



RELAZIONE SEMESTRALE 2008

FONDO VALORE IMMOBILIARE GLOBALE

β

Indice

1. NOTA ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ DI GESTIONE .	3
1.1. GESTIONE IMMOBILIARE.....	4
1.2. GESTIONE MOBILIARE	8
1.3. GESTIONE FINANZIARIA.....	8
1.4. ANDAMENTO DEI SETTORI IMMOBILIARI DI INTERESSE	9
1.4.1. <i>Il mercato immobiliare italiano (1° semestre 2008)</i>	9
1.4.2. <i>Il mercato degli immobili terziari</i>	9
1.4.3. <i>Il mercato degli immobili ad uso commerciale</i>	10
1.4.4. <i>Il mercato degli immobili ad uso logistico</i>	11
1.5. DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE ..	11
1.6. ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI.....	12
1.7. CRITERI DI VALUTAZIONE APPLICATI.....	13
1.8. ALTRE NOTIZIE	15
1.9. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE	19
2. SITUAZIONE PATRIMONIALE	20
3. ELENCO DEI BENI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO	22



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

Nel primo semestre del 2008 la Società di Gestione si è prevalentemente orientata al contenimento dei primi effetti della crisi economica riscontrata non solo a livello nazionale ma anche internazionale, che da un lato ha rallentato sensibilmente le tempistiche necessarie per il reperimento di nuove opportunità d'investimento e disinvestimento immobiliare, dall'altro ha generato in alcuni casi difficoltà concrete da parte dei conduttori a sostenere gli attuali canoni di locazione.

Per quanto concerne potenziali nuovi investimenti, non sono state reperite nel periodo opportunità d'investimento compatibili con il profilo di rischio-rendimento del Fondo, mentre sul fronte delle dismissioni un potenziale acquirente interessato all'immobile di Milano, via Torino ha richiesto la possibilità di visionare la documentazione tecnica al fine di presentare in tempi rapidi un'offerta irrevocabile. La Società di gestione valuterà più approfonditamente l'offerta, una volta identificato il prezzo e le principali condizioni della vendita.

In merito al contenzioso afferente al residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821, 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, la quale, in data 27 maggio 2008, comunicava l'avviso di trattazione per la data del 16 settembre 2008.

In data 30 gennaio 2008, ai sensi del contratto di finanziamento sottoscritto in data 22 dicembre 2006 con "Merrill Lynch International Bank Limited" ed erogato in due tranches per un importo di Euro 69.500.000, il Fondo ha proceduto, attraverso l'utilizzo della liquidità disponibile ed al fine di ridurre il carico degli oneri finanziari, al rimborso anticipato volontario parziale per un importo complessivo di Euro 7.000.000: l'importo del finanziamento in essere alla data di chiusura della presente Relazione ammonta ad Euro 62.500.000.

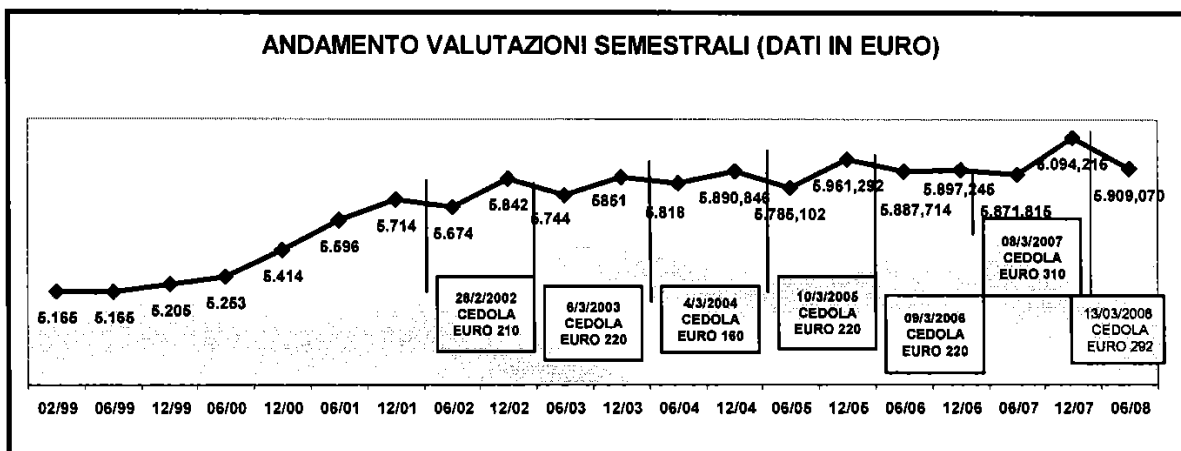
La liquidità del Fondo è stata investita in valori mobiliari le cui caratteristiche rispondono alle disposizioni dell'Autorità di Vigilanza e rispettano i contenuti regolamentari, secondo le indicazioni del Consiglio di Amministrazione.

Il valore della quota al 30 giugno 2008 corrisponde ad Euro 5.909,070. Considerando che la valutazione al 31 dicembre 2007 è stata pari ad Euro 6.094,216 e che il Fondo ha distribuito in data 13 marzo 2008 un provento di Euro 292,00 lordi per ciascuna quota, l'incremento di valore del Fondo per il primo semestre 2008, su base annuale, risulta pari al 3,64%¹.

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.

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

ANDAMENTO VALUTAZIONI SEMESTRALI (DATI IN EURO)

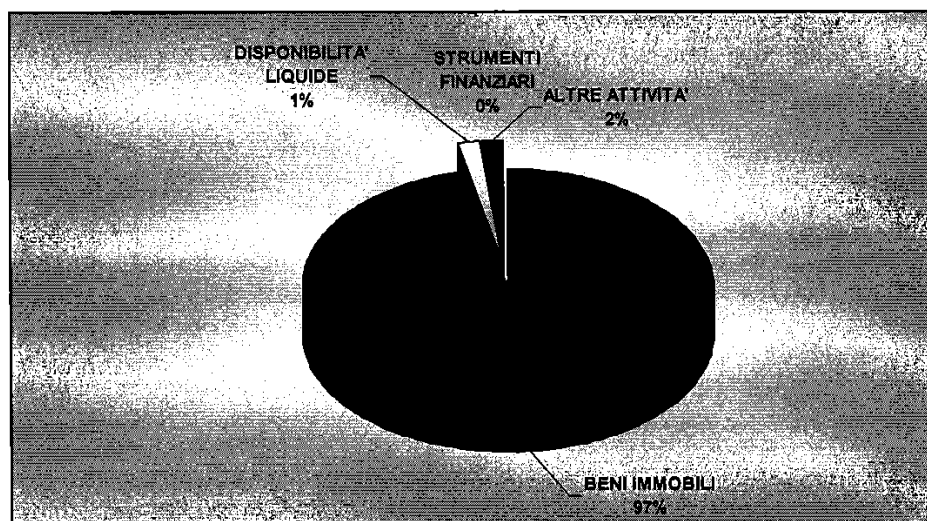


Il tasso interno di rendimento, ovvero il tasso d'interesse composto annuale dalla data di richiamo degli impegni alla data del 30 giugno 2008, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati dall'investimento di capitale iniziale, dai proventi distribuiti negli anni passati e considerando l'ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote al valore del NAV contabile alla data della presente Relazione è pari al 4,46%.

Tale valore è indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi di dismissione dell'intero portafoglio ai valori di perizia al 30 giugno 2008.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, il valore di mercato degli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo al 30 giugno 2008 è superiore dell'8,90% rispetto al costo storico.

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



1.1. Gestione immobiliare

Nel corso del primo semestre 2008 la Società di Gestione ha orientato la propria attività di gestione al contenimento dei primi effetti della crisi economica riscontrata non solo a livello nazionale ma anche internazionale.

Sul fronte delle locazioni, l'operato della SGR si è concentrato sia sulla rilocalizzazione degli spazi sfitti, sia sulla risoluzione di problematiche contingenti.

Per quanto concerne la rilocalizzazione degli spazi sfitti, a seguito del rilascio della torre "C" del Procaccini Center da parte di ENI S.p.A., avvenuto in data 30 aprile 2008, la SGR, anche per il tramite di agenti immobiliari coordinati dall'*Asset Manager* del Fondo, ha lavorato per il reperimento di nuovi conduttori. Allo stato, nonostante gli sforzi profusi e le trattative avviate, non è stato possibile perfezionare nuovi contratti, anche perché la contingente situazione di mercato non facilita certamente la rilocalizzazione ai canoni attesi in tempi rapidi. In ogni caso è opportuno segnalare come al momento siano in stato avanzato delle trattative per la locazione del 3° piano della Torre C, oltre alcuni spazi ad uso archivi e posti auto ad un canone annuo di circa Euro 145.000.

Sempre sul fronte locativo è risultato inoltre necessario, con l'ausilio dell'*Asset Manager*, lavorare per il recupero delle morosità pregresse maturate dalla Fiege Logistics Italia S.p.A., conduttore dell'immobile di Origgio, ed avviare delle trattative commerciali con la Tech Data Italia S.r.l., conduttore dell'immobile di San Giuliano Milanese, il quale, in vista dell'imminente scadenza contrattuale prevista nel febbraio 2010, ha richiesto al Fondo la realizzazione di ingenti lavori di manutenzione straordinaria nonché una riduzione del canone di locazione, manifestando la propria difficoltà a sostenere il canone attuale per un ulteriore sessennio.

Attualmente la percentuale dei spazi sfitti sul totale del portafoglio immobiliare calcolato sulle superfici ponderate (*vacancy rate*) è pari al 4,1%.

Il rendimento medio ponderato di portafoglio alla data di approvazione della presente semestrale è pari al 6,63%, ovvero allo 0,9% superiore rispetto a quanto indicato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2007.

Al 30 giugno 2008 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 rivalutatosi pari a 238,2 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: Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2007.

- **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: Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2007.

- **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: In data 6 febbraio 2008 il conduttore Cisalfa Sport S.p.A. ha ceduto il proprio ramo d'azienda alla società H&M Hennes & Mauritz S.r.l., la quale è pertanto subentrata a tutti gli effetti nel contratto di locazione vigente.

- **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: Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2007.

- **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: Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2007.

- **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: Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2007.

- **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 superficie 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: Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2007.

AB

- **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: come in precedenza evidenziato il conduttore ha avanzato richieste in merito alla realizzazione da parte del Fondo di ingenti interventi manutentivi sull'immobile, nonché alla riduzione del canone. La SGR, con l'ausilio dell'Asset Manager, sta tentando di trovare una soluzione negoziale.

- **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: Stante le difficoltà riscontrate per il recupero delle morosità pregresse sarà necessario approfondire le intenzioni dell'attuale conduttore in merito alla permanenza dell'immobile sino alla naturale scadenza del contratto.

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

Si riporta il prospetto dei cespiti disinvestiti dalla data di avvio dell'operatività del Fondo alla data della presente Relazione:

(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

1.2. Gestione mobiliare

Gli investimenti in strumenti finanziari, registrati nel primo semestre, sono stati effettuati nel rispetto delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, in osservanza delle disposizioni dettate da Banca d'Italia.

1.3. Gestione finanziaria

Ricorso all'indebitamento

Al 30 giugno 2008 l'utilizzo della leva finanziaria per un importo complessivo di Euro 62,5 milioni è pari al 25,38% sul totale delle attività del Fondo (26,24% sul totale patrimonio immobiliare rivalutato).

La banca finanziatrice è la "Merrill Lynch International Bank Limited", la quale in data e con decorrenza 20 novembre 2007 ha formalmente nominato "ING Real Estate Finance (España) 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.

In data 30 gennaio 2008, ai sensi del contratto di finanziamento, il Fondo ha proceduto, attraverso l'utilizzo della liquidità disponibile ed al fine di ridurre il carico degli oneri finanziari, al rimborso anticipato volontario parziale per un importo complessivo di Euro 7.000.000. A fronte di ciò sono state rilasciate dalla banca finanziatrice le garanzie a suo tempo rilasciate sull'immobile di San Donato Milanese, via Milano IV.

PB

Copertura del rischio di tasso

Al fine di dotare il Fondo di un'adeguata copertura del rischio di variazione del tasso d'interesse, sono stati sottoscritti due strumenti finanziari derivati di tipo *cap*. In data 30 marzo 2007 a seguito della seconda erogazione del finanziamento l'originario contratto *cap* (nozionale pari a 35,1 milioni di Euro) è stato integrato fino ad un nozionale pari a 55,6 milioni di Euro. Si riportano i dati sintetici dei due contratti ad oggi in essere:

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
<i>cap rate</i> :	4,85%	5,00%

(*) data negoziazione iniziale 22/12/2006

(**) nuovo premio a fronte dell'integrazione del 30/03/2007

1.4. Andamento dei settori immobiliari di interesse

Si riporta di seguito un estratto dell'analisi del mercato immobiliare redatta da Scenari Immobiliari (Luglio 2008).

1.4.1. Il mercato immobiliare italiano (1° semestre 2008)

L'economia italiana ha sofferto più della media europea la situazione innescata dalla crisi americana. Il caro petrolio ha colpito tutti i settori economici del Paese, mentre la debolezza infrastrutturale rallenta l'export e condiziona l'intera filiera della logistica.

Una lunga pausa elettorale ha impedito che si seguissero strade certe di politica economica, mentre si è affermata l'emergenza criminalità, sia a livello micro che di intere aree del Paese. La produttività e la fiducia dei consumatori sono calate nella prima parte dell'anno, solo recentemente in risalita.

La crisi finanziaria ha colpito pesantemente i potenziali acquirenti di case a reddito più basso (in primis immigrati e giovani). Il mercato immobiliare corrispondente è calato così di circa un terzo. Solo in parte compensato dal miglioramento della domanda media e medio alta. Comunque il fatturato del residenziale si colloca intorno ai 106 miliardi euro, con un incremento dell'1,9 per cento (previsione sulla base di quanto accaduto nel primo semestre). Mentre il settore turistico è in contrazione (meno 3,4 per cento) a causa della carenza di prodotto, buoni risultati vengono dai mercati non residenziali. Mostrano tutti una crescita superiore al due per cento in termini di fatturato.

1.4.2. Il mercato degli immobili terziari

Il settore terziario/uffici nel primo semestre del 2008 si è affermato come il segmento di mercato più dinamico a livello nazionale. A fine anno si attende un fatturato nazionale pari a circa 7,7 miliardi di euro, con un incremento del 2,7 per cento rispetto al 2007. È anche la seconda miglior performance a livello continentale.

Questo "successo" va anche letto alla luce del calo degli altri settori (in primis il residenziale) ma è frutto anche di una profonda riconversione in atto in questo mercato. Infatti si divarica sempre più la forbice tra prodotti di classe A (edifici nuovi, tecnologicamente attrezzati e ad alto sfruttamento degli spazi) e gli altri prodotti, in genere derivati da riconversione dell'abitativo.

Ab

La domanda terziaria, in lieve aumento nelle grandi città, si sposta progressivamente alla ricerca di immobili funzionali, moderni e ben collegati. E questo sia che si trovino nei *business district* centrali che in moderni business center in periferia. Il buon prodotto trova facilmente un inquilino e anche un investitore istituzionali è (italiano e estero) interessato alla proprietà.

Questo sta portando anche ad un lieve rialzo dei rendimenti, perchè aumenta la concorrenza tra investitori. Al di fuori delle piazze principali il mercato terziario rimane stazionario con un assorbimento medio intorno al 40 per cento.

I prezzi di vendita stanno leggermente salendo e si attende, proiettando su dodici mesi i dati del primo semestre, un incremento tra il 2 e il 3 per cento nel 2008 rispetto all'anno precedente.

1.4.3. Il mercato degli immobili ad uso commerciale

Il settore commerciale attualmente attraversa una fase di transizione, sia in termini di cambiamenti demografici e abitudinari (invecchiamento della popolazione, aumento delle famiglie monocomponente) che economici (contrazione dei consumi dovuta principalmente alla crisi dei crediti).

Tuttavia, il settore della distribuzione a livello internazionale continua a crescere. I principali retailers proseguono nel loro processo di internazionalizzazione (principalmente nei mercati dell'est Europa, Medio Oriente, India e Asia, soprattutto Cina), esportando prodotti e *know how* su tutta la filiera produttiva. A livello europeo il settore distributivo contribuisce alla formazione del Pil per circa 11,5 per cento (dato 2005), per l'Italia la quota è di circa 11,6 per cento.

Il mercato immobiliare del commercio in Europa, dopo un lungo periodo di ottime performance, vive una fase positiva per alcuni Paesi mentre altri sono in rallentamento. Segue un buon andamento il mercato francese (con numerosi programmi di sviluppo), tedesco (con maggiore interesse da parte degli investitori) e quello dei Paesi dell'Europa centrale e orientale. È in fase di contrazione, invece, nel Regno Unito (con diminuzione degli investimenti e contrazioni dei rendimenti) ed in Spagna.

In Italia si registra un rallentamento del comparto che persiste ancora nel secondo semestre del 2008. Dopo un quinquennio di crescita sostenuta, con un incremento del fatturato del 51 per cento tra il 2000 ed il 2006, il mercato mostra segni di stanchezza. Nel 2007 l'ammontare del valore dei beni scambiati è stato di 7,6 miliardi di euro (più 2,7 per cento rispetto all'anno precedente) ed il trend si conferma ancora per la prima parte dell'anno.

È soprattutto il settore della grande distribuzione a fare da traino, con un'incidenza del 45 per cento sulla quota complessiva, guadagnando quota di anno in anno. Infatti, nel corso del 2007 il numero di esercizi della Gdo è aumentato sensibilmente, soprattutto nel mezzogiorno. Sono cresciuti, rispetto al 2006, del 7,4 per cento per un totale di 13.057 (per una superficie complessiva di 20,6 milioni di mq). In generale, lo stock del commercio al dettaglio risulta pari a 981.922 esercizi per una superficie di vendita di circa 99,8 milioni di mq. La piccola distribuzione, invece, incide sul fatturato con una quota di circa 55 per cento.

I prezzi sono aumentati mediamente del 6,9 per cento e del 4,5 per cento, rispettivamente per piccola e grande distribuzione, mentre i rendimenti sono rimasti tendenzialmente stabili (intorno al 7,2 per la piccola distribuzione e al 6 per la grande distribuzione).

A fine anno il fatturato dovrebbe raggiungere quota 7,8 miliardi di euro (registrando una crescita del 2,6 per cento) e, ancora una volta, sarà la grande distribuzione ad apportare il contributo maggiore, mentre la piccola distribuzione si manterrà presso che stabili. Per il 2009 si attende sostanzialmente un mantenimento del trend con un leggero miglioramento.

PS

1.4.4. Il mercato degli immobili ad uso logistico

Nonostante il quadro economico globale si presenti in grigio, il settore della logistica continua a crescere, anche se a ritmi più contenuti rispetto a qualche anno fa.

A sostenere la domanda di servizi logistici è soprattutto l'incremento dei flussi mondiali delle merci. Questo dinamismo ha favorito gli investimenti nel settore, molti operatori internazionali hanno allargato la gamma di servizi, mediante l'acquisizione o la fusione di più aziende. Altri hanno rafforzato la propria flotta trasportistica e ingrandito o ammodernato le principali strutture utilizzate nelle diverse aree geografiche. In ogni caso si è trattato di investimenti cospicui che solo la fiducia in un mercato solido consente di effettuare.

Tuttavia, a livello europeo l'andamento del mercato è stato più friabile, soprattutto per il cambio euro dollaro poco favorevole, che ha penalizzato gli scambi, e per il prezzo elevato del carburante che ha inciso notevolmente sul costo del trasporto, principalmente quello terrestre (quota maggioritaria del trasporto totale, circa il 40 per cento in Europa).

A livello nazionale il mercato ha tenuto, sebbene non in maniera omogenea. Dopo un 2007 altalenante, nel primo semestre del 2008 il mercato ha ripreso nuovamente un andamento positivo, anche se a ritmi moderati, accrescendo comunque la fiducia delle aziende.

La domanda di servizi logistici è alimentata dall'aumento dei flussi e dei volumi gestiti, condizionati principalmente da due azioni. Da un lato, la difficile situazione economica ha portato le aziende produttrici a ricorrere maggiormente all'*outsourcing*. Dall'altro, l'inarrestabile processo di delocalizzazione ha aumentato la richiesta di servizi per trattamento di semilavorati e personalizzazione dei volumi.

Tuttavia si è registrato una forte pressione al ribasso dei costi di esercizio con conseguente diminuzione dei profitti. I settori maggiormente colpiti sono quelli legati alla Gdo e alla produzione industriale (soprattutto acciaio e carta).

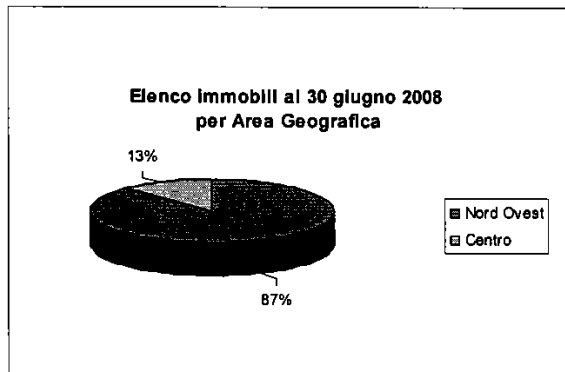
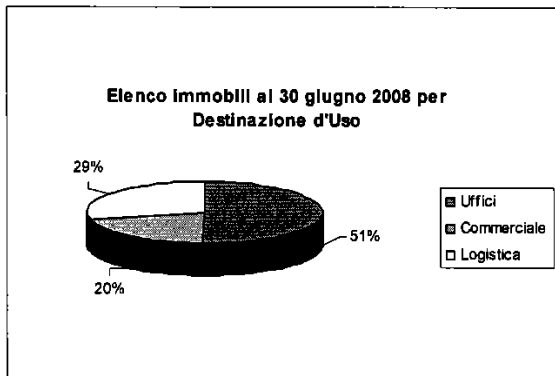
Il mercato degli immobili ad uso logistico, dopo un rallentamento nella seconda metà del 2007, nel primo semestre del 2008 ha ricominciato a viaggiare a ritmi moderati. La domanda di spazi logistici adatti rimane vivace, anche se con un numero di trattative portate a termine inferiore rispetto a quelle dell'anno precedente. Sono soprattutto le industrie a cercare gli immobili per poi affidare l'*outsourcing* ad un operatore, il produttore ha praticamente scavalcato il logistico nella richiesta di capannoni. Questa dinamica ha cambiato gli assetti del mercato, ha consentito di siglare contratti di locazioni direttamente con il produttore anziché con un fornitore di servizi logistici, aumentando la qualità richiesta delle strutture, diminuendo il rischio dell'investimento (contratti più lunghi per un tenant più affidabile) e portando al ribasso i canoni di locazione.

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

Il patrimonio immobiliare del Fondo è composto sia da importanti asset 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 sia da altri immobili con diverse destinazioni d'uso, come ad esempio il commerciale o la logistica, in *location* considerate strategiche nel settore specifico di riferimento.

Alla data del 30 giugno 2008, il portafoglio immobiliare del Fondo Valore Immobiliare Globale, pari a 238,2 milioni di Euro e rappresentante il 97% del totale delle attività, risulta così suddiviso:

AB



Il "rendimento corrente medio ponderato", calcolato sul costo storico comprensivo degli oneri accessori di acquisto, è circa il 6,63%.

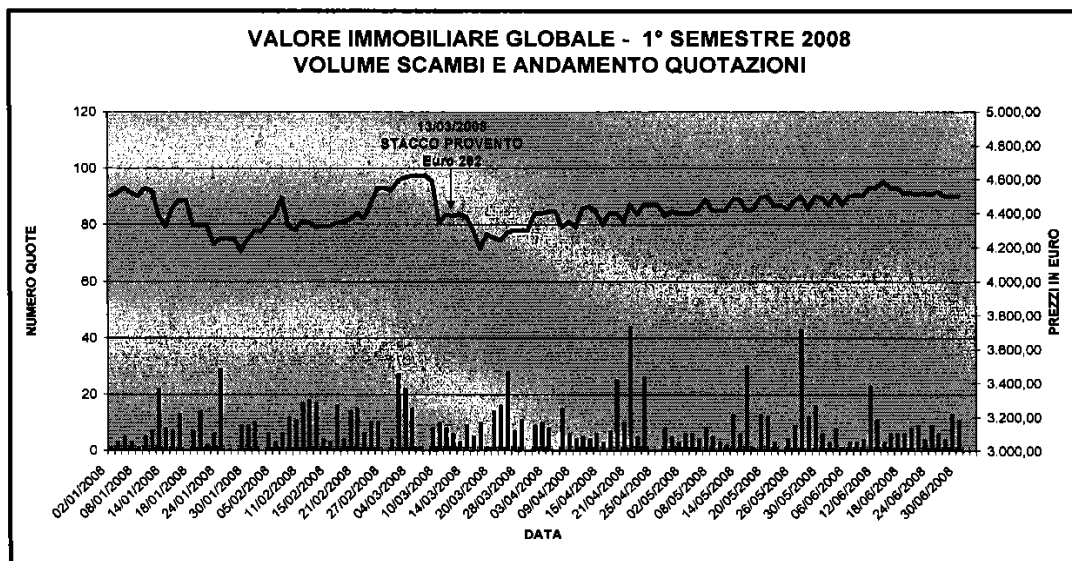
Nel secondo semestre del 2008 la Società di Gestione proseguirà, ove si presentassero opportunità ritenute interessanti, la propria strategia di rotazione del portafoglio valutando di caso in caso l'alienazione degli immobili la cui valorizzazione sia compiuta e nuove opportunità d'investimento in linea con l'obiettivo di rendimento del Fondo.

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

1.6. 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 2008.

La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo, pari ad Euro 4.176,68, in data 29 gennaio 2008 ed ha raggiunto quello massimo, pari ad Euro 4.622,00, in data 5 marzo 2008. Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 8.672 quote. Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 giugno 2008) è stato di Euro 4.500,00.



PB

E' da considerarsi nell'analisi dell'andamento delle quotazioni del semestre lo stacco di un provento pari ad Euro 292 lordi pro-quota avvenuto in data 13 marzo 2008.

1.7. 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 2008, 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 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 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 e dal Decreto Legge n° 112 del 25 giugno 2008, introduce una ritenuta del 20% 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 20% 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 20% 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 dei proventi, 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 20%) 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 20%.

1.8. Altre notizie

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.

AS

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.

Decreto Legge n°112 del 25 giugno 2008

Il Decreto Legge n° 112 del 25 giugno 2008 ha introdotto nuove disposizioni tributarie riguardanti i Fondi Immobiliari.

In particolare, è stata innalzata, con decorrenza 25 giugno 2008, ai sensi del comma 21 dell'art. 82 dello stesso decreto, dal 12,50% al 20% la ritenuta prevista dall'art. 7, comma 1, del Decreto Legge n°351/2001, applicata dalla Società di Gestione ai partecipanti del Fondo in occasione delle distribuzioni periodiche dei proventi, in caso di possesso delle quote, o in caso di rimborso/liquidazione delle stesse quote, sulla differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione ed il costo di sottoscrizione o di acquisto.

Sono stati, inoltre, introdotte norme che prevedono:

- la tassazione in capo al Fondo, attraverso la previsione di un'imposta patrimoniale per i fondi partecipati da particolari categorie di soggetti (cc.dd. Fondi Familiari), e
- il trattamento dei sottoscrittori non residenti, mediante la presunzione di residenza fiscale in Italia degli stessi fondi, se direttamente o indirettamente controllati da soggetti residenti nel territorio dello Stato.

Tali novità normative sono di applicazione immediata anche se ad oggi il Decreto Legge non è stato ancora convertito in Legge.

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 2007, nel quale si riportava la notizia che l'Agenzia delle Entrate – Ufficio di Milano, in data 17 dicembre 2007, aveva proposto appello contro la sentenza di primo grado presso la Commissione Tributaria Regionale di Milano, in data 27 maggio 2008, la stessa Commissione Tributaria ha comunicato l'avviso di trattazione per la data del 16 settembre 2008.

MB

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 parziale finanziamento

In data 30 gennaio 2008, previa richiesta formale alla "ING Real Estate Finance (Espana) EFC SA – Milan Branch", agente ai sensi della documentazione finanziaria sottoscritta, 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 sono state rilasciate, dalla banca finanziatrice, le garanzie precedentemente iscritte sull'immobile di San Donato, lotto IV, via Milano 4.

Immobile di Milano Via Torino (ang. Via Dei Piatti) - Cessione ramo d'azienda di Cisalfa Sport in favore di H&M Hennes & Mauritz

In relazione all'immobile di Milano, Via Torino – angolo Via dei Piatti1/3, richiamando quanto già riportato nel Rendiconto al 31 dicembre 2007, si segnala che in data 6 febbraio 2008 è stata perfezionata la cessione del ramo di azienda di Cisalfa Sport relativa all'attività commerciale esercitata nell'immobile medesimo, in favore di H&M Hennes & Mauritz S.r.l..

Direttiva MiFID

Con l'emanazione del D.Lgs. n. 164/2007 (pubblicato in Gazzetta Ufficiale in data 8 ottobre 2007), di recepimento della Direttiva 2004/39/CE (c.d. "**MiFID**"), relativa alla disciplina dei servizi, delle attività di investimento e dei mercati, la legislazione sul risparmio, nel corso del 2007, ha vissuto una nuova fase di riforma, destinata a segnare profondamente la disciplina e le regole dell'intermediazione dei prodotti finanziari, l'operatività degli intermediari, nonché i rapporti tra investitore ed intermediario.

In tale mutato quadro normativo la Società, in data 30 giugno 2008, ha approvato talune procedure aziendali, al fine di conformare la propria operatività alle nuove previsioni normative.

In particolare, la Società ha, anzitutto, definito un'apposita procedura aziendale, la c.d. "*Best Execution Policy*", volta a regolamentare l'esecuzione delle transazioni afferenti strumenti finanziari.

E' stato predisposto un set di documenti cui la Società dovrà far riferimento ai fini dell'adempimento - nell'ambito dell'attività di commercializzazione delle quote dei fondi comuni di investimento dalla stessa istituiti, ovvero nell'ambito dei correnti rapporti intrattenuti con la clientela già esistente - degli obblighi di classificazione della clientela e valutazione dell'appropriatezza, introdotti dalla MiFID, nonché di identificazione e adeguata verifica della clientela imposti dalla nuova normativa italiana in materia di antiriciclaggio (con particolare riferimento al D.Lgs. n. 231/2007).

Ai sensi dell'art. 40 del Regolamento Congiunto di Banca d'Italia e Consob, è stato istituito il c.d. "Registro dei conflitti", nel quale sono riportate le situazioni per le quali sorge o possa sorgere un conflitto potenzialmente idoneo a ledere gravemente gli interessi degli OICR o dei sottoscrittori dei

fondi. E' stata quindi definita una specifica procedura di gestione delle operazioni in conflitto di interessi e/o con parti correlate, con l'obiettivo di fornire un quadro di supporto alle competenti funzioni aziendali nell'individuazione e nella gestione delle predette situazioni di conflitto.

Da ultimo è stata elaborata una procedura per la corresponsione o percezione degli incentivi, che prevede l'adozione di specifiche cautele mediante l'invio di un questionario agli enti collocatori che operano con la Società, al fine di accertare che l'attività in concreto posta in essere dai medesimi contribuisca ad accrescere la qualità del servizio reso in favore del sottoscrittore. Il riscontro risultante dal suddetto questionario verrà poi trasmesso agli investitori, al fine di informarli in merito agli accordi di corresponsione di incentivi.

Normativa antiriciclaggio

Il Consiglio di Amministrazione, nella seduta del 4 febbraio 2008 ha approvato un aggiornamento della procedura aziendale in materia di antiriciclaggio, al fine di recepire le nuove disposizioni in materia, a seguito dell'entrata in vigore della nuova normativa contenuta nel Decreto Legislativo n. 231/2007 di recepimento di due direttive comunitarie (la n. 2005/60, in materia di prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo, e la n. 2006/70, che reca misure di esecuzione della prima)

In particolare si è provveduto, tra l'altro, a:

- definire in modo puntuale gli obblighi in materia di "verifica della clientela", attraverso la formalizzazione delle attività necessarie per procedere alla c.d. identificazione delle controparti, alla raccolta ed all'archiviazione delle informazioni acquisite dalle controparti;
- definire le nuove modalità di invio delle segnalazioni periodiche all'UIF (c.d. Unità di Informazione Finanziaria, allocata presso la Banca d'Italia, che ha sostituito l'abrogato istituto UIC);
- aggiornare le modalità di valutazione e gestione delle c.d. "operazioni sospette".

Nomina nuova società di revisione

Con la revisione e certificazione del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2007, è venuto a scadere il mandato conferito alla società "KPMG S.p.A." per la revisione contabile del bilancio della Società e dei rendiconti dei fondi immobiliari dalla stessa gestiti.

L'Assemblea ordinaria dei soci della SGR, nella seduta dello scorso 26 marzo 2008 ha, pertanto, provveduto a conferire alla PricewaterhouseCoopers S.p.A. l'incarico di revisione contabile dei bilanci, la verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili di cui all'art. 155, comma 1, lettera a) del D.Lgs. n. 58/1998, nonché dei rendiconti dei fondi immobiliari dalla stessa gestiti per gli esercizi con chiusura dal 31 dicembre 2008 al 31 dicembre 2016.

Progetto di scissione parziale semplificata della società RREEF AI SGR S.p.A. in favore di RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.

Banca d'Italia, con Provvedimento del 21 giugno 2007, è intervenuta a modificare il Provvedimento del 14 aprile 2005, recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" (di seguito, il "Regolamento"), eliminando, tra l'altro, l'obbligo di istituire una SGR specializzata per lo svolgimento dell'attività di gestione o istituzione di fondi speculativi.

Conseguentemente, anche una SGR ordinaria può oggi istituire o gestire fondi speculativi, alla sola condizione che sia dotata di adeguati presidi operativi interni, volti a consentire il perseguimento dello scopo del fondo.

A tale riguardo rappresenta che la Capogruppo Deutsche Bank S.p.A. - che attualmente detiene il 100% del capitale di: (i) RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A., società dedicata alla gestione di fondi comuni di investimento ordinari, e di: (ii) RREEF AI SGR S.p.A., società dedicata alla sola gestione di fondi speculativi, allo scopo di cogliere le possibilità offerte dalla modifica regolamentare di cui sopra, conseguendo in pari tempo apprezzabili sinergie operative ed economie di scala, ha attivato un processo, al fine di individuare quali siano le modalità più efficienti per ricondurre sotto un'unica SGR la gestione dei fondi immobiliari ordinari e dei fondi immobiliari speculativi.

Considerati la struttura organizzativa, il know how acquisito e la tipologia dei fondi gestiti dalle due SGR, si è concretizzata l'ipotesi di ricondurre in capo alla "RREEF Fondimmobiliari SGR" la gestione dei fondi immobiliari di tipo speculativo attualmente gestiti dalla "RREEF AI SGR".

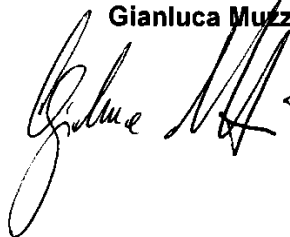
In esito a tale processo, i consigli di amministrazione, rispettivamente di RREEF Fondimmobiliari SGR e di RREEF AI SGR, nella seduta dello scorso 11 marzo 2008 hanno, quindi, approvato il Progetto di "scissione parziale proporzionale semplificata della RREEF AI SGR in favore di RREEF Fondimmobiliari SGR" - quale disciplinata dagli articoli 34 del Testo Unico della Finanza e 2506 e ss. del Codice Civile – ritenendo tale istituto lo strumento normativo più adeguato per raggiungere gli obiettivi di cui sopra. RREEF Fondimmobiliari SGR e RREEF AI SGR hanno quindi provveduto, in ottemperanza alla normativa vigente, a sottoporre alla Banca d'Italia l'istanza di autorizzazione alla scissione, a tutt'oggi in corso.

1.9. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

Non vi sono eventi da segnalare.

Milano, 29 luglio 2008

Per il Consiglio di Amministrazione
L'amministratore delegato
Gianluca Muzzi



2. Situazione patrimoniale

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30/06/08

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

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 30/06/08		Situazione al 31/12/07	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
ATTIVITA'				
A. STRUMENTI FINANZIARI	-	0%	12.896.823	6%
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	
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	238.200.000	97%	238.400.000	92%
B1. Immobili dati in locazione	238.200.000		238.400.000	
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'	3.740.389	1%	3.051.953	1%
F1. Liquidità disponibile	3.740.389		3.051.953	
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-		-	
G. ALTRE ATTIVITA'	4.310.133	2%	4.706.580	2%
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	1.168.370		1.528.620	
G3. Risparmio d'imposta	1.751.821		1.751.821	
G4. Altre	1.389.942		1.426.139	
TOTALE ATTIVITA'	246.250.522	100%	259.056.356	100%

AB

PASSIVITA' E NETTO			
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-62.500.000		-69.500.000
H1. Finanziamenti ipotecari	-62.500.000		-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'	-1.455.724		-1.548.792
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			
M2. Debiti di imposta	-57.103		-42.983
M3. Ratei e risconti passivi	-966.368		-1.001.645
M4. Altre			
- Debiti per cauzioni ricevute	-171.821		-171.820
- altre	-260.432		-332.344
TOTALE PASSIVITA'	-63.955.724		-71.048.792
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	182.294.799		188.006.564
Numero delle quote in circolazione	30.850,00		30.850,00
Valore unitario delle quote	5.908,070		6.094,216
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	292,00		310,00

3. 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)	Ipotecche (b)	Ulteriori informazioni
					Canone Euro/mq (e)	Tipo contratto	Scadenza contratto (prima scadenza utile / possibilità di recesso)			
1	Centro direzionale Lazio, Roma, Via Bombay,5	Uffici	1998(c)	8.585	213	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.		
						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.		L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						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.	22.542	si
						Affitto: 9+6 anni	31/05/2011 (può recedere in qualunque momento con 6 mesi di preavviso)	Telecom Italia Mobile S.p.A.		
						Affitto: 4+4 anni	30/11/2011 (dalla fine del 2003 concesso recesso anche parziale con preavviso di 6 mesi)	Oracle Italia S.r.l.		
						Affitto: 6+6 anni	15/03/2012 (dal 15/03/2010 facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	Accord Italia S.p.A.		
						Affitto: 6+6 anni	esercitato recesso al 30/04/2008 con preavviso di 12 mesi	ENI S.p.A.		
						Affitto: 6+6 anni	15/06/2012	Tela Atlas Italia S.r.l.		
					141	Affitto: 6+6 anni	15/09/2012	ZS Associates International Inc.	42.373	si
						Affitto: 6+6 anni	29/02/2012	Almiral S.p.A.		
						Affitto: 6+6 anni	31/03/2013	Euphon Communication S.p.A.		
						Affitto: 6+6 anni	30/04/2013	Teva Pharma S.p.A.		
2	Centro direzionale Lombardia; Milano, Via Messina,38	Uffici	1983	10.394						
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'interiano milanese a sud di milano e vicino 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 arg. Via dei Piatti 1/3	Negozio	2002(c)	1.851	543	Affitto: 9+6 anni	31/12/2013	Subentro di H&M a Cisella 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 - Corso Magenta, 2	Negozio	1996 (c)	6.382	195	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	Ufficio	2004	3.785	189	Affitto: 6+6 anni	30/04/2010 (può recedere solo per gravi motivi con preavviso di 6 mesi)	SMS Demag Innes 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 Metropollitana 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	219	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 Metropollitana 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 (con facoltà di recesso dal 31/05/2014 e 31/05/2016 con preavviso di 12 mesi)	15/02/2013	IMCD Italy S.r.l.			
						Affitto: 6+6 anni (dal 9° anno facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	15/06/2016 (alla data del 15/06/2010 e a quella del 15/06/2011 facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	Abbot Vascular Knoll Ravizza S.p.A.			
Affitto: 9+6 anni		Bracco Imaging S.p.A.									
TOTALE									218.737,00		

- (a) superficie ponderata ex D.P.R. 138/88
(b) l'ammontare complessivo delle ipoteche iscritte sugli immobili è pari a 600,00 milioni di Euro
(c) anno di ristrutturazione
(d) in data 06/02/08 cessione di ramo d'azienda ad H&M Hennes & Mauritz Srl, Cisalafia Sport SpA rimane responsabile in solido nei confronti di RREEF

SCENARI IMMOBILIARI®
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

Milano, 7 luglio 2008

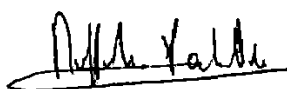
Spett.le
RREEF Fondimmobiliari SGR SpA
Via Santa Sofia, 10
20122 Milano

Oggetto: Stima del Valore di Mercato al 30 giugno 2008 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:

<i>Città</i>	<i>Indirizzo</i>	<i>Valore corrente al 30 giugno 2008</i>
		<i>Euro</i>
Milano	via Messina 38	42.400.000
Milano	via Torino	17.000.000
Corsico	via dell'Industria 15/17	12.400.000
San Donato Milanese	via Milano 1	10.800.000
San Donato Milanese	via XXV Aprile lotto 3A	36.500.000
Roma	viale Oceano Indiano	30.000.000
Brescia	corso Magenta 2	19.300.000
San Giuliano Milanese	via Tolstoj	28.200.000
Origgio	largo Boccioni	41.600.000
Totale		238.200.000

Distinti saluti


Dott. Ing. Raffaello Pochettino