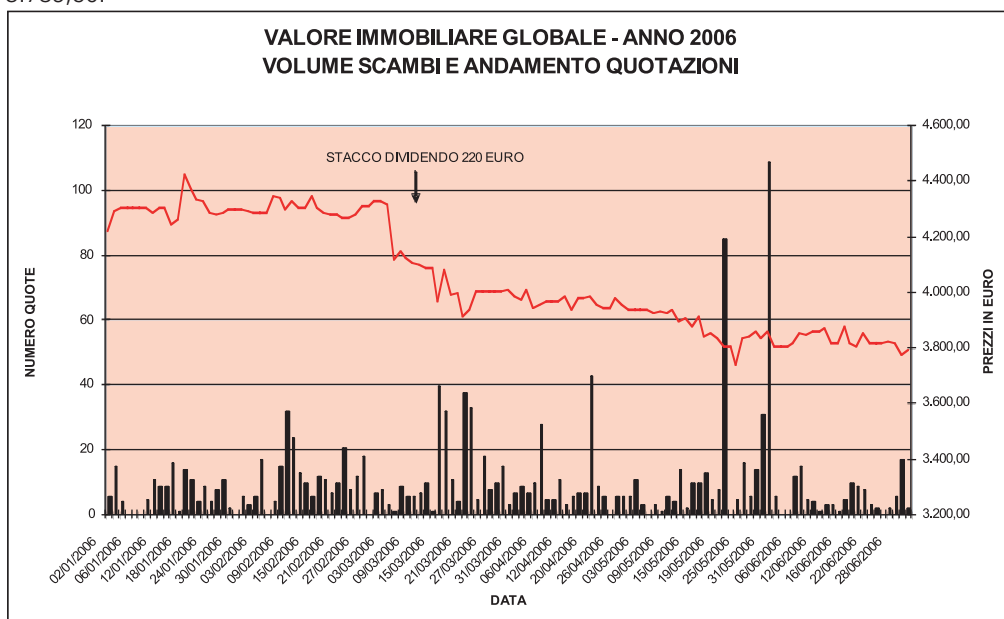
Nel primo semestre 2006 la Società di Gestione ha valutato per il Fondo Valore Immobiliare Globale diverse opportunità di investimento al fine di proseguire la rotazione di portafoglio già iniziata nel corso del 2005. La Società di Gestione, in *partnership* con altri investitori istituzionali, ha in particolare valutato 7 opportunità di investimento per un controvalore complessivo stimato pari a circa 127 milioni di Euro facenti parte di un vasto portafoglio immobiliare posseduto da un primario istituto bancario italiano per il quale era stata indetta una gara pubblica. Le acquisizioni non sono state finalizzate poiché la stessa gara è stata aggiudicata ad altri concorrenti.

Per il 2006 la Società di Gestione darà priorità all'attività di reperimento di nuovi investimenti al fine di impiegare la liquidità generatasi anche con la dismissione della piattaforma logistica di Agnadello (CR), non escludendo, qualora si presentassero delle opportunità ritenute in linea con l'obiettivo di rendimento del Fondo, il ricorso alla leva finanziaria. Contemporaneamente la SGR si adopererà al fine di migliorare la condizione locativa degli immobili attualmente in portafoglio, valutando anche eventualmente delle strategie di vendita (*exit strategy*) su quegli immobili ritenuti 'maturi'.

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 2006.

La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo, pari ad Euro 3.732,81, in data 24 maggio 2006 ed ha raggiunto quello massimo, pari ad Euro 4.421,79, in data 18 gennaio 2006. Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 10,24 quote. Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 giugno 2006) è stato di Euro 3.789,50.



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

1.4. 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 2006, sono di seguito riepilogati:

Registrazione delle operazioni in strumenti finanziari

Le negoziazioni su titoli sono contabilizzate nel portafoglio del Fondo alla data di regolamento dei relativi contratti.

Alla data di stipula dei contratti il controvalore di ciascuna operazione viene rilevato negli "impegni".

In sede di determinazione del valore complessivo netto del Fondo, il portafoglio titoli è rettificato per tenere conto delle partite relative ai contratti conclusi alla data anche se non ancora eseguiti.

Valutazione degli strumenti finanziari

Gli strumenti finanziari quotati in mercati organizzati sono valutati all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione.

Gli scarti di emissione sono calcolati nel rispetto del principio della competenza temporale.

Per gli strumenti trattati su più mercati si fa riferimento al mercato più significativo in relazione alle quantità trattate.

Numerario

Il numerario è computato al nominale.

Ratei e Risconti

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

Beni immobili

I beni immobili sono iscritti al loro costo di acquisto incrementato degli oneri e costi di diretta imputazione. Il costo è allineato al valore corrente con periodicità semestrale. Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali.

Ciascun bene immobile detenuto dal Fondo è oggetto di singola valutazione; più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria.

In ottemperanza a quanto stabilito dal D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 la Società nella determinazione del valore corrente si avvale di apposite relazioni di stima redatte da Esperti Indipendenti secondo le modalità ed i criteri definiti dal vigente regolamento di Banca d'Italia.

Diritti reali di godimento su beni immobili

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

Crediti

I crediti sono esposti al presumibile valore di realizzo.

Rilevazione dei costi e dei ricavi riferiti alla gestione titoli

Gli interessi, i ricavi e gli altri oneri assimilati, ivi compresi gli scarti di emissione relativi a titoli di debito, vengono imputati all'esercizio secondo il criterio di competenza temporale.

Gli interessi e gli scarti di emissione vengono contabilizzati ai sensi della Legge 23 novembre 2001 n. 410, art. 6 e successive modificazioni introdotte dall'art. 41 bis del Decreto Legge 30 settembre 2003, n. 269 convertito dalla Legge 24 novembre 2003, n. 326.

Rilevazione dei costi e dei ricavi riferiti alla gestione immobiliare

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

Con riferimento ai criteri di valutazione adottati dagli Esperti Indipendenti, gli stessi in sede di

stima degli immobili si sono attenuti a principi valutativi di generale accettazione, in particolare ricorrendo 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.

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 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.

1.5. Altre notizie

Nomina nuovo Consiglio di Amministrazione della SGR

In data 20 Marzo 2006 l'Assemblea degli Azionisti di Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR S.p.A. ha deliberato la nuova composizione del Consiglio di Amministrazione della SGR per il triennio 2006-2008.

Marco Torsello, CEO Deutsche Asset Management Italy, è stato confermato Presidente. E' stato nominato Amministratore Delegato Gianluca Muzzi, già Direttore Generale della Società; sono stati nominati consiglieri i sigg. Stephen Shaw, Chris Papachristophorou e Paolo Gualtieri; quest'ultimo svolge la funzione di Amministratore Indipendente.

Modifica della denominazione sociale

Sempre in data 20 marzo 2006 si è tenuta inoltre l'Assemblea straordinaria della SGR, la quale ha deliberato la modifica della denominazione sociale da Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR S.p.A. a RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.

Decreto Legge 223/06 – Effetti sulle operazioni immobiliari

Il D.L. del 4 luglio 2006 n. 223, all'art. 35 commi 8 e 9 ha introdotto, ad eccezione di limitate tipologie di transazioni, l'esenzione I.V.A. su cessioni di fabbricati e locazioni, con conseguente indebitabilità dell'imposta relativa a tutti gli acquisti di beni e servizi. Inoltre ha precluso la possibilità di portare in detrazione l'I.V.A. assolta sugli acquisti di immobili ancora in portafoglio ed acquistati dopo il 1997, con conseguente versamento all'Erario di quanto già a suo tempo detratto. Il Governo, tenendo conto del pesante impatto di tale decreto sull'intero settore, ha già dato segno di voler apportare degli emendamenti al testo attuale, i cui contenuti, seppur non ancora divulgati ufficialmente, fanno presumere una forte limitazione degli effetti penalizzanti sopra menzionati.

Dimissioni del Presidente del Consiglio di Amministrazione della SGR e nomina del nuovo Presidente

In data 18 luglio 2006 Marco Torsello ha rassegnato le dimissioni dalle cariche di Presidente del Consiglio di Amministrazione e di Amministratore della RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A. (già Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR S.p.A.), che rivestiva dal Marzo 2004. In data odierna 27 luglio 2006 il sig. Paolo Gualtieri è stato nominato nuovo Presidente.

Milano, 27 luglio 2006

**Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
Paolo Gualtieri**

2. Situazione patrimoniale

RENDICONTO AL 30/06/2006

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

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 30/06/2006		Situazione al 31/12/2005	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
ATTIVITA'				
A. STRUMENTI FINANZIARI	41.600.212	21%	2.685.990	1%
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito	41.600.212		2.685.990	
A8. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	158.800.000	78%	186.400.000	88%
B1. Immobili dati in locazione	158.800.000		186.400.000	
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	-		-	
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI	-		-	
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI	-		-	
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI	-		-	
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	174.410	0%	132.606	0%
F1. Liquidità disponibile	174.410		132.606	
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	2.244.906	1%	23.223.001	11%
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	10.660		80.801	
G3. Crediti di imposta	1.751.821		6.251.469	
G4. Altre	482.425		16.890.731	
TOTALE ATTIVITA'	202.819.528	100%	212.441.597	100%

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 30/06/2006		Situazione al 31/12/2005	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-20.500.000		-27.500.000	
H1. Finanziamenti ipotecari	-20.500.000		-20.500.000	
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate				
H3. Altri	-		-7.000.000	
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-		-	
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	-		-	
L1. Proventi da distribuire				
L2. Altri debiti verso i partecipanti				
M. ALTRE PASSIVITA'	-683.542		-1.035.735	
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati				
M2. Debiti di imposta	-43.851		-3.306	
M3. Ratei e risconti passivi	-333.095		-476.221	
M4. Altre				
- Debiti per cauzioni ricevute			-200.000	
- altre	-306.596		-356.208	
TOTALE PASSIVITA'	-21.183.542		-28.535.735	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	181.635.986		183.905.862	
Numero delle quote in circolazione	30.850		30.850	
Valore unitario delle quote	5.887,714		5.961,292	
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	220		220	

