

FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO" NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2008

Andamento del valore della quota di partecipazione

Il Fondo "Immobiliare Dinamico" è il primo fondo italiano "ad apertura semestrale del capitale", ovvero con la possibilità per gli attuali sottoscrittori, a determinate condizioni, di riscattare le proprie quote e per gli entranti di sottoscrivere nuove quote emesse, entrambi al Net Asset Value.

Il Fondo è stato collocato sul mercato retail nel corso dell'ultimo trimestre del 2004 e nel primo trimestre del 2005, raggiungendo una raccolta totale pari a € 130,7 milioni; vennero sottoscritte 522.800 quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di € 250, da parte di 9.139 sottoscrittori.

Dal collocamento al 30 giugno 2008 vi sono state cinque aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006 e 2007, una per il corrente anno.

Nel 2006 il controvalore totale delle quote sottoscritte, al netto dei rimborsi, è stato pari ad oltre € 92 milioni, mentre nel 2007 tale valore è stato superiore a € 106 milioni.

Lo scorso 30 giugno si è chiusa la prima finestra dell'esercizio 2008; l'equity raccolto è risultato pari a circa € 48 milioni, al netto di riscatti per circa € 9 milioni.

Il 1° semestre 2008 chiude con un utile di € 4.604.944 (al 30 giugno 2006: € 10.924.363) che, al netto delle plusvalenze non realizzate, risulta pari a € 1.289.374 (al 30 giugno 2006: € 1.270.832).

Al 30 giugno 2008 il valore della quota si è attestato a € 282,588, al netto del provento di € 2,40 a quota distribuito ai sottoscrittori in data 20 marzo 2008, rispetto ad un valore di € 281,331 rilevato al 31 dicembre 2007; l'incremento del valore della quota registrato nel 1° semestre del 2008, al lordo dello stacco del provento, è stato pari all' 1,3 %.

Tenendo conto dei proventi erogati, al 30 giugno 2008 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale del 16,1 %.

Alla stessa data il Patrimonio Netto del Fondo, che beneficia dell'equity richiamato nel mese di aprile, risulta pari a € 355.809.968, importo al netto dell'ammontare complessivo dei proventi erogati nel 2008, pari a € 2.568.578; tale valore era di € 301.091.902 al 31 dicembre 2007.

Al 30 giugno 2008 le attività ammontano a € 394.868.933 (€ 340.656.447 al 31 dicembre 2007).

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2008 risulta pari al 4,83%.

In data 29 marzo 2007 è stata presentata domanda di ammissione delle quote del Fondo alle negoziazioni in Borsa, segmento MTF; la procedura è tuttora in corso.

Scenario Macroeconomico

Nel primo semestre del 2008 l'economia globale ha subito un rallentamento, con previsioni di crescita che si attestano al 3,7% per l'intero anno (-1,25% rispetto al 2007¹): le principali cause sono da individuarsi nell'aumento dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari, oltre alla situazione particolarmente negativa dei mercati finanziari.

¹ IMF – World Economic Outlook April 2008

L'economia statunitense sta decisamente risentendo della crisi del credito e delle forti difficoltà nel mercato immobiliare residenziale: le stime dell'IMF prevedono una crescita poco sopra lo zero sia per il 2008 sia per il 2009².

L'economia europea appare invece più solida, soprattutto analizzando le variabili economiche fondamentali: nel primo trimestre del 2008 il PIL europeo è aumentato complessivamente dello 0,7% rispetto al trimestre precedente, superando le aspettative di molti esperti. Le proiezioni macroeconomiche elaborate a giugno 2008 prevedono inoltre una crescita annuale del PIL compresa tra 1,5% e 2,1% per quest'anno e tra 1% e 2% per il 2009³. Il principale motivo di preoccupazione per l'area Euro risulta al momento l'inflazione che è stata superiore al 3% per tutti i primi mesi dell'anno, raggiungendo il 4% in giugno; tuttavia si stima che nel 2009 si registrerà una graduale moderazione che riporterà l'inflazione nuovamente sotto il 3%⁴.

Le economie emergenti, infine, nonostante abbiano risentito in modo più acuto della crescita dei prezzi, hanno continuato a crescere rapidamente.

In questo contesto, l'economia italiana, dopo l'ultimo trimestre del 2007 in cui il PIL era diminuito dello 0,5% rispetto al trimestre precedente, è tornata a crescere (+0,4% nel primo trimestre del 2008⁵). Tale crescita risulta tuttavia ancora inferiore a quella dell'area Euro (+0,8%)⁶ e di alcuni dei principali paesi (Germania +1,5% e Francia +0,6%⁷). Il maggior contributo (0,6%) alla crescita del PIL del primo trimestre dell'anno è stato apportato dalla **domanda netta estera**⁸: a fronte di una diminuzione delle **importazioni** (-0,5%), si è assistito ad un incremento dell'1,4% delle **esportazioni**⁹. Tale aumento sembra essere in buona parte dovuto al cosiddetto "traffico di perfezionamento passivo": alcuni beni vengono cioè prodotti all'estero e poi rispediti in Italia per essere perfezionati, contribuendo in questo modo a migliorare i dati sulle esportazioni del *made in Italy*¹⁰. Poco più che nullo è stato invece il contributo alla crescita del PIL della **spesa pubblica** e dei **consumi** delle famiglie, queste ultime sempre più in difficoltà a causa del costante aumento dei prezzi dei beni di prima necessità.

In giugno l'**inflazione** ha registrato la variazione annua più elevata degli ultimi dodici anni (+4%), tuttavia in linea con i valori europei¹¹: l'aumento dei prezzi è principalmente dovuto al comparto alimentare, alle spese per l'abitazione (acqua, elettricità e combustibili) e ai trasporti (aumentati rispettivamente del +6,1%, del +6,9% e del +7,2% su base annuale)¹².

Mercato Immobiliare

- Generale

A livello globale l'intero settore immobiliare è in un fase di rallentamento, soprattutto se confrontato con i ritmi di crescita sostenuti dell'ultimo decennio; lo scenario è tuttavia piuttosto eterogeneo tra i diversi paesi industrializzati.

Negli Stati Uniti si registrano le maggiori difficoltà: l'Indice Case Shiller dei prezzi delle abitazioni nelle 10 principali aree metropolitane ha infatti perso circa il 15% da Luglio 2007 a Marzo 2008.

In Europa la situazione appare meno grave, nonostante vi sia una riduzione nel volume degli investimenti pari a circa il 44% nel primo semestre del 2008 rispetto allo stesso periodo del 2007¹³.

Gran Bretagna e Spagna, che avevano registrato una maggiore crescita dei valori negli ultimi anni, hanno le difficoltà maggiori rispetto ad altri paesi, tra cui l'Italia, che invece mostrano un rallentamento che tuttavia non si traduce, almeno per il momento, in forti variazioni negative dei principali indicatori del settore.

² IMF – World Economic Outlook April 2008

³ BCE – Bollettino Mensile Giugno 2008

⁴ BCE – Bollettino Mensile Giugno 2008

⁵ Banca d'Italia – Bollettino Luglio 2008

⁶ BNL Focus 13 Giugno 2008

⁷ ISTAT - Stima preliminare del PIL I trimestre 2008

⁸ BNL Focus 13 Giugno 2008

⁹ Banca d'Italia – Bollettino Luglio 2008

¹⁰ BNL Focus 13 Giugno 2008

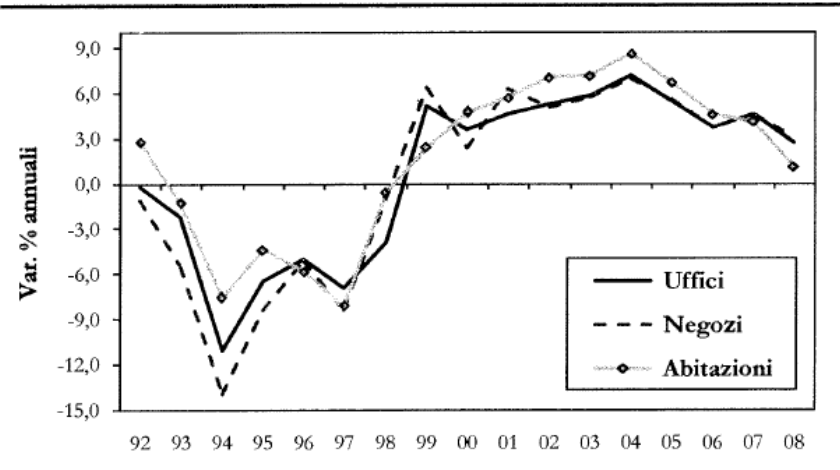
¹¹ BNL Focus 4 Luglio 2008

¹² BNL Focus 4 Luglio 2008

¹³ JLL – Investimenti in Europa H1 2008

In Italia le negoziazioni richiedono un periodo di tempo sempre maggiore per essere concluse ed il divario tra il prezzo inizialmente richiesto ed il prezzo effettivo di conclusione della trattativa si allarga sempre di più¹⁴. Tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008 i prezzi reali degli immobili hanno registrato le prime diminuzioni in diverse città anche se nel primo semestre del 2008 le variazioni reali dei prezzi nelle 13 maggiori aree urbane rimangono nel complesso positive seppur di poco¹⁵.

Media 13 grandi aree urbane – Variazioni % annuali dei prezzi medi reali degli immobili



Fonte: Nomisma.

- Terziario

Nel 2008 i volumi di investimento nel terziario sono in diminuzione rispetto all'anno precedente; tuttavia, anche per effetto di alcune transazioni concluse nei primi mesi dell'anno, ma le cui negoziazioni erano cominciate già nel 2007, la riduzione dovrebbe rivelarsi inferiore rispetto alla media europea¹⁶. In generale il mercato degli investimenti sembra caratterizzato da una situazione in cui le opportunità di investimento sono offerte a prezzi troppo elevati rispetto ai valori effettivi richiesti dal mercato; inevitabilmente si verifica un incremento dei tempi medi di vendita (6 mesi per i negozi, 6,5 mesi circa per gli uffici¹⁷) ed un divario rispetto al prezzo inizialmente richiesto (12,4% per gli uffici e 11,7% per i negozi).

Per quanto riguarda l'assorbimento di spazi ad uso ufficio la situazione è simile nelle due principali città italiane (Roma e Milano): l'offerta di edifici di alta qualità è scarsa a fronte di una domanda concentrata soprattutto in questo comparto. Conseguentemente negli ultimi anni il livello di *take-up* è stato piuttosto basso se confrontato con le maggiori città europee. Tuttavia in entrambe le città i progetti di sviluppo immobiliare sono numerosi e renderanno disponibili nei prossimi anni importanti quantitativi di spazi di alta qualità che potranno, almeno in parte, chiudere questo divario.

Il *vacancy rate* è attualmente intorno al 7% sia a Milano sia a Roma e, in entrambe le città, appare fortemente concentrato nel segmento degli uffici di bassa qualità e situati per lo più in zone decentrate e mal collegate con il centro¹⁸.

I canoni di locazione massimi sono in lieve crescita nel mercato milanese (fino a 550€/mq/anno nel primo semestre del 2008¹⁹), mentre nel mercato romano hanno registrato un più lieve aumento stabilizzandosi a 400/440 €/mq/anno²⁰.

¹⁴ Nomisma – Osservatorio Mercato Immobiliare (II Rapporto 2008)

¹⁵ Nomisma – Osservatorio Mercato Immobiliare (II Rapporto 2008)

¹⁶ JLL – Milan City Profile (Q1 2008)

¹⁷ Nomisma – Osservatorio Mercato Immobiliare (II Rapporto 2008)

¹⁸ Cushman & Wakefield – Office Snapshot Italy (Q2 2008) and DTZ – Newsletter (Q1 2008)

I rendimenti, anche a fronte dell'aumento dei canoni, sono lievemente maggiori rispetto al 2007.

- Residenziale

In Italia nell'ultima parte del 2007 il mercato residenziale ha registrato la fine di un ciclo espansivo che durava da quasi dieci anni e che ha portato ad un raddoppio nel prezzo medio delle abitazioni tra il 1997 ed il 2008²¹.

Per la prima volta dal 2001 durante il 2007 il numero di compravendite si è ridotto rispetto all'anno precedente (-4,6%)²² e la contrazione è ancora in atto a causa della stretta creditizia che ha reso per le famiglie più onerosi i mutui. L'incertezza sugli scenari economici e la riduzione della fiducia delle famiglie italiane contribuiranno probabilmente a favorire il trend negativo.

I prestiti alle famiglie erogati per l'acquisto di abitazioni continuano tuttavia a crescere seppur ad un ritmo sempre più lento (+3,6% nel 2007 rispetto al +14,8% del 2006)²³.

I prezzi medi reali nel primo semestre del 2008 sono aumentati solamente dell'1,1% rispetto all'anno precedente, registrando così l'aumento più contenuto dal 2000 ad oggi. Infine, è da rilevare che in cinque tra le principali città italiane i valori reali delle abitazioni sono lievemente calati (tra -0,5% e -1%) e tra queste città vi sono anche Milano e Venezia²⁴.

- GDO

Negli ultimi anni il mercato italiano dei centri commerciali sta vivendo un'importante fase di sviluppo. Tra il 2008 e il 2009 si attendono sul mercato circa 3,5 milioni di nuove superfici²⁵ (*gross leasable area*) di centri commerciali, valore che in Europa risulta inferiore solo alla Russia.

La diffusione all'interno del Paese è tuttavia molto eterogenea, con una densità al Nord più alta, ma con uno stock in gran parte obsoleto, e una densità mentre nelle regioni del Sud decisamente sotto la media europea, ma con una intensa attività di costruzione (in particolare in Sicilia).

I volumi di investimento si sono lievemente ridotti nel 2007, dopo un anno record quale il 2006, ma l'interesse per il settore rimane costante, soprattutto per gli investitori stranieri che nel 2007 hanno rappresentato più della metà del volume dell'investimento complessivo.

In tutto il continente la riduzione dei rendimenti degli investimenti sembra ormai terminata per l'intero settore; si registra una lenta ma graduale risalita (tra gli 0,25 e 0,5 punti percentuali²⁶) che dovrebbe caratterizzare il mercato nel 2008.

La gestione del patrimonio immobiliare

Il fondo ha l'obiettivo di investire in beni immobili a reddito, principalmente nei settori terziario, commerciale e logistica, in operazioni di compravendita nel settore residenziale (acquisto dell'immobile in blocco, valorizzazione, vendita frazionata sul mercato delle unità immobiliari realizzate) e in quote di O.i.c.r. italiani ed esteri, riservati a investitori qualificati.

Nell'ambito della ricerca ed analisi delle opportunità di mercato, nel corso del semestre è stata perfezionato l'acquisto del 100% delle quote della società immobiliare Edil Future S.r.l., proprietaria di un immobile ad uso

¹⁹ Cushman & Wakefield – Office Snapshot Italy (Q2 2008)

²⁰ CBRE - Market View Italy (Q1 2008)

²¹ Nomisma – Osservatorio Mercato Immobiliare (II Rapporto 2008)

²² Agenzia del Territorio

²³ Nomisma – Osservatorio Mercato Immobiliare (II Rapporto 2008)

²⁴ Nomisma – Osservatorio Mercato Immobiliare (II Rapporto 2008)

²⁵ JLL - Rapporto sui centri commerciali in Italia (2007 - Q1 2008)

²⁶ JLL - Rapporto sui centri commerciali in Italia (2007 - Q1 2008)

commerciale di circa mq. 7.645 di superficie lorda, sito in Marcon, (Venezia), cedute al Fondo da imprenditori locali, per un investimento complessivo pari a € 7.523.037.

L'immobile è attualmente locato a primaria azienda del settore commerciale.

Dopo la data di chiusura del semestre è stata finalizzata l'acquisizione di un immobile ad uso commerciale sito in Marcon (Venezia), per un controvalore di € 7,5 milioni, e siglato un preliminare relativo a 2 immobili ad uso uffici siti a Milano, da finalizzare entro settembre 2008, per ammontare pari a circa euro 55 milioni.

È stato inoltre siglato un accordo per l'acquisto di una quota di minoranza di una società immobiliare di diritto francese proprietaria di immobili ad uso uffici (prevalentemente locati e siti in Parigi), oltre un commitment per l'acquisto di quote del fondo immobiliare "Scarlati", gestito da Generali Properties S.p.A., per complessivi € 52 milioni, da regolare entrambi nel secondo semestre 2008.

Per tali operazioni si utilizzerà l'attuale disponibilità di cassa, oltre a quella riveniente dal richiamo degli impegni relativi alla raccolta della prima finestra 2008.

E' inoltre in corso la definizione di una linea di finanziamento per € 85 milioni per la quale abbiamo già ricevuto una proposta binding da parte di Bayerische LB - Milano.

Con riferimento al comparto residenziale, nel corso del 1° semestre 2008 sono state finalizzate le cessioni di 1 unità residenziale e di 1 box relativi allo stabile sito in Livorno, per un totale di € 301.000.

Prosegue l'attività di commercializzazione delle unità immobiliari della residenza sita a Venezia Lido; al 30 giugno 2008 risultano sottoscritti 6 preliminari relativi ad altrettante unità abitative, oltre a 5 box, i cui rogiti sono previsti entro il mese di settembre.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti, REAG-Real Estate Advisory Group SpA, gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a € 276,5 milioni, con un incremento dell'11,8% rispetto al loro costo storico.

Al 30 Giugno 2008 il portafoglio degli immobili in capo al Fondo comprende i seguenti cespiti:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro	Valore mercato 30/06/2008 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
04/4/2006	Uffici (palazzi Ares e Athena)	Milano, Via Tortona 33	43.000	60.100.000	72.000.0000	19,8%	UniCredit
24/4/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50	5.250	2.891.409 (1)	3.250.000	12,4%	Unità immobiliari ristrutturate e parzialmente già cedute (3)
27/4/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	6.300	9.250.000	13.000.000	40,5%	Multitenant
29/5/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.500	13.609.657 (2)	15.500.000	13,9%	Immobile in ristrutturazione, non locato
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	36.964	14.450.000	15.400.000	6,6%	Technicolor Milan
12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	15.508	11.795.800	13.000.000	10,2%	GPP spa

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro	Valore mercato 30/06/2008 Euro	Increment. Valore (%)	Conduttore principale
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	18.167	10.312.500	12.250.000	18,8%	Istituto Europeo di Oncologia
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	7.571	12.045.000	12.960.000	7,6%	Vari
12/04/2007	Uffici	Milano Gallarate 184	10.676	17.250.000	18.350.000	6,4%	Upim Srl Vari
8/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	26.964	15.498.500	17.900.000	15,5%	Vari
14/09/2007	Uffici	Milano Via Castellanza 11	15.000	18.716.200	19.600.000	4,7%	Reply Group
12/12/2007	Commerciale	Milano Via Pitteri 84	4.341	13.225.000	13.630.000	3,1%	Media S.p.A. Market
12/12/2007	Commerciale	Cinisello Balsamo (MI), Viale Fulvio Testi 210	7.032	22.366.000	22.900.000	2,4%	Media S.p.A. Market
12/12/2007	Commerciale	Brescia, Via Orzinuovi	3.810	7.437.000	7.740.000	4,1%	Media S.p.A. Market
12/12/2007	Commerciale	Erbusco (BS) C.C. Le Porte Franche via Rovato	4.270	7.924.000	8.400.000	6,0%	Media S.p.A. Market
12/12/2007	Commerciale	Parma C.C. Euro Torri P.za Balestrieri	4.301	10.548.000	10.650.000	1,0%	Media S.p.A. Market
TOTALI				247.419.066	276.530.000	11,8%	

(1) compresi costi di ristrutturazione

(2) compresi costi di ristrutturazione

(3) nel corso del semestre è stata venduta una ulteriore unità del complesso residenziale, per un ammontare totale di € 301,000. Nella tabella è indicato il valore delle unità residue.

Le plusvalenze non realizzate su immobili contabilizzate nel semestre ammontano complessivamente a € 3,3 milioni.

Come già accennato, al 30 giugno il fondo deteneva il seguente immobile per il tramite della controllata Edil Future Srl, le cui quote erano state acquisite nel corso del mese di giugno per l'importo di € 7.523.037:

Data acquisto	Tipologia Immobile	Ubicazione Immobile	Superficie (m2 lordi)	Valore mercato immobile 30/06/2008 Euro	Conduttore principale
18/06/2008	Commerciale	Marcon (Mestre) Via Enrico Mattei	7.645	8.200.000	Mondo Convenienza

Gli Esperti Indipendenti, REAG-Real Estate Advisory Group SpA, hanno valutato il patrimonio netto rettificato della società al 30/06/2008 pari a € 5.937.000; la minusvalenza rispetto al prezzo di acquisto delle quote della società è dovuta all'ammontare della fiscalità latente, connessa al valore di carico dell'immobile (€ 3,4 milioni).

Tutto ciò era stato previsto fin dal momento dell'acquisto e di questi effetti si era tenuto debito conto nella negoziazione dell'investimento e nel relativo Asset Business Plan.

Nel corso del mese di luglio, il Fondo ha acquistato l'immobile dalla società Edil Future Srl per un controvalore di € 8,1 milioni.

Segnaliamo che, a rettifica di quanto descritto nel Rendiconto del Fondo al 31/12/2007, la società REPE S.r.l., controllata dal Fondo, già proprietaria degli immobili Ares ed Athena in Milano, a seguito di valutazioni di opportunità economiche-finanziarie, al momento non sarà posta in liquidazione.

Alla data di riferimento la leva finanziaria utilizzata dal Fondo è pari a € 35 milioni, pari al 12,3% del valore di mercato degli immobili in portafoglio.

È proseguita l'attività di richiamo degli impegni relativa alle quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio esteri e Limited Partnership già sottoscritte negli anni 2005 e 2006, in relazione alle attività di acquisizione individuate dagli stessi.

In particolare:

in relazione alla Limited Partnership "German Retail Box Fund", durante il primo semestre sono stati richiamati impegni pari a € 358.923; al 30 giugno l'ammontare complessivamente investito dal Fondo è pari ad € 12.389.826, rispetto a € 15.000.000 sottoscritti;

in relazione al fondo "AVIVA CEPF", durante il primo semestre sono stati richiamati impegni pari ad € 372.351; al 30 giugno l'ammontare complessivamente investito dal Fondo è pari all'importo sottoscritto, € 5.000.000;

in relazione al fondo "Rockspring Portuguese", durante il primo semestre sono stati richiamati impegni pari ad € 652.660; al 30 giugno l'ammontare complessivamente investito dal Fondo è pari ad € 3.351.695, rispetto a complessivi € 5.000.000 sottoscritti.

Al 30 giugno 2008 il portafoglio delle quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio e di Limited Partnership comprende:

Data acquisto	Nome	Tipologia di O.i.c.r.	Tipologia di sottoscrittore	Impegni complessivi (in euro)	Richiamo impegni al 30/06/2008 (in euro)	Politica di investimento del Fondo
16 agosto 2005	German Retail Box Fund	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	15.000.000	12.389.826	Strutture commerciali in Germania
30 giugno 2006	AVIVA Central European Property Fund	Fond Commun de Placement	Investitori qualificati	5.000.000	4.999.999	Immobili a reddito, prevalentemente commerciali e uso uffici, nell'Europa dell'Est
22 settembre 2006	Rockspring Portuguese Property Partnership	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	5.000.000	3.351.695	Immobili di tipo Core, core Plus e value added esclusivamente in Portogallo

Data acquisto	Nome	Tipologia di O.i.c.r.	Tipologia di sottoscrittore	Impegni complessivi (in euro)	Richiamo impegni al 30/06/2008 (in euro)	Politica di investimento del Fondo
Totale				25.000.000	20.741.520	

In base alle rendicontazioni al 31 marzo 2008 rilasciate dai gestori, il valore complessivo delle quote già sottoscritte risulta pari a € 22,1 milioni.

In relazione a dette quote di partecipazione, nel 1° semestre del 2008 sono stati registrati incassi di dividendi per un ammontare pari a Euro 443.000, di cui € 291.000 compensati con una registrazione di componente negativa di reddito, in quanto già ricompresi nei valori di NAV al 31 marzo 2008.

La liquidità del Fondo

Nel corso del semestre la gestione della liquidità eccedente del Fondo, delegata a BNP Paribas Asset Management Sgr, è stata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro.

Al 30 giugno 2008 il portafoglio titoli è pari a € 73,5 milioni.

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 4,5 milioni, depositata sui conti correnti accesi a tasso di mercato presso la nuova Banca Depositaria BNP Securities – Succursale di Milano, subentrata a BNL S.p.A. in data 1° ottobre 2007.

Nel corso del mese di luglio la liquidità è stata utilizzata per le operazioni di investimento prima descritte.

Altre informazioni

Nel corso del primo semestre dell'anno i ricavi da locazione derivanti dagli immobili posseduti in Italia sono stati pari a Euro 7,4 milioni (Euro 3,4 milioni nell'analogo periodo dell'esercizio precedente).

Al 30 giugno 2008 i crediti IVA assommano a € 7,9 milioni (€ 12,5 milioni al 31 dicembre 2007) e sono riferibili agli investimenti immobiliari sinora effettuati.

Alla data di riferimento non sussistono procedure giudiziali e/o arbitrali in corso.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL *30 giugno 2008*

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30 giugno 2008		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo	€ 6.444.522	1,63%	€ 507.522	0,15%
A2. Partecipazioni non di controllo	€ 0		€ 0	
A3. Altri titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A4. Titoli di debito	€ 0		€ 0	
A5. Parti di O.I.C.R.	€ 22.076.510	5,59%	€ 20.678.561	6,07%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 73.479.672	18,61%	€ 31.460.305	9,24%
A8. Parti di O.I.C.R.	€ 0		€ 0	
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	€ 0		€ 0	
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0		€ 0	
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0		€ 0	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. Immobili dati in locazione	€ 257.780.000	65,28%	€ 253.720.000	74,48%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 20.637.197	5,23%	€ 19.040.000	5,59%
B4. Diritti reali immobiliari	€ 0		€ 0	
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	€ 0		€ 0	
C2. Altri	€ 0		€ 0	
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista	€ 0		€ 0	
D2. Altri	€ 0		€ 0	
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'				
F1. Liquidità disponibile	€ 4.501.327	1,14%	€ 4.102.862	1,20%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	€ 0		-€ 2.501.736	-0,73%
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	€ 0		€ 0	
G2. Ratei e risconti attivi	€ 884.960	0,22%	€ 399.691	0,12%
G3. Risparmi di imposta	€ 7.925.571	2,01%	€ 12.531.529	3,68%
G4. Altre	€ 1.139.175	0,29%	€ 717.713	0,21%
	€ 0		€ 0	
TOTALE ATTIVITA'	€ 394.868.933	100,00%	€ 340.656.447	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 giugno 2008

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30 giugno 2008	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 35.000.000	€ 35.000.000
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	€ 0	€ 0
H3. Altri	€ 0	€ 0
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0	€ 0
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0	€ 0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire	€ 0	€ 0
L2. Altri debiti verso i partecipanti	€ 0	€ 0
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	€ 0	€ 0
M2. Debiti di imposta	€ 110	€ 472
M3. Ratei e risconti passivi	€ 627.875	€ 568.344
M4. Altre	€ 3.430.980	€ 3.995.730
TOTALE PASSIVITA'	€ 39.058.965	€ 39.564.545
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	€ 355.809.968	€ 301.091.902
Numero delle quote in circolazione	1.259.111	1.070.241
Valore unitario delle quote	€ 282,588	€ 281,331
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	€ 2,40	€ 5,34
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	€ 7.520.000	€ 0
Fidejussioni rilasciate a terzi	€ 3.743.240	€ 3.743.240
O.I.C.R. sottoscritti in attesa di richiamo impegni	€ 4.258.480	€ 5.642.414

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 21/04/2005 FINO AL 30/06/2008

Cespiti disinvestiti	Quantità	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo Acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Via Crispi, 50 - LIVORNO	mq 3273	24/04/06	€ 4.255.640	€ 4.825.154	giugno-08	€ 4.779.000	€ -	€ 140.107	€ 383.253

MAZARS & GUÉRARD

**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO
IMMOBILIARE DINAMICO**

RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2008

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare chiuso
Immobiliare Dinamico

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2008

Data di emissione rapporto : 1 agosto 2008

Numero rapporto : CTD/ cpt - Rap. 946/08

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

Ai Partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso **Immobiliare Dinamico**

1. Abbiamo svolto la revisione contabile della relazione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso **IMMOBILIARE DINAMICO** per il periodo chiuso al 30 giugno 2008. La responsabilità della redazione della relazione semestrale in conformità con il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 compete agli amministratori della società BNL Fondi Immobiliari S.G.R.p.a.. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sulla relazione semestrale e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se la relazione semestrale sia viziata da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenute nella relazione semestrale, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 11 marzo 2008.

3. A nostro giudizio, la relazione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso **IMMOBILIARE DINAMICO** per il periodo chiuso al 30 giugno 2008 è conforme al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 che ne disciplina i criteri di redazione; essa pertanto è redatta con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione del patrimonio del fondo.

Milano, 1° agosto 2008

Mazars & Guérard S.p.A.



Carlo Consonni
Socio - Revisore contabile