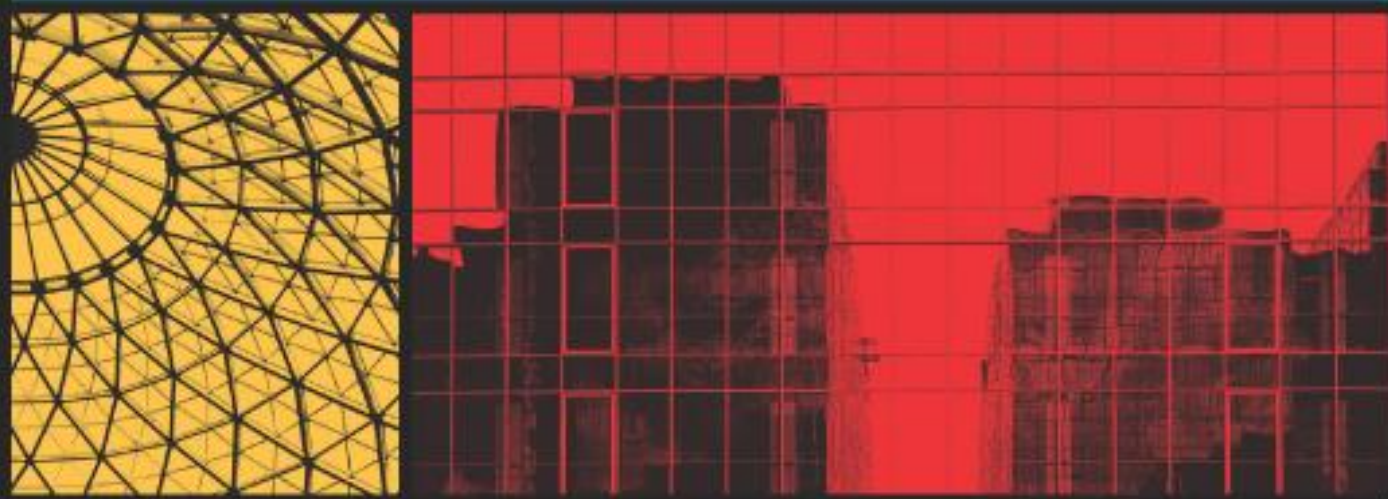


# VALORE IMMOBILIARE GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso

Relazione Semestrale al 30 Giugno 2010



## Indice

NOTA ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ DI GESTIONE .....	3
1.1. GESTIONE IMMOBILIARE .....	5
1.2. GESTIONE MOBILIARE .....	8
1.3. GESTIONE FINANZIARIA .....	8
1.4. ANDAMENTO DEI SETTORI IMMOBILIARI DI INTERESSE .....	9
1.4.1 Scenario.....	9
1.4.2 Il mercato degli immobili terziari .....	12
1.4.3 Il mercato immobiliare industriale.....	13
1.4.4 Il mercato degli immobili commerciali.....	13
1.5. DIRETTRICI SEGUITE NELL' ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE ...	14
1.6. CRITERI DI VALUTAZIONE APPLICATI .....	15
1.7. CORPORATE GOVERNANCE.....	18
1.8. ALTRE NOTIZIE .....	18
1.9. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE.....	19
SITUAZIONE PATRIMONIALE .....	20
ELENCO DEI BENI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO.....	22
ESTRATTO DELLA RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI.....	23

## Nota illustrativa del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione

Gli effetti della crisi che hanno caratterizzato l'economia mondiale nel corso del 2009 ed anche nel 2010 hanno portato la Società di Gestione a rivedere le proprie strategie di business prestando particolare attenzione al contenimento degli stessi. Le persistenti condizioni di mercato, non stante i primi timidi segnali di ripresa dell'economia, continuano a ridurre sensibilmente le opportunità di disinvestimento immobiliare a causa della difficoltà da parte di potenziali acquirenti nel reperimento delle necessarie risorse finanziarie, dall'altro ad accentuare le difficoltà dei conduttori a sostenere gli attuali canoni di locazione a causa del generale rallentamento dei consumi.

Sul fronte delle dismissioni in data 23 febbraio 2010 è stato perfezionato con la "DUEMME Società di Gestione del Risparmio S.p.A." nella sua qualità di società di gestione del patrimonio del Fondo "Schroder Italian Property Fund No. 2", la vendita dell'immobile a destinazione ed uso terziario – direzionale sito nel Comune di San Donato Milanese, Via XXV Aprile nr. 4.

Il prezzo complessivo, pari ad Euro 35,5 milioni oltre imposte, è stato corrisposto per l'importo di Euro 3,55 milioni oltre imposte alla stipula del contratto preliminare sottoscritto in data 27 gennaio 2010 e per il saldo pari ad Euro 31,95 milioni oltre imposte contestualmente alla stipula dell'atto definitivo di compravendita.

Tale operazione ha consentito al fondo Valore Immobiliare Globale di realizzare una plusvalenza pari al 5,72% calcolata sul prezzo di acquisto dell'immobile comprensivo degli oneri incrementativi sostenuti.

Per quanto concerne potenziali nuove acquisizioni, finanziabili per mezzo della liquidità liberata dalla cessione dell'immobile di cui sopra, non sono state reperite nel corso del 2010 opportunità d'investimento compatibili con il profilo di rischio-rendimento del Fondo.

In merito al contenzioso afferente il residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821, si segnala che, come già riportato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2009, l'Agenzia delle Entrate ha presentato in data 15 gennaio 2009 ricorso in Cassazione ed in data 24 febbraio 2009 la SGR ha provveduto a depositare controricorso presso la stessa Corte.

Alla data odierna non è stata ancora fissata la data della relativa udienza.

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 2010 è pari ad Euro 5.068,586. Considerando che la valutazione al 31 dicembre 2009 è stata pari ad Euro 5.391,241 e che in data 11 marzo si è provveduto al pagamento di proventi per Euro 56,80 e al rimborso parziale della quota Euro 236,81 pro quota, il decremento di valore del Fondo per il primo semestre 2010 risulta pari allo 0,56%<sup>1</sup>.

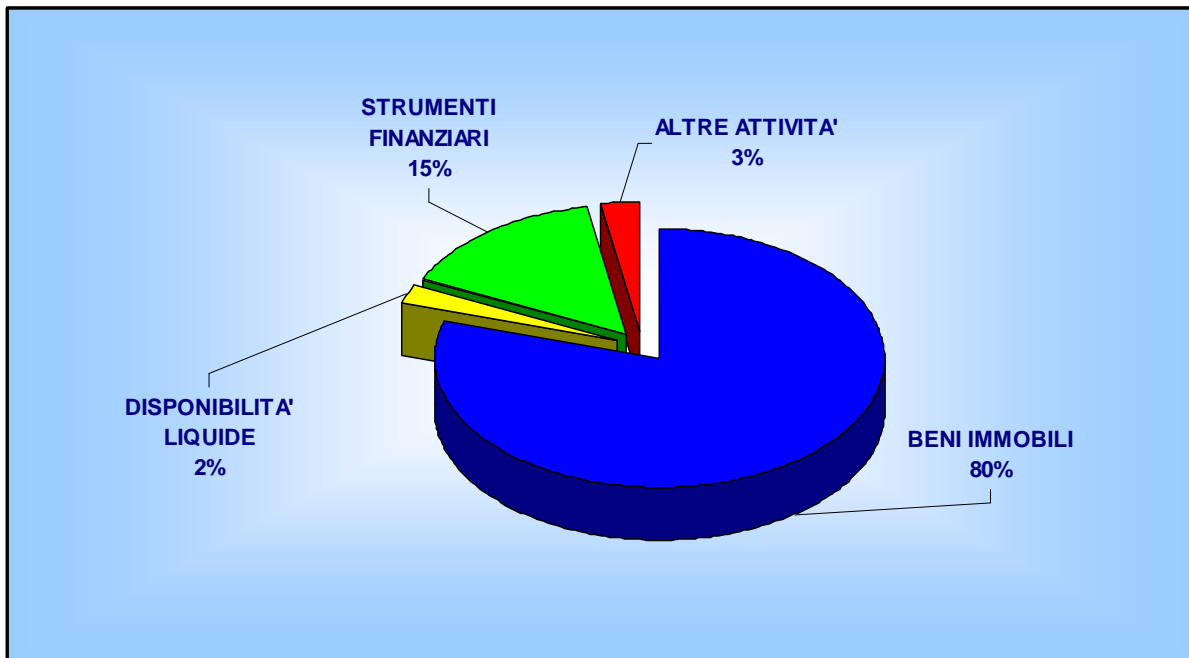
Tale decremento è dovuto esclusivamente alla valutazione degli immobili come meglio specificato nel paragrafo 1.1 ("Gestione Immobiliare").

Alla data di chiusura del Rendiconto, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, gli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo al 30 giugno 2010 possiedono complessivamente un valore di mercato pari ad Euro 157.400.000, superiore dello 0,68% rispetto al costo storico.

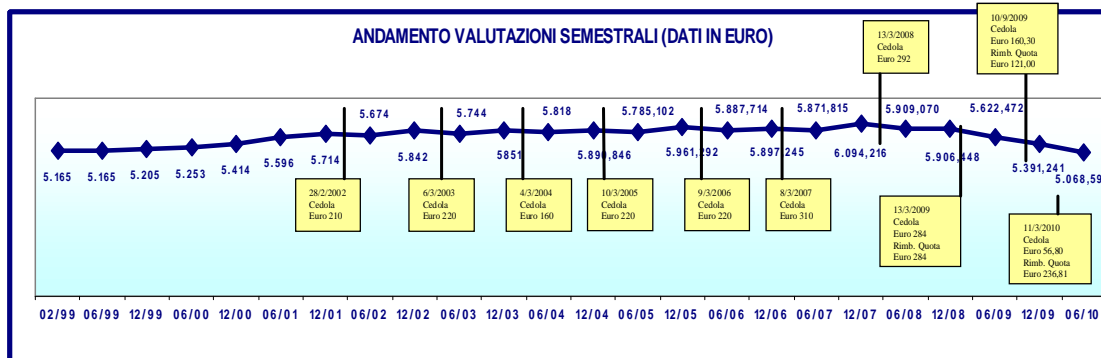
Il grafico seguente espone schematicamente la composizione delle attività del Fondo alla data di riferimento.

---

<sup>1</sup> Il calcolo è stato effettuato sulla base del Metodo Dietz modificato.



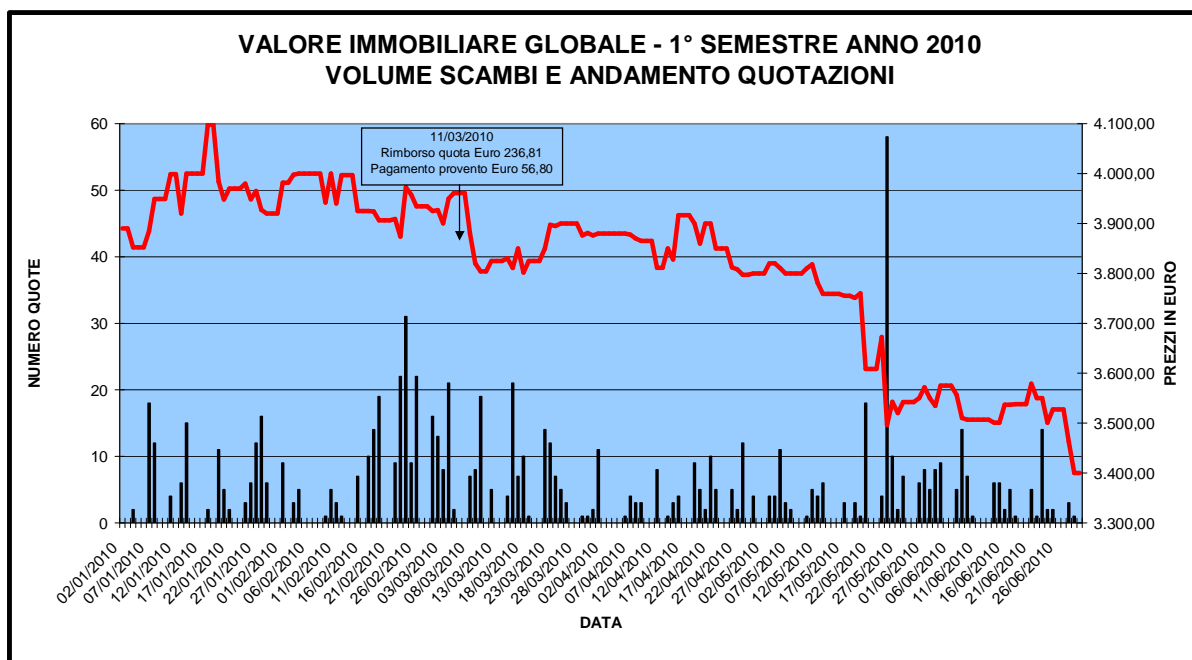
Di seguito si riporta l'andamento della serie storica del valore della quota del Fondo.



Il tasso interno di rendimento, indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi di dismissione dell'intero portafoglio ai valori di perizia al 30 giugno, risulta pari a circa il 4% leggermente al di sotto del rendimento obiettivo del 5% annuo composto, in quanto negli ultimi due anni il Fondo ha risentito di alcuni mancati redditi da locazione su significative porzioni immobiliari e della valutazione del portafoglio immobiliare. Le attività intraprese nel corso degli ultimi anni per migliorare la redditività di portafoglio si sono principalmente concentrate sulla ricerca di potenziali conduttori per le porzioni sfitte degli immobili in portafoglio e sulla rinegoziazione dei contratti pre esistenti.

In seguito all'ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa le quote del Fondo sono negoziate a decorrere dal 29 novembre 1999 presso Borsa Italiana nel Mercato Telematico Azionario (MTA) segmento MTF.

Nel grafico di seguito riportato è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato nell'arco dell'esercizio. La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo pari ad Euro 3.400,01 in data 29 giugno 2010 ed ha raggiunto quello massimo ad Euro 4.098,00 in data 18 gennaio 2010. Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo è stato di 4,59 quote. Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di Borsa aperta (30 giugno 2010) è stato di Euro 3.400,01.



E' da considerarsi nell'analisi dell'andamento delle quotazioni del periodo lo stacco, in data 11 marzo 2010 di proventi per complessivi Euro 56,80 lordi pro-quota ed i rimborsi parziali della quota per complessivi Euro 236,81 pro quota.

### 1.1. Gestione immobiliare

Nel primo semestre del 2010, come nel corso del 2009, la SGR ha orientato la propria attività di gestione al contenimento degli 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 rilocazione degli spazi sfitti, sia sulla risoluzione di problematiche contingenti.

Per quanto concerne la rilocazione degli spazi sfitti, a seguito del rilascio di cinque piani 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 continuato a lavorare per il reperimento di nuovi conduttori.

Sempre sul fronte locativo si rappresenta che il conduttore dell'immobile di Origgio, "Fiege Logistics Italia S.p.A.", ha, negli scorsi anni, riscontrato alcune difficoltà nel far fronte al regolare pagamento dei canoni di locazione a causa di problematiche finanziarie riguardanti la società stessa. Nel corso del primo semestre 2010 la SGR, con l'ausilio dell'*Asset Manager*, ha continuato a lavorare per il recupero delle morosità pregresse maturate dal conduttore.

Inoltre, nel corso del primo semestre 2010 il conduttore dell'immobile di Corsico, "Holding dell'Arredo S.p.A." già "Emmelunga S.p.A." ha unilateralmente interrotto i pagamenti dovuti per canoni di locazione e spese accessorie, come meglio descritto nel prosieguo.

Alla data di chiusura della Relazione, la percentuale degli spazi sfitti sul totale del portafoglio immobiliare calcolato sulle superfici ponderate (*vacancy rate*) è pari al 4,31% a seguito del rilascio da parte del conduttore "Accord Italia S.p.A.", locatario di una porzione dell'immobile di Milano, Via

Messina (Torre C). Gli spazi sono stati rilasciati gli spazi nello scorso mese di marzo. La Società, dal ricevimento della disdetta nel marzo 2009, si è attivata per la ricomercializzazione.

Il rendimento medio ponderato di portafoglio, calcolato sul costo storico, alla data di approvazione del presente Rendiconto è pari al 6,11%.

Al 30 giugno 2010 il portafoglio del Fondo si compone di sei immobili (di cui 3 ad uso uffici, due centri logistici, ed una media superficie commerciale) per un importo complessivo rivalutato pari a 157,4 milioni di Euro. Le principali caratteristiche di tali asset sono di seguito descritte in ordine di acquisizione:

- **Milano, Via Messina 38 – Procaccini Center torri “A” e “C”**

*Data di acquisizione:* 3 aprile 2000

*Destinazione d'uso:* uffici

*Descrizione:* si tratta di due edifici, situati in zona Monumentale in Milano, ciascuno dei quali costituito da dieci piani fuori terra, un piano seminterrato e da due piani interrati. L'entità dell'investimento ammonta a 41,8 milioni di Euro oltre ad I.V.A.

*Situazione locativa:* nel corso del mese di marzo 2010, a seguito di regolare disdetta, il conduttore “Accord Italia S.p.A.” ha rilasciato gli spazi come sopra riportato.

- **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 al 31 dicembre 2009.

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

*Data di 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 al 31 dicembre 2009.

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

*Data di 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:* a seguito dell'analisi effettuata sulla posizione contrattuale di Emmelunga è stato riscontrato che, nonostante i numerosi solleciti effettuati dalla società di gestione, alla data del 30 giugno 2010, non risultava ancora saldato l'importo di Euro 566.069,74, relativo ai canoni di locazione e altre spese accessorie, maturati e non pagati.

Per tale ragione la SGR, con l'ausilio dell'*Asset Manager*, si è prontamente attivata per avviare una trattativa con Emmelunga (oggi Holding dell'Arredo) al fine di trovare una soluzione condivisa alla problematica; tuttavia, alla data della presente Relazione, non è stato ancora possibile trovare un accordo a causa della mancata di disponibilità del conduttore.

Pertanto la SGR ha provveduto, a seguito di formale comunicazione di sollecito e messa in mora, ad escutere la fideiussione a garanzia del puntuale adempimento degli obblighi assunti con il contratto di locazione, per l'importo sopra indicato. Tale importo è stato regolarmente incassato con valuta 19 luglio.

- **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:* Non ci sono variazioni di rilievo rispetto a quanto rappresentato nel Rendiconto al 31 dicembre 2009.

- **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:* così come già esposto nel Rendiconto al 31 dicembre 2009, il conduttore dell'immobile, "Fiege Logistics Italia S.p.A.", ha, negli scorsi anni, riscontrato alcune difficoltà nel far fronte al regolare pagamento dei canoni di locazione a causa di momentanee problematiche finanziarie riguardanti la società stessa. La SGR, di concerto con l'*asset manager*, ha continuato a lavorare per il recupero delle morosità pregresse maturate dal conduttore.

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			
<b>ANNO 2005</b>									
Centro direzionale Lombardia Milano Via Montecuccoli 20	m <sup>2</sup> 20.646 (*)	07/05/99	32.888	37.200	27/06/05	37.200	14.702	1.169	17.845
<b>ANNO 2006</b>									
Polo logistico Lombardia Agnadello (CR), Strada Statale n° 472 Bergamina, Km 11.300	m <sup>2</sup> 52.657 (*)	19/07/00	25.485	30.100	10/02/06	30.100	12.275	972	15.918
<b>ANNO 2008</b>									
Megastore Lombardia Milano Via Torino ang. Via dei Piatti 1/3	m <sup>2</sup> 1.651 (*)	04/12/02	11.806	17.000	18/12/08	17.500	4.582	862	9.414
<b>ANNO 2009</b>									
Megastore Lombardia Brescia Corso Magenta, 2	m <sup>2</sup> 6.382 (*)	30/01/03	17.022	19.300	09/06/09	20.800	7.655	1.208	10.225
<b>ANNO 2010</b>									
Centro direzionale Lombardia San Donato Milanese Via XXV aprile Lotto III A	11.717	30/09/05	33.579	35.500	23/02/10	35.500	9.203	1.518	9.607

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

## 1.2. Gestione mobiliare

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

Alla data del 30 giugno 2010 il portafoglio titoli si compone di Titoli di Debito emessi dalla Stato Italiano (B.O.T. con scadenza 30/07/2010 – ISIN IT0004565351, valore nominale Euro 30.000.000).

## 1.3. Gestione finanziaria

### Ricorso all'indebitamento

Al 30 giugno 2010 l'utilizzo della leva finanziaria per un importo complessivo di Euro 40,4 milioni è pari al 20,43% sul totale delle attività del Fondo e al 25,67% 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.

Il tasso in vigore alla data della presente Relazione è pari all'1,304%: tale tasso è comprensivo dello *spread* dello 0,65%.

### **Copertura del rischio di tasso**

Al fine di dotare il Fondo di un'adeguata copertura del rischio di variazione del tasso d'interesse, erano stati originariamente sottoscritti due strumenti finanziari derivati di tipo *cap*. Come già descritto nel Rendiconto relativo al precedente esercizio, in data 13 ottobre 2009, al fine di riallineare il nozionale coperto dalla strumento derivato all'importo del finanziamento sottostante e le date di pagamento degli interessi, si è proceduto a ridefinire i termini contrattuali e di seguito si riportano i dati sintetici del contratto ad oggi in essere:

Data negoziazione:	13/10/2009 <sup>(*)</sup>
Inizio:	30/10/2009
Termine:	30/01/2015
Valore nominale di riferimento:	40.400.263,55
Premio pagato:	613.000 <sup>(**)</sup>
<i>cap rate</i> :	4,85%

(\*) data negoziazione iniziale 22/12/2006 e 30/03/2007

(\*\*) nuovo premio a fronte dell'integrazione del 30/03/2007 ed al netto del provento riconosciuto dalla controparte a seguito della riduzione del nozionale (Euro 92.000 corrisposto in data 21/10/2009)

Si segnala che il valore nominale di riferimento (nozionale) dello strumento finanziario è uguale all'ammontare del finanziamento in essere alla data di chiusura della presente Relazione. Inoltre, le date di pagamento dei flussi dello strumento derivato e degli interessi sul finanziamento sono allineate; pertanto lo strumento finanziario derivato può essere considerato di copertura.

## **1.4. Andamento dei settori immobiliari di interesse**

---

### **1.4.1 Scenario**

Il primo semestre del 2010 ha mostrato significativi segnali di ripresa nella maggior parte delle economie mondiali, sebbene ad un ritmo differenziato nelle diverse parti del mondo.

Cina, India e gli altri mercati asiatici emergenti, insieme a Brasile e Medio Oriente, giocano un ruolo cruciale nella ripresa. Al contrario, lo sviluppo economico in Europa, Stati Uniti e Giappone rimane incerto e sostenuto dal debito pubblico, che ha assunto proporzioni drammatiche sia in alcuni Paesi piccoli, come Grecia, Irlanda e Islanda, che in quelli più grandi, come Giappone, Gran Bretagna e Stati Uniti.

Nel 2010 il Pil dovrebbe aumentare dello 0,7 per cento sia nell'Unione europea che nell'area dell'euro, mentre si prevede un'inflazione dell'1,4 per cento nell'Unione europea e dell'1,1 per cento nell'area dell'euro.

In Europa permangono numerose problematiche, quali la debolezza della produzione industriale (che ha registrato una crescita marginale negli ultimi mesi e continua ad essere al di sotto di circa un quinto rispetto ai livelli precedenti la crisi), il calo delle esportazioni nella maggior parte dei Paesi, il crescente debito pubblico e, soprattutto, un tasso di disoccupazione in costante aumento, soprattutto tra i giovani. Le incertezze del mercato del lavoro, a loro volta, frenano la ripresa dei consumi privati e degli investimenti, anche nel settore immobiliare.

Il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che nel 2009 aveva registrato un calo di circa il 13 per cento rispetto al 2008, è in fase di ripresa e il 2010 si dovrebbe chiudere con un aumento intorno all'uno per cento. Pertanto il fatturato complessivo dovrebbe superare i 600 milioni di euro. Il trend sarà più positivo a livello Eu27, con un aumento previsto intorno al 2,6 per cento.

I miglioramenti più evidenti riguardano il comparto residenziale, che era stato fortemente penalizzato dalla crisi del mercato del lavoro e dal calo dei consumi privati in quasi tutti i Paesi europei. Nonostante il rallentamento dell'attività edilizia e la presenza di abitazioni invendute, la ripresa del mercato è resa possibile da alcuni fattori, quali l'abbassamento dei tassi di interesse, l'atteggiamento meno restrittivo delle banche, le misure governative finalizzate al sostegno del mercato e al miglioramento dello scenario economico.

L'andamento migliore riguarda i Paesi scandinavi, dove i prezzi hanno già registrato qualche aggiustamento verso l'alto e nella seconda parte del 2010 si prevede un deciso incremento dell'attività. Altri mercati, quali Germania, Olanda e Francia si trovano in una situazione intermedia: hanno ormai superato la fase più bassa del ciclo e stanno attraversando un periodo di stabilità, ma dovranno attendere il 2011 per assistere ad una vera ripresa. La situazione peggiore è riscontrabile nelle Repubbliche Baltiche, dove il crollo del mercato è stato particolarmente pesante, seguite da Spagna, Grecia e Irlanda. In questi Paesi la recessione non è ancora terminata ed i prossimi mesi vedranno ulteriori cali di transazioni, investimenti e quotazioni.

La ripresa del settore degli uffici è più lenta; in generale i prossimi mesi dovrebbero essere caratterizzati da una situazione di sostanziale stabilità nella maggior parte dei mercati, anche se si fanno ancora sentire gli effetti della crisi del mercato del lavoro. La domanda è debole ed è dominata dalla rinegoziazione dei contratti di locazione esistenti più che dalla stipulazione di nuovi contratti. Il crescente squilibrio tra domanda ed offerta ha spinto le vacancy rate verso livelli elevati. Nell'Europa occidentale, il trend peggiore è stato registrato da Madrid, Londra e Dublino, ma i crolli più gravi sono riscontrabili nelle città dell'Europa centrale ed orientale.

Il calo del potere di spesa ha avuto un impatto pesante sul settore commerciale: la domanda ha registrato una forte flessione in quanto le società sono concentrate sul contenimento dei costi di gestione e rimandano i progetti di espansione. Molti gruppi sono usciti dal mercato o hanno deciso di limitare la propria presenza in un numero più ristretto di mercati ed, in ogni caso, tendono a valutare con maggiore attenzione ogni decisione, allungando i tempi di chiusura dei contratti. Tuttavia, le prospettive per il secondo semestre 2010 sono positive, soprattutto con riferimento ai negozi nelle top location e ai centri commerciali situati in posizione strategica. Inoltre, si prevede un'ottima performance dei discount e degli outlet.

Il comparto industriale è in crisi, in quanto ha risentito del calo della produzione industriale e degli scambi commerciali in tutti i Paesi europei. Tuttavia, alcuni settori, quali quello alimentare e dei servizi logistici, hanno mantenuto un discreto livello di attività e guideranno la domanda di spazi industriali anche nel secondo semestre 2010. Grazie alla bassa volatilità del mercato industriale, la flessione dei canoni di locazione è stata modesta rispetto al comparto degli uffici, anche se la concessione di incentivi e sconti ha notevolmente abbassato le quotazioni reali. I prossimi mesi dovrebbero essere caratterizzati da una ripresa della domanda che, accompagnata da un'offerta limitata, contribuirà a conferire stabilità al mercato, ma un aumento dei canoni, in generale, sarà possibile solo a partire dal 2011. La performance migliore riguarderà i complessi logistici moderni ed efficienti, situati nei pressi dei porti e degli aeroporti delle città più importanti.

Il miglioramento della situazione del mercato immobiliare ha avuto riflessi positivi anche sul comparto del risparmio gestito; patrimonio detenuto dalle diverse forme di fondi nel mondo è aumentato di quasi il 7 per cento nel 2009 e dovrebbe crescere di un ulteriore 15 per cento entro la fine del 2010. Nonostante la flessione registrata l'anno scorso, i fondi continuano a mostrare rendimenti competitivi rispetto alla maggior parte degli altri strumenti finanziari.

Nel complesso, la seconda parte del 2010 dovrebbe consolidare i segnali di ripresa emersi a partire dall'ultimo trimestre 2009, nonostante le perduranti difficoltà di molti mercati. Nei prossimi mesi il volume di investimenti sarà limitato, in quanto la maggior parte delle società si dedicherà alla gestione e alla razionalizzazione del proprio patrimonio. Solo i grandi gruppi saranno in grado di espandere il proprio patrimonio, approfittando delle numerose occasioni presenti sui mercati internazionali.

È prematuro dire che la crisi immobiliare è finita, ma è molto probabile che il peggio sia ormai alle spalle e che sia iniziata una lenta risalita.

Con il peggioramento delle Borse nel secondo trimestre dell'anno 2010, la propensione all'investimento in immobili è salita fortemente sia per le famiglie che per gli investitori istituzionali.

Come si vede nella tabella sulle previsioni per il 2010, aggiornata da Scenari Immobiliari a giugno, si nota un rialzo del fatturato per l'intero anno del 3,6 per cento, superando i 113 miliardi di euro. Nessun comparto è negativo.

In ripresa il residenziale, con un previsto aumento delle compravendite tra il 5 e l'8 per cento per la fine dell'anno. Per il 2011 si può ipotizzare un ulteriore miglioramento negli scambi e anche un aumento delle quotazioni. La discesa dei prezzi si è fermata dopo il primo trimestre e attualmente la situazione è stabile in quasi tutti i settori. Riprendono leggermente anche le vendite nei nuovi cantieri dopo un lungo stop. Da un lato molti operatori hanno ribassato i listini e dall'altro c'è un più facile accesso al credito da parte dei potenziali compratori a reddito più basso.

Le aree che stanno crescendo di più sono:

a) residenze di alta gamma: la domanda, con anche una componente di rientro dallo scudo fiscale, era diventata più attiva già sul finire dello scorso anno, ed attualmente questo mercato sta dando netti segnali di ripresa. Va bene a Milano, Roma, Venezia e nelle località turistiche top

b) capoluoghi medi del nord (come Piacenza, Novara, Parma, Modena, Rimini) dove c'è una buona dinamica economica e si assiste ad una leggera ripresa dell'occupazione. Questo, unito anche al calo dei prezzi medi, sta facendo migliorare il mercato cittadino

c) alcune città del sud, come Lecce, Bari, Matera e Catania, dove si assiste ad un fenomeno di rientro delle famiglie dalle zone esterne verso il capoluogo.

In generale la domanda è più attiva rispetto alla seconda parte del 2009, stimolata sia da bassi tassi di interesse sui mutui che da una, relativa, maggiore disponibilità delle banche a concedere mutui. Comunque la percentuale mutuabile è sempre intorno al cinquanta per cento e quindi il numero di scambi ne risulta rallentato.

Guardando alle due principali città, il 2009 si è chiuso all'insegna di un ulteriore ridimensionamento di tutti i principali indicatori, ma nel 2010 si stima una stabilizzazione dei valori.

A Roma l'andamento delle compravendite residenziali si prevede ancora di lieve segno negativo. Anche il tasso di assorbimento, storicamente piuttosto elevato nella capitale, prosegue il trend negativo (nel 2009 si era fermato al 73 per cento); la stima per l'anno in corso è di un ulteriore lieve calo, più marcato per il comparto delle nuove costruzioni, a causa dell'aumentata offerta sul mercato. Relativamente ai prezzi, la città di Roma ha registrato nel 2009 una flessione moderata rispetto alla media delle altre città europee e per il 2010 è in corso una stabilizzazione delle quotazioni, con possibile aumento compreso tra l'1 e il 2,5 per cento nelle zone centrali.

A Milano il mercato immobiliare rappresenta uno dei cardini della trasformazione, ma nell'ultimo triennio gli effetti della recessione economica hanno coinvolto anche gli scambi di case nel capoluogo lombardo, con ripercussioni sui prezzi degli immobili e sul giro d'affari complessivo. La stima di Scenari Immobiliari per la fine dell'anno in corso è di una stabilizzazione del mercato, con ritorno ad una lieve crescita di tutti i valori. Il fatturato si prevede in aumento del 4 per cento circa; i prezzi cresceranno tra l'1,7 per cento della periferia e il 3,5 per cento del centro città, le compravendite aumenteranno in media del 2,5 per cento. Anche l'assorbimento complessivo invertirà il trend, passando dal 76 al 78 per cento.

**ANDAMENTO DEL FATTURATO IMMOBILIARE ITALIANO**  
(valore dei beni scambiati)

Paese	Mercato	2009		2010 <sup>(*)</sup>	
		Mln di euro	Var. % sul 2008	Mln di euro	Var. % sul 2009
<b>Italia</b>	Residenziale	89.500	-10,0	92.000	2,8
	Turistico	1.700	-32,0	2.000	17,6
	Terziario/uffici	7.100	-6,6	7.500	5,6
	Industriale	3.600	-20,0	3.900	8,3
	Commerciale	7.500	-2,6	7.900	5,4
	<b>TOTALE</b>	<b>109.400</b>	<b>-10,2</b>	<b>113.300</b>	<b>3,6</b>

<sup>(\*)</sup> Previsione a fine anno

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

#### 1.4.2 Il mercato degli immobili terziari

Nel settore degli uffici il primo semestre dell'anno è stato caratterizzato da una stabilizzazione dei canoni e dei prezzi medi, con un numero di scambi in lieve incremento rispetto al 2009. Si avvertono i segnali di un ritorno degli investitori italiani (anche per effetto delle risorse da scudo fiscale) ed esteri. Il fenomeno si è però fermato nel mese di giugno in attesa dell'evoluzione della manovra fiscale che ha penalizzato gli investitori esteri e rischia di compromettere lo sviluppo del mercato dei fondi immobiliari.

La domanda terziaria è stabile nel complesso, ma il numero di scambi nelle grandi città è in lieve calo rispetto al secondo semestre 2009. La domanda è alla ricerca soprattutto di immobili più funzionali e di classe A, o vicino.

A Roma nell'ultimo biennio il terziario di qualità ha riscontrato, rispetto ai risultati di altre grandi città, una maggiore dinamicità e una crescita più contenuta del tasso di vacancy. Le origini di tale risultato vanno rintracciate nella carenza dell'offerta capitolina: pochi nuovi progetti completati e immessi sul mercato, ancora minori quelli di classe A in top location. Gli uffici di grande pregio offerti hanno incontrato un collocamento piuttosto veloce e il mercato romano continua ad attrarre gli investitori, date le performance dei prezzi. Le location più interessanti, negli ultimi due anni, sono state i quartieri Parioli e Prati e la zona Eur - Torrino.

A Milano anche gli uffici di qualità hanno risentito di un allungamento dei tempi delle trattative e di un lieve aumento del tasso di vacancy, dovuti all'atteggiamento più cauto della domanda, in particolare da parte delle multinazionali estere, condizionata dall'esigenza del risparmio e della razionalizzazione degli spazi. Diverso il trend degli immobili trofeo che, costituendo una quota piuttosto esigua dell'offerta complessiva, hanno ottenuto performance positive (le uniche del comparto) ed elevati livelli di assorbimento, superiori alla media degli uffici di classe A. Per il 2010 si prevede un miglioramento di tutti valori del comparto terziario/uffici, con le quotazioni delle top location in crescita di circa il 3 per cento, a fronte di una media cittadina non molto distante, attorno al 2 per cento.

Nei capoluoghi più piccoli il mercato è praticamente fermo con pochi scambi nel mercato dei piccoli studi o dati dal settore pubblico.

Le previsioni sulla seconda metà dell'anno sono condizionate dai possibili cambiamenti sulla manovra fiscale che potrebbero far ripartire gli investimenti dei fondi e degli investitori esteri, particolarmente attenti al settore degli uffici.

Prezzi di vendita e canoni di locazione hanno una leggera tendenza al rialzo per la fine del corrente anno.

#### **1.4.3 Il mercato immobiliare industriale**

Il comparto dei servizi logistici in Europa attraversa una fase di difficoltà. La contrazione della produzione ha generato molti casi di insourcing (per bisogno di riallocare le risorse, sia di spazio che di personale) ed il brusco calo delle esportazioni e delle importazioni ha contratto sensibilmente il volume delle merci gestite. Si è intensificato il clima di esasperata competitività tra gli operatori ed il margine sui ricavi si è assottigliato. Hanno sofferto maggiormente la crisi le aziende specializzate nei settori più colpiti (come l'automotive), mentre hanno resistito meglio quelle multisettoriali, con ampia copertura territoriale.

In Italia in settore della logistica ha subito una contrazione, sebbene meno accentuata di quella del comparto produttivo, e differenziata tra i distinti settori. Più penalizzati il fashion, la meccanica, gli elettrodomestici, l'edilizia e l'automotive (eccetto la ricambistica). Meno colpiti il settore food, telecomunicazioni e farmaceutico e anche quello della Gdo, nonostante il calo generalizzato dei consumi. Anche il settore dell'elettronica di consumo e quello della telefonia hanno avuto andamenti positivi.

Il mercato degli immobili ad uso logistico è calato, sebbene dai sentiment rilevati dai principali protagonisti (aziende, produttori, operatori logistici, sviluppatori e investitori) sembra che il peggio sia ormai alle spalle.

Si sono ridotte le transazioni ed è cambiato il fabbisogno della domanda. Alcuni operatori si spostano, per contenimento dei costi, verso location più economiche. Altri, chiedono l'abbassamento dei canoni, rinegoziando i contratti in essere. La domanda per espansione o ampliamento è meno frequente.

I prezzi di vendita sono diminuiti del 6,5 per cento mentre i canoni di locazione si sono contratti in media del 7,5 per cento, con conseguente innalzamento dei rendimenti attesi.

Le previsioni del mercato degli immobili della logistica per fine anno sono di una sostanziale stabilità con tendenza ad un graduale miglioramento. Il fatturato per fine anno dovrebbe registrare una variazione positiva di 8,3 punti percentuali, rispetto all'anno precedente, raggiungendo quota 3,9 miliardi di euro.

#### **1.4.4 Il mercato degli immobili commerciali**

In Italia come nel resto d'Europa i consumi delle famiglie nel primo semestre del 2010 hanno registrato andamenti altalenanti, in lento recupero nei primi mesi, in diminuzione nei successivi. In particolare, ad aprile si è registrato una contrazione dell' 1,6 per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con una forte componente di riduzione nell'acquisto di beni (meno 2,2 per cento) mentre quella dei servizi è rimasta sostanzialmente stabile (più 0,4 per cento).

Tra le voci che hanno segnato le diminuzioni più forti: la domanda di beni e servizi per la mobilità (meno 14,8 per cento), influenzata negativamente sia dalla fine degli incentivi per l'acquisto di autovetture private che dal fermo per alcuni giorni del traffico aereo europeo; la domanda di servizi di ristorazione e pernottamento (meno 1,3 per cento); la voce abbigliamento e calzature (meno 0,6 per cento); infine, alimentari, bevande e tabacchi (meno 2 per cento). Di segno positivo invece, la domanda per beni e servizi destinati alla comunicazione (più 2,7 per cento), ricreativi (più 1,8 per cento) e per la casa (più 1,1 per cento).

La difficile ripresa dei consumi non ha scoraggiato i piani di sviluppo dei grandi gruppi della distribuzione presenti sulla penisola, sebbene si siano focalizzati soltanto su aree strategiche e con format commerciali innovativi. Le formule proposte si concentrano soprattutto nei centri commerciali, dotati di un ampio assortimento di negozi (che vanno dall'abbigliamento, alla tecnologia, all'arredamento includendo perfino servizi differenziati come ad esempio lo studio dentistico) ed ampie zone dedicate allo svago. Gli outlet continuano ad avere una buona

accoglienza dal mercato, gli acquisti griffati a prezzi ridotti sono preferiti dal consumatore medio. Ne è un esempio l'apertura dell'outlet a Mondovì (Cn), oppure l'outlet di Caserta.

Il comune denominatore dell'attrattività per le nuove realizzazioni è l'ecosostenibilità, risparmi energetici e diminuzione delle emissioni di anidride carbonica sono le parole d'ordine per i nuovi sviluppi.

Il mercato immobiliare del commercio in Europa segue ancora nel primo semestre del 2010 l'andamento lento che lo aveva caratterizzato nella seconda parte del 2009. La domanda di spazi si mantiene costante e l'offerta di prodotto di qualità elevata scarseggia. In Italia il mercato segue pure passi lenti, con un numero di transazioni ridotte, sebbene alcune di notevole entità. Basti pensare all'investimento di oltre 400 milioni per l'acquisto di un centro commerciale esistente nell'area romana. Infatti, sono proprio i centri commerciali collocati nelle aree urbane quelli che continuano ad avere la maggior attrattività per gli investitori. Le difficoltà di finanziamento rappresentano un ulteriore ostacolo ad una crescita più sostenuta del settore.

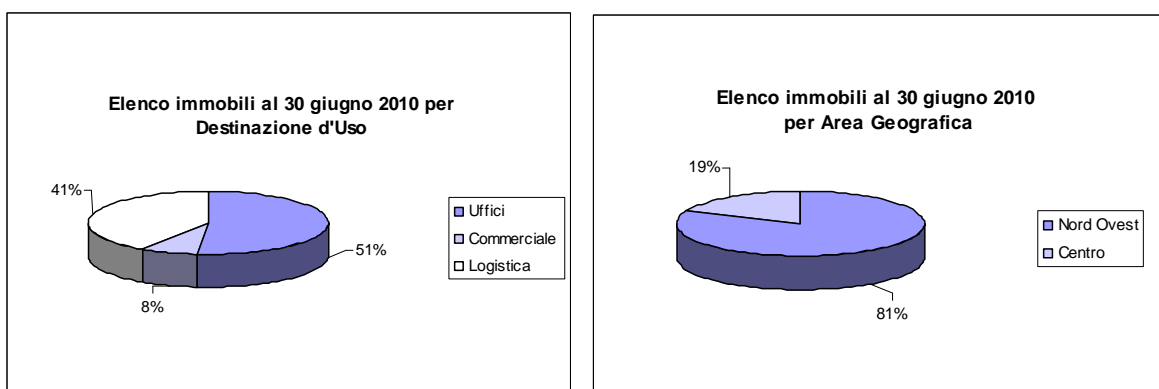
Per quanto riguarda la piccola distribuzione, questa continua a soffrire la concorrenza della grandi strutture collocate fuori dai centri abitati, ad eccezione degli spazi collocati nelle migliori posizioni dei centri storici dove la domanda si mantiene elevata.

Tuttavia la fiducia nel mercato cresce, soprattutto per i prodotti di qualità elevata, il fatturato degli immobili commerciali è in leggero aumento e per fine anno è previsto un incremento di 5,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente, raggiungendo quota 7,9 miliardi di euro.

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

Nella gestione immobiliare del fondo la Società di Gestione ha concentrato la propria attività di investimento in importanti immobili ad uso uffici ubicati nelle principali piazze nazionali (Milano e Roma), maggiormente garanti di "appeal" di mercato in un'ottica di investimento di lungo periodo; per altre destinazioni d'uso, come ad esempio il commerciale o la logistica, sono prevalse come riferimento le *location* considerate strategiche dal settore specifico di riferimento. La Società di Gestione ha inoltre intrapreso un processo di dismissione per quegli investimenti ritenuti maturi per i quali si siano presentate opportunità considerate economicamente vantaggiose per il Fondo.

Alla data del 30 giugno 2010, il portafoglio immobiliare del Fondo "Valore Immobiliare Globale", pari a 157,4 milioni di Euro e rappresentante l'80% 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 a regime è circa del 6,11% lordo.

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

- Rilocalizzazione degli spazi sfitti, dando priorità alla porzione rilasciata dalla “ENI S.p.A.” e non ancora rilocalizzata sull’immobile di Milano, via Messina;
- Valutazione di possibili nuove opportunità di rotazione del portafoglio, concentrando eventuali nuovi investimenti su immobili aventi una buona redditività e/o disinvestimenti che permettano di ottenere interessanti guadagni in conto capitale.
- Recupero delle morosità pregresse maturate dai vari conduttori.

Potenziati nuove operazioni di acquisizione e dismissione saranno valutate in conformità con il criterio di determinazione dell’*asset allocation target* del Fondo deliberato dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 8 novembre 2007, che, come già menzionato precedentemente, fermi restando i settori in cui il Fondo investe, ovvero direzionale, commerciale, logistico e turistico-alberghiero, prevede che la somma dei valori degli immobili appartenenti ad ogni tipologia di destinazione d’uso non superi il 40% del valore complessivo del portafoglio immobiliare del Fondo. Tale scelta è stata motivata dal fatto che il nuovo metodo, a differenza del precedente, basato su percentuali esatte per tipologie d’uso, è reputato più adeguato a riflettere e ad adattarsi flessibilmente alle dinamiche di un mercato immobiliare che ha dimostrato di essere più repentino e variabile rispetto al passato. Il nuovo criterio consentirà alla SGR di rispondere più prontamente e con maggiore efficacia ad eventuali reazioni (positive o negative) del mercato e di valutare le future opportunità d’investimento o disinvestimento sempre sulla base delle più recenti stime di mercato.

## **1.6. Criteri di valutazione applicati**

---

Nella redazione del Rendiconto di Gestione sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per fondi comuni d’investimento chiusi ed i criteri di valutazione previsti dal vigente regolamento emanato da Banca d’Italia, come riportato all’art. 12 del Regolamento del Fondo.

Tali principi contabili, da ritenersi applicabili al Fondo in oggetto limitatamente alle operazioni consentite dal regolamento ed effettivamente realizzate durante l’esercizio conclusosi al 30 giugno 2010, 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.

Gli strumenti finanziari derivati “Over the counter” (OTC) con finalità di copertura di passività del Fondo valutate al valore nominale, sono valutate al costo essendo assicurata la coerenza valutativa tra lo strumento di copertura e la passività coperta.

Gli strumenti finanziari derivati “Over the counter” (OTC) che invece non hanno finalità di copertura, sono valutati al valore corrente (costo di sostituzione) secondo le pratiche prevalenti sul mercato, le quali assicurano una corretta attribuzione degli effetti finanziari (positivi e negativi) dei contratti stipulati lungo tutto l’arco della loro durata, indipendentemente dal momento in cui vengono liquidati i profitti o sostenute le perdite.

Ove dalla valutazione del contratto emerga una passività a carico del Fondo, della stessa si dovrà tenere conto ai fini della determinazione del valore netto complessivo. Conseguentemente le

plusvalenze sono rilevate contabilmente solo fino a concorrenza di minusvalenze rilevate in periodi precedenti.

### **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.

Con riferimento ai criteri di valutazione adottati dagli Esperti Indipendenti, gli stessi in sede di stima degli immobili si attengono 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.

La metodologia utilizzata dagli Esperti Indipendenti, nella valutazione dei beni immobili, è quella dei "flussi di cassa attualizzati" ("*discounted cash flow*"): tale criterio di calcolo del valore immobiliare si basa sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile nel medio o medio-lungo periodo, attualizzati al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche 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.

Ove gli immobili siano oggetto di contratti preliminari di compravendita e/o di contratti di compravendita soggetti a condizione sospensiva, gli stessi sono stati valutati all'effettivo prezzo di cessione determinato in tali contratti.

### **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 (Discounted 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 sia 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 per quanto attiene i canoni, anche in considerazione della loro indicizzazione nel tempo. Inoltre è stato tenuto conto della durata degli stessi contratti, secondo le informazioni precedentemente fornite.

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

### ***Aspetti fiscali del Fondo e dei partecipanti***

Il trattamento fiscale dei fondi immobiliari è disciplinato dall'art. 6 del D. L. 351/2001, in forza del quale il Fondo non è soggetto alle imposte sui redditi (IRES) e all'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP).

L'art. 41 bis del D. L. 269/2003, convertito con modificazioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, ha apportato radicali modifiche al regime di imposizione fiscale dei fondi immobiliari per quanto riguarda le imposte dirette.

In particolare, il D. L. 269/2003, abrogando l'imposta patrimoniale a partire dal 1° gennaio 2004, pari all'1% del valore complessivo netto del Fondo, ha trasferito l'onere del prelievo fiscale dal Fondo Immobiliare ai partecipanti.

Le ritenute sui redditi di capitale percepiti dal Fondo continuano ad essere operate a titolo di imposta. La ritenuta alla fonte e le imposte sostitutive sui redditi di capitale non si applicano sui seguenti redditi:

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

- altri redditi di capitale di cui all'art. 26, comma 5, D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600.

Ai sensi dell'art. 8 del D. L. 351/2001, la Società di Gestione è soggetto passivo I.V.A. relativamente alle cessioni di beni e alle prestazioni di servizi attinenti alle operazioni del Fondo. La determinazione e la liquidazione dell'imposta avviene separatamente rispetto a quella dovuta per l'attività della Società di Gestione, mentre il versamento viene effettuato cumulativamente per la Società di Gestione e i fondi dalla stessa gestiti. Il suddetto art. 8 prevede, inoltre, alcune agevolazioni in relazione ai crediti I.V.A. generatisi in capo al Fondo.

La Società di Gestione provvede agli obblighi di dichiarazione e di versamento dell'Imposta comunale sugli immobili dovuta.

Per quanto attiene al regime fiscale dei partecipanti, l'art. 7 del D. L. 351/2001, così come modificato dall'art. 41 bis del D. L. 269/2003, introduce, a decorrere dal 1° gennaio 2004, una ritenuta del 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%.

## **1.7. Corporate governance**

---

Pur essendo venuto meno l'obbligo, ai sensi delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A., di redigere con cadenza annuale la relazione sul proprio sistema di Corporate Governance e sull'adesione al codice di autodisciplina adottato dalla propria Associazione di Categoria (Assogestioni), la Società di Gestione, in quanto gestore di fondi destinati alla clientela al dettaglio, al fine di continuare a garantire il buon funzionamento del mercato e una corretta informativa societaria, ha ritenuto opportuno proseguire con la redazione annuale di detta relazione, che viene pubblicata sul sito di Borsa Italiana S.p.A., [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), e sul sito della Società di Gestione, [www.rreef.com/italy](http://www.rreef.com/italy).

## **1.8. Altre notizie**

---

### **Credito IVA 1999**

In merito al contenzioso afferente il residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821, si segnala che, come già riportato nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2010, l'Agenzia delle Entrate ha presentato in data 15 gennaio 2009 ricorso in Cassazione ed in data 24 febbraio 2009 la SGR ha provveduto a depositare controricorso presso la stessa Corte.

Alla data odierna non è stata ancora fissata la data della relativa udienza.

### **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 "Rio Nuovo – Arcotecnica R.E. S.r.l.", (già "Immobiliare Rio Nuovo S.p.A."), società non riconducibile al Gruppo Deutsche Bank, Tale incarico, scaduto il 31/12/2009, è stato rinnovato per tre anni a far data dal 1° gennaio 2010.

L'incarico di asset management è stato affidato a "RREEF Opportunities Management S.r.l.", società interamente partecipata da Deutsche Bank AG e facente parte del medesimo Gruppo della SGR. Tale incarico, scaduto il 31/12/2009, è stato rinnovato alle medesime condizioni per tre anni, con delibera consiliare del 29 ottobre 2009 assunta con tutte le cautele e i presidi previsti dalle procedure aziendali per le operazioni in conflitto di interessi.

### **Intermediazione per la vendita dell'immobile di San Donato Milanese, Via XXV Aprile**

Si segnala che, nell'ambito delle operazioni di dismissione dell'immobile, precedentemente descritte al par. 1.1, è stato conferito alla società "RREEF Agency S.r.l.", società appartenente al Gruppo Deutsche Bank, apposito incarico di intermediazione immobiliare in data 9 dicembre 2009. Il conferimento di tali incarichi è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione con tutte le cautele e i presidi previsti dalle procedure aziendali in tema di operazioni in conflitto di interessi.

## **1.9. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre**

---

### **Fusione per incorporazione di RREEF AI S.p.A. in RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.**

Si informa che il 12 luglio 2010 avanti al Notaio Claudia Gangitano, in Milano, si è perfezionata l'operazione di fusione per incorporazione di RREEF AI S.p.A. in RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.

Tale operazione di fusione ha avuto effetto a far data dal 15 luglio 2010, data dell'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese.

Dal 15 luglio 2010 pertanto, RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A. è subentrata senza soluzione di continuità in tutti i rapporti contrattuali in essere tra la società incorporata e le rispettive controparti.

Milano, 28 luglio 2010

**Per il Consiglio di Amministrazione  
Il Presidente  
Domenico Cavallo**

# Situazione patrimoniale

## RELAZIONE SEMESTRALE AL 30/06/2010

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

### SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 30/06/2010		Situazione al 31/12/2009	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>ATTIVITA'</b>				
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>30.276.604</b>	<b>15%</b>	<b>324.497</b>	<b>0%</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
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.				
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito	29.983.770		-	
A8. Parti di O.I.C.R.				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
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	292.834		324.497	
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>157.400.000</b>	<b>80%</b>	<b>195.000.000</b>	<b>94%</b>
B1. Immobili dati in locazione	157.400.000		195.000.000	
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>4.734.599</b>	<b>2%</b>	<b>6.756.771</b>	<b>3%</b>
F1. Liquidità disponibile	4.734.599		6.756.771	
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0		0	
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>5.333.985</b>	<b>3%</b>	<b>5.783.344</b>	<b>3%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	258.693		347.421	
G3. Risparmio d'imposta	2.346.360		2.322.471	
G4. Altre	2.728.931		3.113.453	
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>197.745.188</b>	<b>100%</b>	<b>207.864.612</b>	<b>100%</b>

<b>PASSIVITA' E NETTO</b>			
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-40.400.264</b>		<b>-40.400.264</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	-40.400.264		-40.400.264
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate			
H3. Altri			
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati			
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati			
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>
L1. Proventi da distribuire			
L2. Altri debiti verso i partecipanti			
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>-979.045</b>		<b>-1.144.551</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			
M2. Debiti di imposta	-36.344		-8.162
M3. Ratei e risconti passivi	-379.002		-380.162
M4. Altre			
- Debiti per cauzioni ricevute	-157.714		-229.740
- altre	-405.986		-526.487
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>-41.379.309</b>		<b>-41.544.815</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>156.365.880</b>		<b>166.319.798</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>30.850,00</b>		<b>30.850,00</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5.068,586</b>		<b>5.391,241</b>
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	293,61		619,30

## Elenco dei beni e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Sup. lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico (migliaia di Euro)	Ipoteche	Ulteriori informazioni
					Canone Euro/mq (a)	Tipo contratto	Scadenza contratto (prima scadenza utile / possibilità di recesso)	Locatario			
1	Centro direzionale Lazio; Roma; Via Bombay,5		1999 (c)	8.585	221	Affitto: 6 + 6 anni	31/01/2012 (dal 01/02/2009 possibilità di recesso anche parziale con 6 mesi di preavviso)	EMC Computer Systems Italia S.p.A.	22.542	si	L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						Affitto: 4 + 4 anni	30/11/2011 (dalla fine del 2003 concesso recesso anche parziale con preavviso di 6 mesi)	Orade Italia S.r.l.			
						Affitto: 6 + 6 anni	30/11/2011 (dalla fine del 2003 concesso recesso anche parziale con preavviso di 6 mesi)	Sun Microsystems Italia S.p.A. (d)			
						Affitto: 9 + 6 anni	31/05/2011 (può recedere in qualunque momento con 6 mesi di preavviso)	Telecom Italia Mobile S.p.A.			
2	Centro direzionale Lombardia; Milano; Via Messina,38	Uffici	1993	10.384	151	Affitto: 1 Anno	31/12/2010	Reset S.r.l.	42.373	si	L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						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	31/10/2014	SPORT NETWORK S.r.l.			
						Affitto: 6 + 6 anni	15/09/2012	Tele Atlas Italia S.r.l. (e)			
						Affitto: 6 + 6 anni	30/04/2013	Teva Pharma S.p.A. (g)			
3	Polo logistico, formato da tre fabbricati Lombardia San Giuliano Milanese (MI) Via Tolstoj 63-65	Polo Logistico	1974-1999-2000	11.933	120	Affitto: 10 + 6 anni	30/06/2015	Tech Data Italia S.r.l.	28.275		Polo Logistico ubicato nella prima fascia dell'interland milanese a sud di milano e vicina agli accessi di autostrade e tangenziali
4	Polo logistico, costituito da 4 corpi di fabbrica Lombardia Origgio (Va) Strada Statale 233 Km. 20,5 / Largo Boccioni	Polo logistico	1967	50.068	60	Affitto: 12 + 6 anni	30/06/2014 (facoltà di recesso dal 2015 in qualsiasi momento)	Fliege Logistics Italia S.p.A.	42.147		Polo logistico ubicato all'interno di un vasto parco industriale ex Cisa a cui si accede dalla statale 233, ed attingo all'autostrada A8 laghi, e all'aeroporto di Malpensa
5	Centro direzionale Lombardia; S.Donato Milanese (MI) Via Milano 4 Lotto IV	Uffici	2004	3.785	194	Affitto: 6 + 6 anni	30/04/2016 (può recedere solo per gravi motivi con preavviso di 6 mesi)	SMS Demag Inne S.p.A.	9.175		L'immobile è collocato in un complesso terziario di nuova realizzazione prossimo alla tangenziale e all'aeroporto di Linate nonché Metropolitana urbana.
6	Megastore Lombardia; Corsico - Via dell'Industria 15/17	Negozio	2002 (c)	4.252	220	Affitto: 9 + 9 anni	28/06/2014	Holding dell'Arredo S.p.A. (già Emmelunga S.p.A.)	11.818	si	L'immobile è ubicato in contesto commerciale affermato, con ottima posizione viabilistica.
<b>Totale</b>								<b>156.330</b>			

(a) superficie ponderata ex D.P.R. 138/98

(b) l'ammontare complessivo delle ipoteche iscritte sugli immobili è pari a 300,00 milioni di Euro

(c) anno di ristrutturazione

(d) il canone Euro/mq indicato è comprensivo dell'integrazione al contratto di locazione con la società "Orade Italia S.r.l."

(e) il canone Euro/mq indicato è comprensivo dell'integrazione ai contratti di locazione

## **Estratto della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti**

Di seguito si riporta un estratto della Relazione di stima del valore di mercato dell'immobile e della partecipazione che compongono il patrimonio del Fondo al 30 giugno 2010.

**SCENARI IMMOBILIARI®**  
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

Milano, 15 luglio 2010

Spett.le  
RREEF Fondimmobiliari SGR SpA  
Via Melchiorre Gioia, 8  
20124 Milano

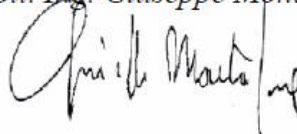
**Oggetto:** Stima del Valore di Mercato al 30 giugno 2010 di 6 immobili del Fondo Immobiliare “Valore Immobiliare Globale”

In relazione all’incarico ricevuto da RREEF Fondimmobiliari SGR SpA in data 21.10.2005, e confermato in data 27.11.2008, relativamente alla valutazione di 6 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 2010</i>
		<i>Euro</i>
<i>Milano</i>	<i>via Messina 38</i>	<i>41.100.000</i>
<i>Corsico</i>	<i>via dell'Industria 15/17</i>	<i>11.900.000</i>
<i>San Donato Milanese</i>	<i>via Milano 1</i>	<i>10.500.000</i>
<i>Roma</i>	<i>viale Oceano Indiano</i>	<i>29.500.000</i>
<i>San Giuliano Milanese</i>	<i>via Tolstoj</i>	<i>24.200.000</i>
<i>Origgio</i>	<i>largo Boccioni</i>	<i>40.200.000</i>
<b><i>Totale</i></b>		<b><i>157.400.000</i></b>

Distinti saluti

*Dott. Ing. Giuseppe Montagna*





Si attesta che il presente documento è composto da n. 25 pagine.

**Per il Consiglio di Amministrazione  
Il Presidente  
Domenico Cavallo**

**RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.**

Via Melchiorre Gioia, 8

20124 Milan, Italy

T +39 (02) 4024 5729/5788

F +39 (02) 4024 5702

[www.rreef.com](http://www.rreef.com)

A Member of Deutsche Bank Group

