



FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2010

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

Il Fondo "Immobiliare Dinamico" è stato il primo fondo italiano costituito con la caratteristica di prevedere " aperture semestrali del capitale", ovvero con la possibilità per i sottoscrittori di riscattare le proprie quote, a determinate condizioni precisate dal Regolamento di Gestione del Fondo, e per i nuovi investitori di sottoscrivere quote di nuova emissione; entrambe le operazioni sono effettuate al Net Asset Value.

Il Fondo è stato collocato per la prima volta sul mercato retail tra il 16 novembre 2004 ed il 31 marzo 2005, raggiungendo una raccolta totale pari a Euro 130,7 milioni; in tale fase vennero sottoscritte 522.800 quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di Euro 250, da parte di 9.139 sottoscrittori.

Dal primo collocamento al 31 dicembre 2010 sono state effettuate dieci aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006, 2007, 2008, 2009 e 2010.

Nel 2006 il controvalore totale delle quote sottoscritte, al netto dei rimborsi, è stato pari a Euro 92,4 milioni, nel 2007 a Euro 106,7 milioni, nel 2008 a Euro 69 milioni; nel 2009 i rimborsi hanno superato il valore delle quote sottoscritte con un deflusso di Euro 2,1 milioni.

Nella prima finestra dell'esercizio 2010, relativa al periodo maggio-giugno, l'equity raccolto è risultato pari a Euro 5,9 milioni, i riscatti pari a Euro 11,2 milioni, con un deflusso netto pari a Euro 5,3 milioni.

La seconda riapertura dell'anno 2010, relativa al periodo ottobre-dicembre, ha fatto registrare una raccolta per un ammontare di Euro 4,7 milioni e richieste di riscatto di quote per Euro 9,5 milioni, con un deflusso netto pari a Euro 4,8 milioni.

Il rimborso delle quote riscattate avverrà a termini di Regolamento del Fondo.

Al netto delle minusvalenze non realizzate, il cui dettaglio viene esposto più avanti, derivanti dai riflessi sui valori immobiliari della attuale situazione economico-finanziaria, il risultato della gestione caratteristica del Fondo risulta positivo e pari a Euro 9.830.766 (2009: Euro 7.959.219).

L'esercizio 2010 mostra un evidente miglioramento rispetto al precedente difficile esercizio, e chiude con un utile di Euro 1.919.349 (2009: perdita di Euro 26.325.293). Come meglio analizzato nella sezione "Gestione immobiliare", il risultato recepisce, tra l'altro, minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 3.862.239 (Euro 17.829.129 nel 2009), minusvalenze non realizzate su partecipazioni per Euro 1.762.885 (Euro 4.918.388 nel 2009), minusvalenze non realizzate su OICR italiani ed esteri direttamente detenuti per Euro 2.830.438 (Euro 8.598.250 nel 2009) ed altri ricavi per Euro 544.145 (nel 2009 altri oneri Euro 2.938.745), questi ultimi in relazione a minusvalenze non realizzate su OICR esteri indirettamente detenuti.

L'anno testé trascorso, ed in particolare il secondo semestre, ha manifestato una leggera ripresa del mercato immobiliare rispetto all'anno 2009.

Al 31 dicembre 2010 il Patrimonio Netto del Fondo risulta pari a Euro 388.908.015 (31 dicembre 2009: Euro 397.631.899); tale valore beneficia dell'equity richiamato e sconta i

rimborsi effettuati nel corso del mese di aprile, con riferimento alla finestra chiusa al 31 dicembre 2009, e di settembre, con riferimento alla finestra chiusa al 30 giugno 2010.

Al 31 dicembre 2010 le attività ammontano a Euro 515.304.360 (Euro 523.427.900 al 31 dicembre 2009).

Alla stessa data il valore della quota si è attestato a Euro 263,885, rispetto ad un valore di Euro 262,552 rilevato al 31 dicembre 2009; il numero delle quote in circolazione è diminuito a seguito della differenza negativa fra rimborsi e i richiami intervenuti in corso d'anno, passando da 1.514.491 a 1.473.777.

Tenendo conto dei proventi pro quota sinora erogati, pari complessivamente a Euro 7,74, al 31 dicembre 2010 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale, pari a Euro 250 (corrisposto in occasione del primo collocamento), dell'8,65%.

LO SCENARIO MACROECONOMICO

Dopo due anni di recessione, il 2010 ha mostrato delle variazioni positive del PIL in quasi tutti i principali paesi industrializzati. Tuttavia, la crescita è stata limitata, particolarmente per quanto riguarda l'**area Euro** (il cui PIL è stimato in crescita solo dell'1,8% nel 2010 e dell'1,7% nel 2011¹). Sull'area Euro pesano soprattutto i problemi finanziari di alcuni paesi, come Grecia ed Irlanda: il 2010 è stato caratterizzato, infatti, da forti preoccupazioni sulla tenuta finanziaria di questi ed altri paesi dell'area che durante la crisi del 2008-2009 hanno mostrato un rapido aumento del rapporto tra il debito pubblico e PIL. Tali preoccupazioni hanno avuto ripercussioni sulle scelte di politica economica di tutti i paesi europei e, conseguentemente, sulle loro prospettive di crescita.

La disoccupazione è cresciuta ulteriormente in Europa nel 2010, anche se ad un ritmo più contenuto rispetto al 2009. Il tasso di disoccupazione è stimato vicino al 9,6% a fine 2010 (rispetto all'8,9% del 2009 ed al 7% del 2008) e le previsioni per i prossimi anni mostrano un tasso stabile nel 2011 ed in lieve contrazione solo nel 2012². Conseguentemente anche il livello dei consumi in Europa sarà basso nei prossimi anni, anche se in graduale aumento rispetto al 2009: +0,7 nel 2010, +1,2% nel 2011 e +1,6% nel 2012³. La ripresa sarà dunque lenta e saranno necessari diversi anni per tornare ai livelli precedenti allo scoppio della crisi. Solo in quei paesi, come la Germania, dove le esportazioni sono già tornate sui valori precedenti la crisi è stato possibile raggiungere una crescita dell'economia forte che ha riportato il PIL quasi sui livelli del 2008 già alla fine del 2010.

Infine, è rilevante notare come l'incertezza sull'andamento dell'economia di alcuni paesi "periferici" registrata nel 2010 abbia anche fatto crescere nuovamente la sfiducia sui mercati dei capitali privati, dopo che nella seconda metà del 2009 i mercati borsistici avevano parzialmente recuperato le perdite subite durante la crisi finanziaria tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009 (nel 2010 l'Indice Ibex 35 della Borsa di Madrid ha perso il 17% circa e l'Indice FTSE MIB della Borsa di Milano, ha perso il 13%).

L'economia dell'**Italia** è stata caratterizzata da una ripresa piuttosto lenta se confrontata a quella degli altri grandi paesi europei. Da un lato il settore pubblico deve fronteggiare l'elevato livello del debito pubblico (stimato a fine 2010 vicino al 120% del PIL), mentre dall'altro lato il settore privato continua a registrare un andamento negativo, sostanzialmente a causa della lenta ripresa delle esportazioni che tra il 2008 ed il 2009 sono diminuite di oltre il 22% e nel 2010 sono state stimate in crescita solo dell'8% circa⁴. La domanda interna nel 2010 è stata il maggiore contributore alla crescita del PIL (peraltro contenuta: +1,1%), nonostante la disoccupazione abbia continuato a crescere (passando dal 7,8% nel 2009 all'8,4% nel 2010), toccando livelli molto alti soprattutto tra i giovani tra i 15 ed i 24 anni, per i quali il tasso di

¹ Commissione Europea – Autumn Forecast (Novembre 2010)

² Commissione Europea – Autumn Forecast (Novembre 2010)

³ Commissione Europea – Autumn Forecast (Novembre 2010)

⁴ Commissione Europea – Autumn Forecast (Novembre 2010)

disoccupazione è vicino al 30%⁵. La tradizionale propensione al risparmio delle famiglie italiane ha permesso loro di fronteggiare la crisi senza ridurre in modo netto i consumi. Infatti, esse sono le meno indebitate se confrontate con quelle degli altri paesi del G8: secondo un recente studio della Banca d'Italia, il rapporto tra le passività delle famiglie e il loro reddito disponibile è pari al 78% in Italia, vicino al 100% in Germania e Francia, vicino al 130% in Giappone e Stati Uniti e addirittura pari al 180% in Gran Bretagna⁶. Inoltre il valore delle ricchezze possedute dalle famiglie italiane ha subito una riduzione durante la crisi finanziaria inferiore a quanto successo in molti altri paesi industrializzati, grazie alla prevalenza dell'investimento in beni immobiliari o titoli obbligazionari (che hanno registrato perdite di valori contenute), rispetto ai titoli azionari (che hanno invece subito forti perdite di valore durante la crisi finanziaria). Queste scelte di investimento a basso rischio hanno mantenuto stabile, su di un livello piuttosto alto, la ricchezza delle famiglie italiane.

Negli **Stati Uniti** la situazione macroeconomica nel 2010 è stata assai diversa. Il mercato del lavoro, come in Europa, è stato ancora debole (il tasso di disoccupazione è aumentato raggiungendo il 9,6%), l'economia è però tornata a crescere con maggiore velocità rispetto all'Europa. Il PIL degli Stati Uniti, infatti, è stimato in crescita del 2,7% nel 2010, del 2,1% nel 2011 e del 2,5% nel 2012⁷. La ripresa nel 2010 è stata sostenuta dalla crescita del deficit pubblico (il rapporto tra debito pubblico e PIL è aumentato negli Stati Uniti dal 62% del 2007 al 92% del 2010) e da una politica monetaria molto espansiva adottata dalla Federal Reserve. A causa delle difficoltà riscontrate nel settore privato (in particolare in quello delle costruzioni) e di conseguenza nel mercato del lavoro, la Federal Reserve ha adottato un piano di acquisto di obbligazioni statali da 600 miliardi di dollari che si concluderà nel 2011. Tale piano permetterà, da un lato, la riduzione dei rendimenti delle obbligazioni statali americane e quindi un incentivo per gli investitori privati a tornare sul mercato obbligazionario *corporate* mentre dall'altro lato si prevede possa aiutare le esportazioni americane, aumentando la liquidità sui mercati favorendo le esportazioni dei beni prodotti negli Stati Uniti, grazie ad un indebolimento del dollaro rispetto alle altre valute.

Le economie avanzate, dopo la recessione del 2009, hanno mostrato una ripresa nel 2010 e nel 2011, seppur disomogenea e piuttosto lenta. Al contrario le economie emergenti, che avevano solo rallentato il loro processo di crescita nel 2009 senza andare in recessione, hanno ripreso a crescere a ritmo sostenuto: **Cina** ed **India** hanno avuto la crescita del PIL più elevata (del 10% circa), seguite dal **Brasile** (+7,5%)⁸.

ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare Europeo

Il mercato immobiliare europeo, dopo aver registrato forti perdite nel corso del biennio 2008-2009 sembra essersi stabilizzato e, nelle principali città europee, ha già mostrato una ripresa del volume di investimenti diretti e del livello di assorbimento di spazi ad uso ufficio, che sono costantemente cresciuti nel corso dell'anno. Per quanto riguarda il volume di investimento, è da rilevare come negli otto principali mercati europei (Londra, Parigi, Madrid, Milano, Berlino, Francoforte, Monaco e Bruxelles) il livello registrato nel 2010 è cresciuto fortemente rispetto al 2009 (+50%) ed anche, seppur in maniera molto limitata, rispetto al 2008 (+3%)⁹. È tuttavia necessario ricordare che i livelli di partenza di inizio anno erano notevolmente bassi e che, nonostante la crescita evidenziata nel 2010, il volume investito quest'anno è stato inferiore di quasi il 60% rispetto al massimo del mercato registrato nel 2007¹⁰. Così come avveniva già dalla seconda parte del 2009, gli investitori si sono concentrati quasi esclusivamente sugli

⁵ Istat

⁶ Banca d'Italia - Supplementi al Bollettino Statistico (La ricchezza delle famiglie Italiane 2009)

⁷ Commissione Europea – Autumn Forecast (Novembre 2010)

⁸ Fondo Monetario Internazionale – World Economic Outlook (Ottobre 2010)

⁹ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁰ BNP Paribas Real Estate Research

investimenti poco rischiosi, preferendo le *location* primarie e gli immobili già interamente affittati. Conseguentemente alla concentrazione dell'interesse degli investitori su questa tipologia di immobili ed all'aumento di liquidità nel mercato, i rendimenti *prime* nelle principali città europee si sono ridotti. Le città che hanno registrato una più ampia contrazione dei rendimenti sono state nel 2010 Londra e Parigi, la prima con una riduzione di 150 punti base (da 5,5% a 4%) e la seconda di 75 punti base (da 5,5% a 4,75%)¹¹. Per quanto riguarda invece le tipologie di immobili con un profilo di rischio più elevato, il mercato è stato molto debole, con un numero limitato di transazioni e rendimenti ulteriormente cresciuti.

Per quanto riguarda il mercato **terziario** il 2010 è stato caratterizzato da una maggiore attività rispetto al 2009: il livello di assorbimento delle principali città europee è cresciuto di quasi il 30%¹², soprattutto grazie agli spostamenti ovvero alle riorganizzazioni degli uffici locati di alcune grandi società che hanno voluto approfittare della contrazione dei canoni di locazione. Infatti, nonostante il livello di assorbimento sia aumentato nel 2010, il tasso di sfritto nelle principali città europee ha mostrato variazioni contenute, mostrando in alcuni casi un lieve incremento (Monaco, Madrid e Milano), in altri una lieve riduzione o stabilità (Parigi, Francoforte, Berlino e Bruxelles) e solo nel caso di Londra una riduzione più rilevante (da 10,4% a 7,5%)¹³.

Le difficoltà del settore produttivo stanno limitando la ripresa dei comparti **industriale e logistico** in Europa, con canoni di locazione in diminuzione, ad eccezione della Germania e della Francia. Tuttavia per il 2011 la variazione dei canoni *prime* dovrebbe tornare ad essere positiva, anche se la crescita prevista nel medio periodo è piuttosto debole: +1,7% annuale tra il 2011 ed il 2015¹⁴.

Il settore **commerciale** è stato invece, già dal 2010, indirizzato verso la ripresa, seppur con una situazione differenziata nei vari paesi. Gli investimenti in immobili a destinazione d'uso commerciale nei cinque mercati principali (Gran Bretagna, Germania, Francia, Italia e Spagna) sono cresciuti del 55% rispetto al 2009 superando Euro 25 miliardi, grazie soprattutto agli investimenti effettuati in Gran Bretagna e anche in Germania e Francia¹⁵. Nei paesi più colpiti dalla crisi del debito pubblico, il settore commerciale e la grande distribuzione organizzata sono ancora in forte difficoltà a causa delle politiche di riduzione della spesa pubblica adottate nel 2010, che hanno impattato anche sul livello di consumo delle famiglie. In questi paesi i canoni dei centri commerciali, ma anche dei negozi delle vie centrali sono stati ancora in diminuzione nel 2010 e lo saranno probabilmente anche nel 2011.

Il mercato immobiliare italiano

In Italia la ripresa del mercato immobiliare sembra procedere più a rilento rispetto a quanto avviene nel resto d'Europa, in particolar modo per quanto riguarda l'attività di investimento: il volume investito nel 2010 non è cresciuto quanto negli altri paesi europei ed è anzi stato inferiore a quello del 2009, seppur solamente del 3% circa (le stime preliminari mostrano un volume di investimento annuale nel 2010 di circa Euro 3.950 miliardi, rispetto ai Euro 4.090 miliardi del 2009)¹⁶.

¹¹ BNP Paribas Real Estate Research

¹² BNP Paribas Real Estate Research

¹³ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁴ PMA - European Logistics Overview (Autunno 2010)

¹⁵ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁶ BNP Paribas Real Estate Research

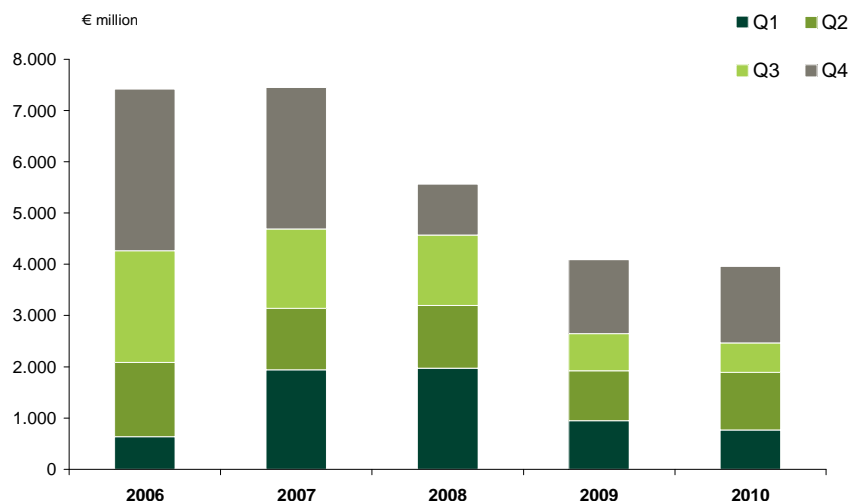


Figura 1: Volume di investimento diretto trimestrale (immobiliare di impresa, in Italia).

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Gli investitori internazionali sono stati poco presenti nel corso nel 2010. È tuttavia probabile che, con la ripresa dei valori immobiliari (attesa in tutta Europa tra la fine del 2010 e l'inizio del 2011) e lo stabilizzarsi del quadro macroeconomico, anche gli investitori stranieri tornino ad avere un ruolo più importante nel mercato Italiano.

Residenziale

Il settore residenziale ha mostrato nel 2010 un tasso medio di crescita pari al 2,2%¹⁷, con un andamento disomogeneo tra i principali Comuni e le altre località. Da una parte i Comuni non capoluogo in cui si avvertono andamenti stazionari o negativi, dall'altra i Comuni capoluogo ed ancor più le grandi aree urbane, ove le compravendite crescono su base annua rispettivamente del +4,9% e del +7,8%¹⁸. Particolarmente positivi i risultati nel terzo trimestre a Milano e Roma, che rispetto allo stesso periodo dello scorso anno hanno fatto registrare rispettivamente +19,7% e +13,9%¹⁹.

Per quanto riguarda inoltre i prezzi, le abitazioni nel secondo semestre del 2010 hanno ancora mostrato una riduzione dei valori nelle grandi città (-0,6% in termini nominali), tuttavia la contrazione dei prezzi si sta gradualmente assottigliando e durante il 2011 la variazione dovrebbe tornare positiva.

¹⁷ Nomisma – III Rapporto sul mercato immobiliare 2010

¹⁸ Nomisma – III Rapporto sul mercato immobiliare 2010

¹⁹ Agenzia del Territorio – Note trimestrale III trimestre 2010

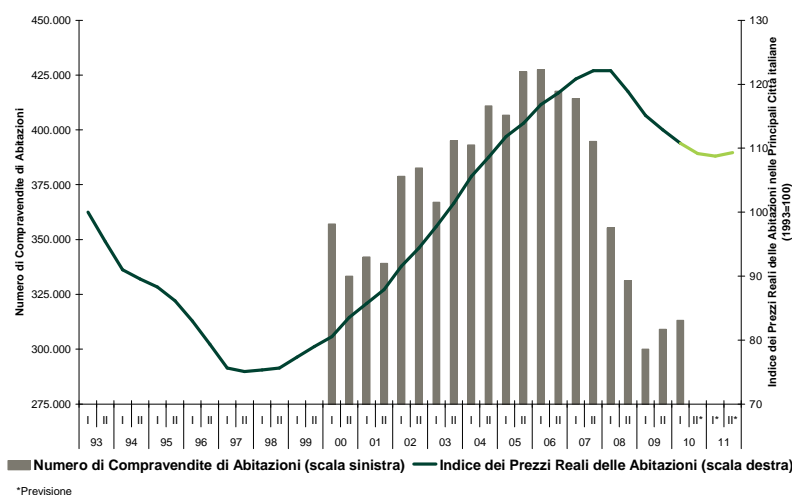


Figura 2: Numero di compravendite e indice dei prezzi reali di abitazioni.

Fonte: Nomisma III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2010, Agenzia del Territorio.

Terziario

I metri quadri ad uso ufficio affittati nei mercati di Roma e Milano sono stimati in crescita rispetto al 2009, anno in cui il livello di spazi locati era stato molto limitato. Tuttavia l'incremento di tale volume è da imputare prevalentemente agli spostamenti di alcune grandi aziende che non si sono però tradotti in un significativo incremento netto degli spazi occupati. In particolare, soprattutto nel mercato milanese, sono state registrate numerose transazioni che hanno riguardato immobili di nuova costruzione o di recente ristrutturazione. Molte sono state, infatti, le aziende che hanno cercato di sfruttare il ribasso dei canoni di locazione traslocando i propri uffici in sedi più moderne, che permettono un risparmio sui costi energetici ed una maggiore flessibilità degli spazi ed allo stesso tempo una loro razionalizzazione. Questo maggiore interesse da parte dei conduttori rispetto ad immobili nuovi sta avendo oggi (e continuerà ad avere nei prossimi anni) un effetto particolarmente rilevante. Lo stock immobiliare italiano è, infatti, obsoleto, se comparato a quello di altri paesi europei, e queste dinamiche avranno un effetto sull'intero settore.

▪ Milano

Il mercato delle locazioni immobiliari di Milano ha registrato nel 2010 un aumento del livello di locazioni: il volume di metri quadri transati è stato pari a circa 300.000 m², rispetto ad un livello inferiore ai 200.000 m² del 2009²⁰. Il 2010 è stato caratterizzato da alcune transazioni che hanno riguardato grandi superfici: ne sono un esempio i *pre-let*²¹ di Unicredit di circa 50.000 m² nel nuovo progetto di Porta Nuova, quello di Siemens di circa 27.000 m² per la sua nuova sede e la transazione di circa 38.000 m² delle Torri Garibaldi locate a Marie Tecnimont. I canoni *prime* registrati a fine 2010 sono risultati sui 520 Euro/m²/anno, in aumento nel quarto trimestre del 4% rispetto al trimestre precedente (500 Euro/m²/anno) che era anche il livello di fine 2009²². In media, i valori nel centro città si stanno mantenendo sostanzialmente stabili grazie alla scarsa disponibilità di prodotti di qualità in questa area, mentre nelle zone periferiche si registra un incremento per i canoni di locazione di immobili nuovi o ristrutturati e, invece, una flessione per gli immobili vecchi. Il tasso di sfritto²³ alla fine del 2010 mostra un aumento rispetto allo scorso anno, attestandosi sopra al 10% per un totale di circa 1.200.000 m².

²⁰ BNP Paribas Real Estate Research

²¹ Il *pre-let* è un accordo per locare un'immobile che al momento non è disponibile (perché in ristrutturazione, ovvero in costruzione, ovvero occupato da un altro soggetto)

²² BNP Paribas Real Estate Research

²³ BNP Paribas Real Estate Research

- **Roma**

Il mercato immobiliare terziario delle locazioni a Roma²⁴, ha mostrato nel 2010 un'attività in ripresa con un livello di assorbimento che si è collocato di poco al di sotto dei 200.000 m², con una conseguente riduzione del tasso di sfritto che, a fine 2010, dovrebbe attestarsi vicino al 6% per un totale di circa 570.000 m² (rispetto a 620.000 m² nel 2009 che corrispondevano ad un tasso di sfritto del 6,4%)²⁵. Dall'altro lato, è interessante notare come la riduzione dei metri quadri disponibili sul mercato durante il 2010 (50.000 m² circa) sia stata inferiore al livello di assorbimento (200.000 m² circa): in molti casi le società che hanno affittato nuovi spazi ne hanno lasciati altri, producendo quindi un effetto limitato sul livello di metri quadri disponibili. Nonostante la riduzione del tasso di sfritto, i canoni medi hanno continuato a scendere con una riduzione nel 2010 del 15% circa, passando dai 300 Euro/m²/anno di fine 2009 ai 269 Euro/m²/anno circa di fine 2010²⁶. Similmente, pur rimanendo su di un livello significativamente più elevato, sono calati anche i canoni medi nel centro della città, passando, tra la fine del 2009 e la fine del 2010, da 360 Euro/m²/anno a 300 Euro/m²/anno²⁷.

Commerciale

All'interno del mercato immobiliare italiano, il settore commerciale sembra essere quello ad avere avuto un migliore andamento nel corso del 2010. Durante il periodo più acuto della crisi, gli immobili a destinazione d'uso commerciale avevano sofferto in modo particolare l'aumento della disoccupazione e la conseguente riduzione dei consumi. Particolarmente colpiti erano stati quei centri commerciali che avevano aperto nel periodo immediatamente precedente allo scoppio della crisi. Quelle strutture, oltre a non essere ancora ben posizionate sul mercato di riferimento, presentavano contratti di locazione che si sono trovati oltre i livelli di sostenibilità e questo aveva portato a numerose rinegoziazioni al ribasso dei canoni di locazione, con evidente perdita di redditività per i proprietari. Dopo questo processo di aggiustamento dei canoni, il comparto è tornato a crescere nel 2010: nei primi sei mesi dell'anno il settore commerciale era l'unico in Italia che già presentava indicazioni positive, seppur contenute, dei valori su base semestrale. Questo ha attirato l'attenzione degli investitori che sono stati più attivi nel settore commerciale, in particolare per i centri commerciali. Tuttavia anche per questo settore l'andamento è stato molto disomogeneo nelle varie aree del paese, a seconda della struttura di domanda e offerta dei diversi mercati. La Lombardia, l'Emilia Romagna e la Sicilia sono le tre regioni con i più grandi progetti in corso di realizzazione. Ciò nonostante, a causa delle previsioni di crescita economica, ed in particolare dei consumi, su dei livelli piuttosto contenuti, lo sviluppo di nuovi centri commerciali subirà un rallentamento nei prossimi tre anni. Pertanto, la densità di centri commerciali in Italia resterà inferiore alla media Europea.

Industriale & Logistico

Il settore industriale e logistico sta ancora vivendo un periodo di difficoltà a causa della lenta ripresa produttiva in Italia, nonostante il 2010 abbia mostrato progressi rispetto al 2009. La produzione industriale è cresciuta nel 2010 di circa il 5,4%²⁸, così come le esportazioni hanno mostrato un incremento del 7,9%²⁹. Tuttavia il livello raggiunto alla fine del 2010 è stato inferiore ai massimi pre crisi toccati verso la metà del 2008: la produzione industriale e le esportazioni risultano a fine 2010 inferiori, rispettivamente, del 17,8%³⁰ e del 16,1%³¹ rispetto ai livelli massimi. Conseguentemente i canoni di locazione per immobili industriali e logistici stanno subendo ancora oggi una forte pressione al ribasso e gli investimenti in immobili di

²⁴ BNP Paribas Real Estate Research

²⁵ BNP Paribas Real Estate Research

²⁶ BNP Paribas Real Estate Research

²⁷ BNP Paribas Real Estate Research

²⁸ Centro Studi Confindustria

²⁹ Commissione Europea – Autumn Forecast (Novembre 2010)

³⁰ Centro Studi Confindustria

³¹ Commissione Europea – Autumn Forecast (Novembre 2010)

questo tipo da parte di investitori istituzionali sono stati molto contenuti. Si stima che solo Euro 150 milioni siano stati investiti da soggetti istituzionali, pari al 4% circa del totale investito nell'immobiliare italiano nel 2010³².

Alberghiero

Nel 2010, grazie alla ripresa dell'economia mondiale, gli arrivi dei turisti internazionali in Italia sono tornati a crescere: nei primi sei mesi del 2010 è stato registrato un incremento del 5,3%³³.

Il tasso di occupazione delle camere (TOC) è così tornato a crescere in maniera sostanziale (+7,1%³⁴), dopo tre anni di flessione. Il valore medio del TOC nelle maggiori città italiane è comunque oggi basso se confrontato a quello di qualche anno fa: il massimo storico era stato raggiunto nel 2006, quando il tasso di occupazione era pari a quasi il 65%, mentre nel 2010 dovrebbe essersi fermato poco al di sopra del 60%, livello paragonabile a quello del 2003³⁵. Tra le città gli incrementi maggiori del TOC sono stati registrati a Torino (+20%), mentre Milano e Roma hanno mostrato incrementi più limitati, ma pur sempre sopra la media italiana (rispettivamente +7,7% e +9,7%)³⁶.

In termini di ricavi per camera disponibile (RevPar) i miglioramenti sono stati molto meno accentuati con un incremento medio nel 2010 solo dell'1,2%, che si trasforma in -1% se si osservano i soli alberghi a cinque stelle³⁷. È chiaro quindi che questo dato, tenendo in conto il più ampio incremento del TOC, sia il frutto di una riduzione del costo medio giornaliero delle camere. Gli albergatori tendono a ribassare i prezzi al fine di aumentare il tasso di occupazione, avendo però un limitato beneficio in termini di ricavi.

Il mercato degli investimenti in immobili a destinazione d'uso alberghiero è stato quindi debole anche nel 2010. Quest'anno sono state poche le operazioni di compravendita di complessi alberghieri da parte di investitori istituzionali, in particolar modo per hotel di categoria alta o di lusso. Le principali transazioni sono state concluse da investitori privati, ovvero da società operanti nel settore alberghiero che volevano ridefinire la loro strategia immobiliare dopo la crisi.

Andamento del settore dei Fondi Immobiliari in Italia

Durante la prima metà del 2010, il comparto dei fondi immobiliari italiani è stato piuttosto stabile, sia dal punto di vista delle *performance* sia dal punto di vista della crescita del settore. L'ammontare delle attività gestite è cresciuto del +0,3% rispetto a Dicembre 2009 e il patrimonio complessivo dell'1,3%³⁸. I flussi di raccolta nel primo semestre 2010 sono stati positivi (pari a Euro 328 milioni), seppur in diminuzione rispetto al recente passato. In merito alle *performance*, l'Indice IPD dei fondi immobiliari italiani, che misura i rendimenti dei fondi rispetto ai dati pubblicati nei loro rendiconti e nelle loro semestrali, si è mantenuto di poco positivo. L'Indice IPD ha avuto una *performance* semestrale pari a +0,2% nel corso del primo semestre del 2010, mentre la *performance* su base annuale è stata del +0,9%³⁹.

In Borsa il 2010 è stato nel complesso un anno positivo per l'immobiliare quotato: l'Indice BNP Paribas REIM ha guadagnato da inizio anno quasi il 10% e l'Indice Epra (rappresentativo delle società immobiliari quotate in Europa) ha fatto registrare un incremento di poco superiore. Il trend positivo dei fondi immobiliari quotati in Italia ha ben influenzato anche il loro volume di scambi che, dopo aver toccato il minimo storico nel 2009, è tornato a salire raggiungendo Euro 164 milioni scambiati nel 2010 (livello comunque ancora lontano rispetto a quello del periodo

³² BNP Paribas Real Estate Research

³³ World Tourism Organization

³⁴ Associazione Italiana Catene Alberghiere (Rilevazione dati statistici al 30 Novembre 2010)

³⁵ Associazione Italiana Catene Alberghiere (Rilevazione dati statistici al 30 Novembre 2010)

³⁶ Associazione Italiana Catene Alberghiere (Rilevazione dati statistici al 30 Novembre 2010)

³⁷ Associazione Italiana Catene Alberghiere (Rilevazione dati statistici al 30 Novembre 2010)

³⁸ Assogestioni – Rapporto semestrale fondi immobiliari Italiani al 30 Giugno 2010

³⁹ IPD - Indice Fondi Immobiliari Italiani (Risultati al 30 Giugno 2010)

pre crisi), mentre, il mercato azionario nel suo complesso ha registrato una performance negativa: l'Indice Ftse Mib ha perso il 13% nello stesso periodo.

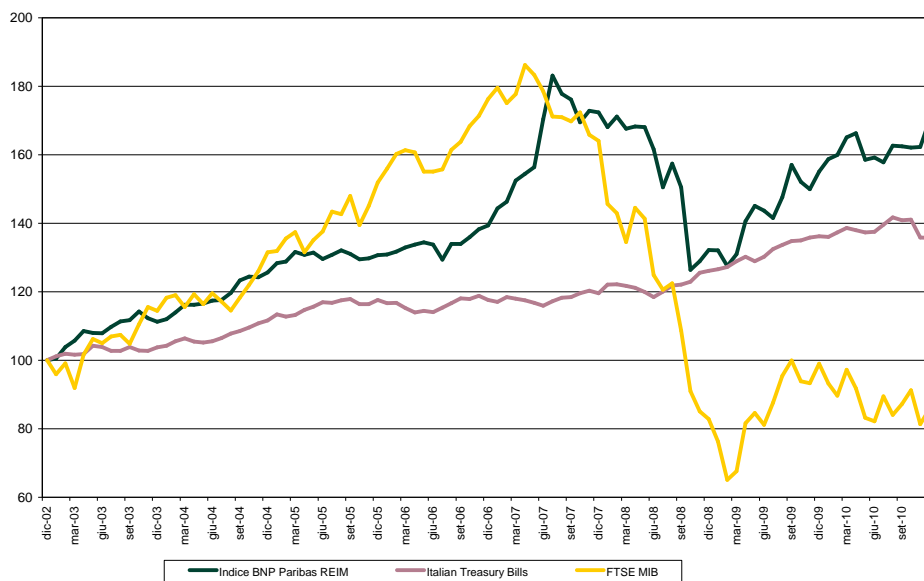


Figura 3: Andamento Indice BNP Paribas REIM ed altre asset class.

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

IL QUADRO NORMATIVO

L'anno 2010 è stato caratterizzato da importanti novità sotto il profilo normativo e fiscale.

Il 30 luglio, è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 176 la legge n. 122, di conversione del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, recante "Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica". L'art. 32: "Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi", ha introdotto inter alia:

- una modifica alla definizione, contenuta nel Testo Unico della Finanza, di fondo comune di investimento qualificato ora come "patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi";
- per i fondi istituiti in via riservata, l'esclusione della vigilanza di Banca d'Italia;
- la precisazione che, per le obbligazioni contratte dalla SGR per conto del fondo, risponde il fondo con il suo patrimonio.

Sotto l'aspetto fiscale il Decreto prevede che le SGR che gestiscono fondi immobiliari, che alla data di entrata in vigore dello stesso siano privi dei requisiti fissati dalla nuova disciplina, debbano:

- (a) adottare entro 30 giorni dalla data di emanazione delle disposizioni di attuazione, che il Ministro dell'Economia e delle Finanze dovrà a sua volta emanare, le delibere di adeguamento dei regolamenti che consentano per il futuro di rispettare tali requisiti;
- (b) provvedere al pagamento di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi del 5%, da applicarsi sul valore netto dei fondi risultante dal rendiconto al 31 dicembre 2009.

Le SGR che non intendano adottare le delibere di adeguamento dovranno procedere alla liquidazione del fondo e al pagamento dell'imposta sostitutiva con l'aliquota maggiorata del 7%.

Inoltre:

- per tutti i fondi immobiliari viene abrogato il regime di esenzione dalla ritenuta del 20% dei proventi percepiti da soggetti non residenti appartenenti a Paesi facenti parte della cosiddetta "white list";
- è stata abrogata la disciplina introdotta con decreto legge 112/2008 per i cd. "fondi familiari" e a "ristretta base partecipativa", che prevedeva un'imposta patrimoniale dell'1%, comunque non applicabile al presente fondo.

Alla data odierna, il mercato è in attesa dell'emanazione dei relativi decreti attuativi che dovrebbero chiarire alcuni dubbi interpretativi della norma citata e che, successivamente alla loro entrata in vigore, permetteranno di valutare l'impatto delle nuove norme sui fondi.

Infine è stato pubblicato il DM 5 ottobre 2010 n. 197, che introduce una prima serie di novità per i fondi immobiliari. Le norme di questo provvedimento sono di minore impatto rispetto a quelle che saranno introdotte con il secondo DM di attuazione della manovra estiva, ma contengono comunque modifiche rilevanti l'operatività dei fondi, tra le quali:

- la possibilità di estendere la durata massima dei fondi chiusi fino a 50 anni;
- l'inclusione dei leasing immobiliari (cd con natura traslativa) e delle concessioni su beni immobili fra gli "eligible assets" dei fondi immobiliari;
- l'estensione a 24 mesi del periodo iniziale massimo di raccolta di sottoscrizioni delle quote dei fondi chiusi;
- la facoltà di prorogare di 30 giorni la predisposizione dei rendiconti dei fondi quando particolari esigenze lo richiedono;
- viene consentito alla SGR, se previsto dal regolamento di gestione, di estendere la vita del fondo chiuso di ulteriori tre anni per consentire il realizzo dell'attivo (cd periodo di grazia) senza il preventivo assenso della Banca d'Italia;
- viene abolito il numero massimo di partecipanti (in origine 200) che possono investire in un fondo speculativo;
- la preclusione, per i fondi chiusi per i cui certificati rappresentativi delle quote sia prevista la quotazione in un mercato regolamentato, ad assumere prestiti per effettuare rimborsi anticipati delle quote;
- quanto alle competenze dell'assemblea dei partecipanti: in aggiunta alle tre materie già previste dal TUF (quotazione, sostituzione della SGR e modifica alla politica di gestione) la nuova norma rimette al regolamento di gestione del fondo l'indicazione delle ulteriori materie che formano oggetto della competenza dell'assemblea, individuando quale unico divieto espresso le deliberazioni sulle scelte d'investimento del fondo;

quanto al quorum deliberativo dell'assemblea: il DM ha ripreso le previsioni del TUF per cui le delibere sono prese a maggioranza dei presenti (rectius votanti) all'assemblea a condizione che questa maggioranza rappresenti almeno il 30% delle quote in circolazione. La norma non prevede espressamente che il regolamento di gestione del Fondo possa fissare quorum diversi.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE

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.

GESTIONE IMMOBILIARE

Nel mese di dicembre il Fondo ha concluso:

- per un corrispettivo complessivo pari ad Euro 27,2 milioni l'operazione di acquisto di un immobile a destinazione commerciale sito in Milano, Viale Certosa (Euro 26,38 milioni) e, per il tramite di Edil Future S.r.l. (società interamente detenuta dal Fondo), l'acquisto del ramo d'azienda esercitato nel suddetto immobile (Euro 0,82 milioni). L'immobile, interamente locato a Media Market Spa (insegna: Saturn) è sito nelle adiacenze di importanti interventi di

riqualificazione urbana quali "il Portello" e "Citylife" e ha una superficie commerciale pari a 9.300 mq.;

- per un corrispettivo pari a Euro 13,95 milioni l'acquisto di un immobile a destinazione logistica sito in Trezzo sull'Adda (MI) interamente locato al venditore, Gruppo Lombardini S.p.A. attivo nel settore della grande distribuzione organizzata. L'immobile, sito ai margini all'autostrada A4 "Torino - Milano - Venezia" e nelle immediate vicinanze dell'uscita di Trezzo sull'Adda ha una superficie commerciale pari a circa 25.000 mq.

Grazie a queste operazioni il Fondo ha esaurito la liquidità disponibile per gli investimenti; tuttavia, qualora si presentassero opportunità di investimento particolarmente interessanti, il Fondo potrà valutare di coglierle ricorrendo all'ulteriore potenzialità di indebitamento.

Si ricorda che in esercizi precedenti il Fondo aveva investito in due complessi residenziali siti, rispettivamente, a Livorno e a Venezia Lido.

In merito al complesso residenziale di Livorno, su un totale di 30 unità residenziali e 7 unità ad uso ufficio, risultano dismesse, alla data del 31 dicembre 2010, 28 unità residenziali, con i rispettivi posti auto; è stato, inoltre, siglato un preliminare per un'ulteriore unità.

In merito al complesso residenziale sito a Venezia Lido, alla data del 31 dicembre 2010 risultano vendute cinque unità su un totale di 45 unità residenziali.

Alla data di chiusura dell'esercizio, sulla base delle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente, REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A., gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a Euro 369,3 milioni, con un diminuzione dell'1,16% rispetto al loro costo storico comprensivo degli oneri capitalizzati.

Le minusvalenze su immobili non realizzate contabilizzate nell'esercizio sono state pari a Euro 3,9 milioni.

Rispetto alla valutazione espressa dall'Esperto Indipendente alla data del 31 dicembre 2009, al termine dell'esercizio il valore di mercato degli immobili posseduti dal Fondo, al netto dei cespiti acquisiti nel 2010 e delle dismissioni effettuate nell'anno (una unità residenziale dello stabile di Venezia Lido e due unità residenziali e posti auto nell'immobile di Livorno), è diminuito di Euro 3,5 milioni, pari all'1,05%.

Si rileva come alla data del 30 giugno 2010 le valutazioni espresse dagli Esperti Indipendenti avessero già comportato, rispetto al 31 dicembre 2009, una diminuzione complessiva del valore degli immobili (al netto delle dismissioni effettuate) pari a Euro 2,4 milioni.

I dati sopra esposti confermano la progressiva attenuazione del trend negativo dei mercati immobiliari verificatasi nella seconda metà dell'esercizio.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo alla data del 31 dicembre 2010:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore di mercato 31/12/2010 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
04/4/2006	Uffici (Ares e Athena)	Milano, Via Tortona 33	48.872	62.330.514	70.200.000	12,63%	UniCredit Real Estate S.p.A.
24/4/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50	1.007	2.206.018	2.700.000	22,39%	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore di mercato 31/12/2010 Euro	Increment. Valore (%)	Conduttore principale
27/4/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	10.975	10.012.716	12.400.000	23,8%	Multitenant
29/5/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.653	12.676.729	10.400.000	-17,96%	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	17.814	14.754.963	12.200.000	-17,32%	Immobile in fase di trasformazione
12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	14.527	12.049.800	12.300.000	2,08%	Vacant
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	15.321	10.536.375	11.900.000	12,94%	Istituto Europeo di Oncologia
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	15.982	12.509.442	12.000.000	-4,07%	Vari
12/04/2007	Uffici	Milano Via Gallarate 184	8.927	17.615.188	16.700.000	-5,2%	Vacant
8/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	19.995	15.832.515	17.300.000	9,27%	Vari
14/11/2007	Uffici	Milano Via Castellanza 11	13.047	19.108.712	18.700.000	-2,14%	Reply Group
12/12/2007	Commerciale	Milano Via Pitteri 84	4.341	13.503.148	12.700.000	-5,95%	Media Market S.p.A. (Gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Cinisello Balsamo (MI), Viale Fulvio Testi 210	7.032	22.836.402	20.700.000	-9,36%	Media Market S.p.A. (Gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Brescia, Via Orzinuovi	3.839	7.593.415	7.000.000	-7,81%	Media Market S.p.A. (Gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Erbusco (BS) C.C. Le Porte Franche via Rovato	4.270	8.090.658	7.400.000	-8,54%	Media Market S.p.A. (Gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Parma C.C. Euro Torri P.za Balestrieri	4.301	10.769.846	10.000.000	-7,15%	Media Market S.p.A. (Gruppo Metro)
10/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 5	4.380	8.271.321	7.900.000	-4,49%	Mondo Convenienza
31/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 9	4.725	9.607.196	8.900.000	-7,36%	Unieuro, Oviessse, MaxiZoo
30/09/2008	Uffici	Milano, Via Inverigo n 4/6	3.813	7.632.491	7.000.000	-8,29%	Cattolica Services S.p.A.
30/09/2008	Uffici	Milano, Largo Nuvolari, n 1	8.443	45.731.654	40.800.000	-10,78%	Cattolica Services S.p.A.
17/12/2009	Commerciale	Ferrara, Via Roffi n. 6	4.538	8.799.856	9.100.000	3,41%	Media Market S.p.A. (Gruppo Metro)
22/12/2010	Commerciale	Milano, Viale Certosa n. 29	11.342	26.926.900	26.400.000	-1,96%	Media Market S.p.A. (Gruppo Metro)
29/12/2010	Logistica	Trezzo sull'Adda (MI), Viale Lombardia n.80	25.667	14.246.494	14.600.000	2,48%	Comprabene S.p.A (Gruppo Lombardini S.p.A.)

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore di mercato 31/12/2010 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
TOTALI				373.642.353	369.300.000	-1,16%	

(*) comprende eventuali oneri sostenuti per la valorizzazione/ristrutturazione degli immobili

Come si evidenzia nella tabella, alcuni immobili mostrano una discesa dei valori di mercato al di sotto del valore di acquisto, aumentato degli eventuali oneri sostenuti per la valorizzazione o la ristrutturazione.

In particolare, nel caso dell'immobile residenziale sito in Venezia tale differenza è dovuta ad una contrazione del valore delle unità residenziali nel mercato specifico del Lido di Venezia.

Per quanto riguarda l'immobile logistico sito in San Giuliano Milanese, tale differenza è dovuta all'attività di trasformazione in corso che apporterà allo stesso un beneficio in termini di valorizzazione solamente a trasformazione avvenuta.

In riferimento all'immobile di Roma, Via dei Berio, la riduzione è da imputarsi alla discesa dei valori immobiliari del mercato di riferimento in quanto si è conclusa, nell'anno 2010, l'attività di locazione dell'intero immobile che ha beneficiato, infatti, di una valutazione, a dicembre, superiore a quella di giugno 2010.

In relazione all'immobile di Milano, Via Gallarate la riduzione è da imputarsi all'effetto combinato della riduzione dei valori di mercato della zona di riferimento e all'attuale situazione di vacancy dell'immobile stesso.

Per quanto riguarda il portafoglio commerciale del Fondo (ad esclusione dell'immobile di Ferrara acquisito nel mese di dicembre 2009 e dell'immobile di Milano, Via Certosa acquisito nel dicembre 2010) e gli immobili direzionali siti in Milano, Via Inverigo, Largo Nuvolari e Via Castellanza, la diminuzione del valore è dovuta alla generale discesa dei valori di mercato degli immobili "retail", per i primi, e delle zone di riferimento, per i secondi, rispetto alla situazione vigente all'epoca dell'acquisizione, non essendoci state variazioni significative nella situazione locativa degli stessi; pertanto, tali immobili continuano a generare un flusso di reddito stabile e di lunga durata. In relazione a tali immobili, infatti, il rapporto tra canone di locazione corrente e costo di acquisizione è pari, in media, al 6%.

La diminuzione di valore dell'immobile di Milano, Viale Certosa è interamente dovuta alla capitalizzazione di alcuni costi sostenuti in sede di acquisizione.

Nel corso dell'anno i ricavi da locazione sono stati pari a Euro 19,8 milioni; nell'esercizio precedente la voce era pari a Euro 20,1 milioni. Tale minima differenza è dovuta all'effetto negativo dovuto alla liberazione, da parte di alcuni conduttori, degli spazi locati, che tuttavia è quasi interamente compensato dall'effetto positivo delle nuove locazioni. Confrontando, invece, i ricavi dell'anno al netto degli oneri per la gestione dei beni immobili, il 2010 ha evidenziato un risultato superiore (Euro 16,2 milioni) rispetto a quello dell'esercizio precedente (Euro 15,9 milioni).

Nel corso dell'anno l'ammontare totale delle manutenzioni straordinarie effettuate sugli immobili del Fondo è stato pari a circa Euro 1,6 milioni di cui:

- Euro 500 mila circa (di cui capitalizzati sull'immobile Euro 200 mila circa) per la riqualificazione funzionale ed impiantistica di circa 4.500 mq non locati nell'immobile sito in Roma via dei Berio 91/97 a seguito della stipula di nuovi contratti di locazione;
- Euro 450 mila circa per la manutenzione straordinaria delle parti esterne (facciate, coperture e terrazzi) dell'immobile sito in Livorno, via Crispi, eseguite al fine di eliminare le infiltrazioni da acqua piovana all'interno delle unità abitative;
- Euro 150 mila circa per la riqualificazione funzionale ed impiantistica di circa 1.000 mq non locati nell'immobile sito in Milano via Stephenson 94 a seguito della stipula di nuovi contratti di locazione;
- Euro 80 mila circa per l'avvio delle attività di progettazione necessarie alle opere per il cambio di destinazione d'uso dell'immobile sito a San Giuliano Milanese, via Po 13/.

Al 31 dicembre 2010 il valore complessivo degli strumenti finanziari non quotati dei quali il Fondo è titolare, con finalità di investimento indiretto in immobili, risulta pari a Euro 120,9 milioni, di cui:

- Euro 877.763 nella partecipazione di controllo nella società Edil Future S.r.l., veicolo che aveva in carico un immobile ora posseduto direttamente dal Fondo; la società è attualmente proprietaria dei rami d'azienda per l'esercizio dell'attività commerciale negli immobili "retail" siti in Marcon (VE), Ferrara e Milano, Viale Certosa. Si ricorda che la società Repe Italia 1 S.r.l. è stata posta in liquidazione nel corso del primo semestre del 2010;
- Con riferimento all'investimento nella OPCI di diritto francese "Technical Property Fund 1":
 - Euro 0, dopo la svalutazione di Euro 50.000 effettuata nell'esercizio 2009, nella partecipazione di controllo della società immobiliare Dire S.a.r.l., con sede in Lussemburgo, costituita nel 2008 al fine di ottimizzare i previsti investimenti del Fondo in immobili all'estero.

La prima operazione di questo genere ha riguardato l'investimento indiretto in immobili di tipologia core/core plus ubicati in Francia e locati, prevalentemente, a Telecom France con contratti la cui durata media residua è di circa 6 anni.

L'Esperto Indipendente ha valutato la partecipazione in Dire S.a.r.l. a patrimonio netto rettificato, computando una minusvalenza di circa Euro 2,4 milioni in relazione alla diminuzione, rispetto al prezzo di carico, del valore della partecipazione del 45,18% detenuta dalla Dire S.a.r.l. nella OPCI di diritto francese, gestita da BNP Paribas REIM Francia, denominata "Technical Property Fund 1", veicolo che possiede indirettamente gli immobili sopra indicati; al fine di tener conto di tale valutazione nella determinazione del patrimonio netto del Fondo, oltre alla totale svalutazione della partecipazione Dire Sarl, è stato costituito un fondo rischi per Euro 2,4 milioni.

Si rileva che nel corso del 2010 il veicolo "Technical Property Fund 1" ha distribuito a Dire Sarl un dividendo pari al 6% del capitale sottoscritto, consentendo a DIRE S.a.r.l. di determinare, in Euro 1,77 milioni (pari al 5,3% dell'investimento) gli interessi dovuti al Fondo come di seguito dettagliato;

- Euro 33 milioni in obbligazioni fruttifere emesse dalla società Dire S.a.r.l. in relazione all'investimento di cui sopra; nel corso dell'anno 2010 tali obbligazioni hanno maturato interessi per complessivi Euro 1,77 milioni;
- Con riferimento all'investimento nella società EPL S.a.s:
 - Euro 7,3 milioni nella partecipazione del 10% nella società EPL S.a.s., con sede in Francia e gestita da BNP Paribas REIS Francia, investimento effettuato sottoscrivendo direttamente, nel corso del 2008 e del 2009, quote di capitale e di obbligazioni convertibili infruttifere emesse della società, per un totale di Euro 13,8 milioni. EPL S.a.s. è proprietaria, tramite società dalla medesima controllate, di sei immobili del settore terziario localizzati in Francia (cinque nell'area di Parigi ed uno a Marsiglia).

La partecipazione è stata valutata al patrimonio netto rettificato, registrandosi una minusvalenza, rispetto alla valutazione alla fine dell'esercizio precedente, pari a Euro 1,6 milioni;

- Euro 7,9 milioni costituiti da obbligazioni fruttifere emesse dalla società EP Finance S.a.s., controllata da EPL S.a.s., in relazione all'investimento sopra descritto; nel corso dell'esercizio tali obbligazioni hanno maturato interessi per complessivi Euro 0,7 milioni, pari al 9% dell'investimento in obbligazioni (pari al 4,2% dell'investimento complessivo nell'operazione);
- Euro 67,5 milioni in parti di OICR, come di seguito dettagliato:
 - Euro 11.342.000 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "German Retail Box Fund";
 - Euro 3.333.334 nella partecipazione nel Fond Cummun de Placement "AVIVA Central European Property Fund";
 - Euro 2.269.000 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "Rockspring Portuguese Property Partnership";
 - Euro 13.994.135 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "Rockspring Paneuropean Property Limited Partnership";

- Euro 12.561.731 nella partecipazione nel Fondo immobiliare italiano "Umbria – Comparto Monteluce";
- Euro 24.061.099 nella partecipazione nel Fondo immobiliare italiano "Scarlatti".

L'andamento negativo dei valori di NAV degli O.I.C.R. oggetto degli investimenti del Fondo ha riflesso la congiuntura manifestatasi nel triennio 2008 - 2010 sui mercati immobiliari dei paesi europei sui quali operano i loro gestori.

Ciò ha comportato la contabilizzazione nell'esercizio 2010 di una minusvalenza complessiva a carico del Fondo pari a Euro 2,8 milioni circa.

Si rileva che tale tipologia di investimento indiretto in asset immobiliari va considerata nei suoi risultati in un'ottica di medio/lungo periodo; si ritiene d'altro canto che i cespiti immobiliari posseduti da tali strumenti finanziari potranno gradatamente beneficiare della progressiva stabilizzazione/ripresa dei mercati verificatasi a partire dal 2° semestre del 2010.

Inoltre, in relazione alle quote di partecipazione in OICR, nell'esercizio 2010 sono stati registrati dividendi per circa Euro 3,8 milioni, di cui:

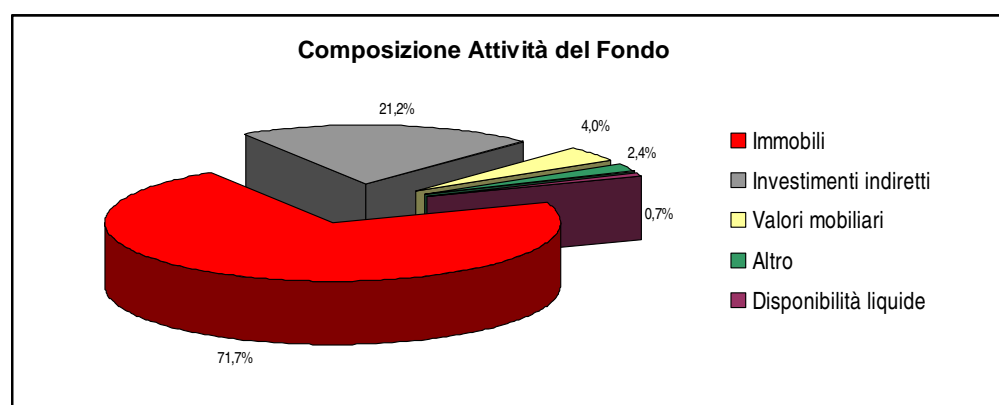
- Euro 1,393 milioni circa distribuiti dal fondo "Scarlatti" (pari al circa il 6% del valore dell'investimento iniziale);
- Euro 119 mila circa distribuiti da Rockspring Portuguese Property Partnership (pari al 2,38% del valore dell'investimento iniziale);
- Euro 1,36 milioni (di cui circa Euro 600.000 relativi all'anno 2009) distribuiti da German Retail Box Fund (pari al 9% dell'investimento iniziale);
- Euro 960 mila circa distribuiti da Paneuropean Property Limited Partnership (pari al 4,75% dell'investimento iniziale)

A tal proposito si segnala che il Fondo Aviva, data l'attuale congiuntura di mercato, ha deliberato la momentanea sospensione della distribuzione di dividendi.

Si precisa che il Fondo "Scarlatti", nel corso dell'anno, ha anche provveduto ad un rimborso parziale pari a Euro 870 mila circa.

E' da rilevare, inoltre, che nel semestre sono stati svalutati crediti vantati dal Fondo verso locatari diversi per complessivi Euro 115.358; i crediti risultano svalutati, a dicembre 2010, complessivamente per Euro 233.522.

Il grafico sottostante espone la composizione delle attività del Fondo al 31 dicembre 2010:



GESTIONE FINANZIARIA

In relazione all'acquisizione degli immobili siti in Milano, Via Tortona, avvenuta nel corso del 2006, il Fondo si era accollato un finanziamento ipotecario, di tipo "bullet", già contratto dal venditore, dell'ammontare di Euro 35 milioni, a tasso variabile coperto da swap, messo a disposizione da AAreal Bank.

Nel corso del 2008 il Fondo ha contratto un ulteriore finanziamento ipotecario, sempre di tipo

"bullet", per l'importo di Euro 85 milioni, a tasso variabile coperto da swap, erogato da Bayerische Landesbank-Succursale di Milano.

Alla data di riferimento la leva finanziaria complessivamente utilizzata dal Fondo è pari a Euro 120 milioni, pari al 32,5% del valore di mercato degli immobili in portafoglio.

GESTIONE MOBILIARE

Nel corso dell'esercizio la gestione della liquidità del Fondo, delegata a BNP Paribas Asset Management Sgr, è stata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro, in essere al 31 dicembre 2010 per l'importo di Euro 16,6 milioni, ed in quote di una Sicav, denominata "BNP Insticash Fund", investita in strumenti finanziari del mercato monetario in Euro, con rating "Tripla A", per l'importo a fine esercizio di Euro 4,2 milioni.

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 3,8 milioni, depositata sui conti correnti accesi a condizioni di mercato presso la Banca Depositaria, BNP Securities Services – Succursale di Milano, di cui Euro 1,4 milioni su conto pegnato a favore di Bayerische Landesbank ed Euro 37.275 su conto corrente acceso presso Banca Nazionale del Lavoro, Milano, liquidità momentaneamente depositata in relazione ad operatività bancaria al momento non ancora coperta dalla banca depositaria.

Inoltre concorrono a formare la liquidità disponibile Euro 1.250 costituiti da un libretto di risparmio al portatore ricevuto a titolo di deposito cauzionale ed emesso dalla Banca Antoniana Popolare Veneta.

ALTRE INFORMAZIONI

Si rileva che sono in corso alcune controversie di carattere legale i cui eventuali effetti economici negativi in capo al Fondo sono da considerarsi non rilevanti.

In ottemperanza a quanto stabilito dall'art. 5 del D.M. n. 228 del 24 maggio 1999 e a quanto previsto dal punto 6.1 del Regolamento del Fondo, nel mese di marzo 2007 si è proceduto alla richiesta di ammissione alla negoziazione dei certificati rappresentativi delle quote del Fondo sul mercato telematico azionario, segmento MTF - MTA, organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A.; al momento la procedura è ancora in corso.

RAPPORTI CON SOCIETA' DEL GRUPPO

BNP Paribas Securities Services – Milano svolge dal 1° ottobre 2007 l'attività di Banca Depositaria, ai sensi dell'art. 38 D.Lgs. 24/2/1998.

Come già ricordato, a BNP Paribas Investment Partners Sgr è stata delegata la gestione della liquidità del Fondo.

Con BNP Paribas R.E. Advisory Italy S.p.a. è in essere un contratto per attività di Agency concernente la locazione di alcuni immobili appartenenti al Fondo.

Con BNP Paribas R.E. Property Management Italy Srl è in essere un contratto di outsourcing relativo all'attività di property management svolta per il Fondo.

FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

Non vi sono fatti di rilievo da segnalare.

PROPOSTA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Il Rendiconto del Fondo dell'esercizio 2010, chiusosi con un'utile di Euro 1.919.349, comprensiva di minusvalenze non realizzate su immobili, minusvalenze su partecipazioni e strumenti finanziari non quotati, altri ricavi per complessivi Euro 7.911.417, presenta un valore complessivo netto pari a Euro 388.908.015.

Tenuto conto dell'ammontare della liquidità disponibile e dei valori mobiliari prontamente liquidabili, pari complessivamente a Euro 23,2 milioni, avendo presenti le eventuali esigenze di cassa connesse ai contratti di finanziamento in essere, nonché le caratteristiche degli asset in portafoglio, si propone al Consiglio di Amministrazione di approvare il Rendiconto dell'esercizio 2010 e:

1. In relazione all'andamento positivo dell'attività caratteristica del Fondo ed in coerenza con le indicazioni dell'art. 13.3 del Regolamento del Fondo (*), si propone al Consiglio di Amministrazione di deliberare la distribuzione di un provento complessivo di Euro 3.631.990,78, pari a Euro 2,46441, al lordo delle imposte, per ciascuna delle 1.473.777 quote rappresentative.
Tale dividendo rappresenta il 0,9% del valore nominale di collocamento delle quote.
2. In relazione alla liquidità costituitasi con le vendite di alcune unità residenziali degli immobili di Venezia e Livorno, in conformità a quanto previsto nel Regolamento del Fondo all'art. 31 e nell'interesse dei partecipanti, di deliberare un rimborso parziale pro-quota per una somma complessiva pari a Euro 5.895.108, corrispondente ad Euro 4 per quota, pari al 1,6% del valore nominale di collocamento delle quote.

Lo stacco del provento viene fissato per il giorno 21 marzo 2011, mentre il pagamento ai partecipanti avverrà il successivo 24 marzo. La corresponsione del rimborso parziale pro-quota avverrà unitamente al pagamento del provento di esercizio.

per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
(Francois Benfeghou)

(*) "Proventi risultanti dalla gestione del Fondo.

I Proventi sono costituiti dagli utili netti generati annualmente, con esclusione delle plusvalenze non realizzate e degli accantonamenti contabili relativi a dette plusvalenze non realizzate, indicati nel rendiconto annuale di gestione."

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31.12.2010

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 31.12.2010		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	877.763	0,17 %	659.290	0,13 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	7.322.699	1,42 %	8.922.039	1,70 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	40.957.000	7,95 %	40.957.000	7,82 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	71.744.621	13,92 %	121.795.324	23,27 %
STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A6. TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A7. TITOLI DI DEBITO	16.629.852	3,23 %	9.516.600	1,82 %
A8. PARTI DI O.I.C.R.	0	0,00 %	0	0,00 %
STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A9. MARGINI PRESSO ORGANISMI DI COMPENSAZIONE E GARANZIA	0	0,00 %	0	0,00 %
A10. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0,00 %	0	0,00 %
A11. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0,00 %	0	0,00 %
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1 . IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE	356.200.000	69,12 %	316.800.000	60,52 %
B2 . IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA	0	0,00 %	0	0,00 %
B3 . ALTRI IMMOBILI	13.100.000	2,54 %	15.900.000	3,04 %
B4 . DIRITTI REALI IMMOBILIARI	0	0,00 %	0	0,00 %
C. CREDITI				
C1 . CREDITI ACQUISTATI PER OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE	0	0,00 %	0	0,00 %
C2 . ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
D. DEPOSITI BANCARI				
D1 . A VISTA	0	0,00 %	0	0,00 %
D2 . ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
E. ALTRI BENI				
ALTRI BENI	0	0,00 %	0	0,00 %
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'				
F1 . LIQUIDITA' DISPONIBILE	3.830.327	0,74 %	3.935.850	0,75 %
F2 . LIQUIDITA' DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
F3 . LIQUIDITA' IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1 . CREDITI PER P.C.T. ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0,00 %	0	0,00 %
G2 . RATEI E RISCONTI ATTIVI	2.203.362	0,43 %	2.653.276	0,51 %
G3 . RISPARMI DI IMPOSTA	7.298	0,00 %	0	0,00 %
G4 . ALTRE	2.431.438	0,47 %	2.288.521	0,44 %
TOTALE ATTIVITA'	515.304.360	100,00 %	523.427.900	100,00 %

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31.12.2010

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31.12.2010	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1 . FINANZIAMENTI IPOTECARI	120.000.000	120.000.000
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 PARTECIPANTI	0	0
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1 . PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	0	0
M2 . DEBITI DI IMPOSTA	10.407	29.486
M3 . RATEI E RISCONTI PASSIVI	674.113	885.931
M4 . ALTRE	5.711.825	4.880.584
TOTALE PASSIVITA'	126.396.345	125.796.001
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	388.908.015	397.631.899
Numero delle quote in circolazione	1.473.777	1.514.491
Valore unitario delle quote	263,885	262,552
Controvalore complessivo degli importi rimborsati	0,00	0,00
Valore unitario delle quote rimborsate	0,00	0,00
Valore complessivo degli importi da richiamare	0,00	0,00
Valore unitario delle quote da richiamare	0,00	0,00
Proventi distribuiti per quota	0,00	0,00
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	0,00	0,00
Fidejussioni rilasciate a terzi	0,00	0,00
Titoli sottoscritti e in attesa di richiamo impegni	0,00	0,00

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SEZIONE REDDITUALE AL 31.12.2010

importi in Euro

	Rendiconto al 31.12.2010		Rendiconto esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1. DIVIDENDI E ALTRI PROVENTI	0		0	
A1.2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-18.892		0	
A1.3. PLUS/MINUSVALENZE	-1.762.885		-4.918.388	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1. INTERESSI, DIVIDENDI E ALTRI PROVENTI	6.327.824		5.077.946	
A2.2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	183.220		16.801	
A2.3. PLUS/MINUSVALENZE	-2.830.438		-8.598.250	
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1. INTERESSI, DIVIDENDI E ALTRI PROVENTI	557.709		985.605	
A3.2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-98.126		327.245	
A3.3. PLUS/MINUSVALENZE	-546.593		392.399	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1. DI COPERTURA	-3.376.876		-2.636.429	
A4.2. NON DI COPERTURA	0		0	
Risultato gestione strumenti finanziari		-1.565.057		-9.353.071
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	19.824.851		20.073.685	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-199.812		-24.889	
B3. PLUS/MINUSVALENZE				
B3.1. PLUS/MINUSVALENZE DA VALUTAZIONE	-3.862.239		-17.829.129	
B3.2. PLUS/MINUSVALENZE SU ACQUISTO/APPORTO	0		0	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-3.655.875		-4.146.654	
B5. AMMORTAMENTI	0		0	
B6. ICI	-866.284		-858.242	
Risultato gestione beni immobili		11.240.641		-2.785.229
C. CREDITI				
C1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI	0		0	
C2. INCREMENTI/DECREMENTI DI VALORE	0		0	
Risultato gestione crediti		0		0
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI	0		0	
E. ALTRI BENI				
E1. PROVENTI	0		0	
E2. UTILE/PERDITE DA REALIZZI	0		0	
E3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE	0		0	
Risultato gestione investimenti		9.675.584		-12.138.300

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SEZIONE REDDITUALE AL 31.12.2010

importi in Euro

	Rendiconto al 31.12.2010		Rendiconto esercizio precedente	
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1. RISULTATI REALIZZATI	0		0	
F1.2. RISULTATI NON REALIZZATI	0		0	
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1. RISULTATI REALIZZATI	0		0	
F2.2. RISULTATI NON REALIZZATI	0		0	
F3. LIQUIDITA'				
F3.1. RISULTATI REALIZZATI	0		0	
F3.2. RISULTATI NON REALIZZATI	0		0	
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE	0		0	
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	0		0	
Risultato lordo della gestione caratteristica		9.675.584		-12.138.300
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1. SU FINANZIAMENTI IPOTECARI	-1.906.518		-2.920.400	
H1.2. SU ALTRI FINANZIAMENTI	0		0	
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	0		0	
Risultato netto della gestione caratteristica		7.769.066		-15.058.700
I. ONERI DI GESTIONE				
I1. PROVVISORIE DI GESTIONE SGR	-5.510.743		-6.089.254	
I2. COMMISSIONI BANCA DEPOSITARIA	-254.252		-260.056	
I3. ONERI PER ESPERTI INDIPENDENTI	-131.299		-123.681	
I4. SPESE PUBBLICAZIONE PROSPETTI E INFORMATIVA AL PUBBLICO	-28.540		-37.199	
I5. ALTRI ONERI DI GESTIONE	-782.765		-2.040.985	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1. INTERESSI ATTIVI SU DISPONIBILITA' LIQUIDE	489		8.132	
L2. ALTRI RICAVI	1.741.157		554.705	
L3. ALTRI ONERI	-859.466		-3.269.183	
Risultato della gestione prima delle imposte		1.943.647		-26.316.221
M. IMPOSTE				
M1. IMPOSTA SOSTITUTIVA A CARICO DELL'ESERCIZIO	0		0	
M2. RISPARMIO D'IMPOSTA	0		0	
M3. ALTRE IMPOSTE	-24.298		-9.072	
Utile/perdita dell'esercizio		1.919.349		-26.325.293

FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2010

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	2
PARTE B – LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	3
SEZIONE I – CRITERI DI VALUTAZIONE	3
SEZIONE II – LE ATTIVITÀ.....	4
SEZIONE III – LE PASSIVITÀ.....	15
SEZIONE IV – IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....	17
SEZIONE V – ALTRI DATI PATRIMONIALI.....	18
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	21
SEZIONE I – RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI	21
SEZIONE II – BENI IMMOBILI	22
SEZIONE VI – ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI	22
SEZIONE VII – ONERI DI GESTIONE	22
SEZIONE VIII – ALTRI RICAVI E ONERI	23
SEZIONE IX – IMPOSTE	23
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI	24

PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Andamento del valore della quota

Valore quota		provento distribuito	valore quota al lordo del provento
valore nominale di sottoscrizione	€ 250,000		€ 250,00
31 dicembre 2005	€ 254,669		€ 254,669
31 dicembre 2006	€ 266,961		€ 266,961
31 dicembre 2007	€ 281,331	€ 5,34	€ 286,671
31 dicembre 2008	€ 280,009	€ 2,40	€ 282,409
31 dicembre 2009	€ 262,552		€ 262,552
31 dicembre 2010	€ 263,885		€ 263,885

Il Fondo "Immobiliare Dinamico", costituito con deliberazione del Consiglio di Amministrazione della società in data 25 marzo 2004, ha la caratteristica di prevedere "aperture semestrali del capitale", ovvero con la possibilità per i sottoscrittori, a determinate condizioni, di riscattare le proprie quote e per gli entranti di sottoscrivere le nuove quote che vengono emesse, entrambe al Net Asset Value.

Dal primo collocamento al 31 dicembre 2010 sono state effettuate dieci aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006, 2007, 2008, 2009 e 2010.

Nel 2006 il controvalore totale delle quote sottoscritte, al netto dei rimborsi, è stato pari a Euro 92,4 milioni, nel 2007 a Euro 106,7 milioni, nel 2008 a Euro 69 milioni, nel 2009 la raccolta è stata negativa con un deflusso netto di euro 2,1 milioni.

Nella prima finestra dell'esercizio 2010, relativa al periodo maggio-giugno, l'equity raccolto è risultato pari a Euro 5,9 milioni, i riscatti pari a Euro 11,2 milioni, per un controvalore negativo netto pari a Euro 5,3 milioni.

La seconda riapertura dell'anno 2010, relativa al periodo ottobre-dicembre, ha fatto registrare una raccolta per un ammontare di Euro 4,7 milioni e richieste di riscatto di quote per Euro 9,5 milioni, con un deflusso netto pari a Euro 4,8 milioni.

Il rimborso delle quote riscattate avverrà a termini di Regolamento.

Il valore della quota del Fondo, che alla fine dell'esercizio 2009 era pari a Euro 262,552, è passato a Euro 260,337 al 30 giugno 2010, per attestarsi alla fine dell'esercizio 2010 a Euro 263,885.

Con riferimento alla natura dei rischi assunti nell'esercizio, per la parte mobiliare sono state poste in essere operazioni in linea con quanto disposto dalla normativa vigente; per la parte immobiliare sono stati svolti in via preliminare verifiche, con raccolta di idonea documentazione, per accertare eventuali rischi a carico della parte venditrice, nonché dell'immobile oggetto della transazione.

PARTE B – LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Il Rendiconto del Fondo (composto da Situazione patrimoniale, sezione reddituale e nota integrativa) è stato redatto in conformità alle istruzioni previste dal Provvedimento emanato da Banca d'Italia del 14 aprile 2005 ed applicando i principi contabili previsti in materia delle norme vigenti e dalle disposizioni del regolamento del Fondo.

Sezione I – Criteri di valutazione

I criteri di valutazione che sono stati adottati in riferimento alle voci più significative del patrimonio del Fondo sono i seguenti:

Strumenti finanziari non quotati

Tali strumenti finanziari sono costituiti:

- da quote di partecipazione in società di diritto inglese "limited partnership" e assimilati a quote di O.I.C.R.;
- da quote di partecipazione in O.I.C.R. immobiliari esteri;
- da partecipazioni di controllo in società immobiliari;
- da titoli di debito.

Le quote di O.I.C.R. sono iscritte a bilancio a prezzo di acquisto e rivalutati in base al valore di quota desunto dall'ultimo Rendiconto approvato e disponibile.

Le partecipazioni di controllo sono iscritte a bilancio:

- ❑ a patrimonio netto nel caso in cui le stesse detengano direttamente o indirettamente immobili; il patrimonio netto è rettificato sulla base della perizia effettuata dagli esperti indipendenti, REAG, che procedono prioritariamente alla valutazione degli immobili detenuti, tenendo anche conto degli eventuali effetti fiscali;
- ❑ al costo nel caso in cui le stesse non detengano direttamente o indirettamente immobili, salvo rettifica per perdite di valore ritenute durevoli oppure in presenza di riduzioni del patrimonio netto.

Le partecipazioni non di controllo sono iscritte a bilancio:

- ❑ nel caso in cui le stesse detengano direttamente o indirettamente immobili per il primo anno di possesso sono valutate al costo, successivamente viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo;
- ❑ al costo nel caso in cui le stesse non detengano direttamente o indirettamente immobili, salvo rettifica per perdite di valore ritenute durevoli oppure in presenza di riduzioni del patrimonio netto.

Gli strumenti finanziari di debito non quotati sono valutati al loro prezzo di sottoscrizione.

Strumenti finanziari quotati

Gli strumenti finanziari utilizzati per l'investimento della liquidità disponibile del Fondo, rappresentati esclusivamente da titoli di Stato o garantiti dallo Stato quotati, sono contabilizzati al loro corso secco.

La valutazione di tali strumenti viene effettuata sulla base dell'ultima quotazione disponibile alla chiusura dell'esercizio registrando le relative plusvalenze/minusvalenze derivanti dal confronto con il costo medio ponderato degli stessi.

Immobili e diritti reali immobiliari

I beni immobili e diritti reali immobiliari sono iscritti al loro costo di acquisto, incrementato degli oneri e dei costi di diretta imputazione. Le relazioni di stima, effettuate da esperti indipendenti, come previsto dalla normativa della Banca d'Italia, vengono aggiornate semestralmente sulla base di criteri valutativi generalmente accettati nel settore

immobiliare e che prevedono l'analisi di molteplici fattori quali i flussi finanziari generati, il valore di mercato realizzato per immobili di caratteristiche comparabili ed altri fattori specialistici utilizzati nel settore.

Le eventuali plusvalenze/minusvalenze derivanti da tale valutazione sono iscritte nella Sezione reddituale per competenza.

Crediti

I crediti sono iscritti al valore nominale che corrisponde al loro presumibile valore di realizzo.

Ratei e risconti

I ratei ed i risconti rappresentano costi e ricavi attribuibili ad un arco temporale interessante più esercizi, evidenziandone la competenza.

Fondi imposte e tasse

L'art. 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito nella legge 122/2010, ha introdotto rilevanti modifiche di carattere normativo e fiscale. Alla data odierna, il mercato è in attesa dell'emanazione dei relativi decreti attuativi che dovrebbero chiarire alcuni dubbi interpretativi della norma citata e che, successivamente alla loro entrata in vigore, permetteranno di valutare l'impatto delle nuove norme sui fondi.

Ove effettivamente assoggettabili ad imposizione – tenuto conto dello status del percettore e del valore fiscale di acquisto o sottoscrizione della partecipazione – sono soggette a ritenuta i proventi percepiti in occasione del rimborso delle quote di partecipazione dei fondi immobiliari per i periodi di attività del Fondo successivi al 31 dicembre 2003. Tali somme sono soggette all'aliquota del 12,50% sui proventi percepiti fino a concorrenza della differenza positiva tra il valore risultante dall'ultimo rendiconto periodico redatto prima del 25 giugno 2008 (data di entrata in vigore del decreto), e quindi risultante dal rendiconto al 31 dicembre 2007, e il costo di sottoscrizione o acquisto. Per quelli successivi la tassazione è del 20%.

Costi e ricavi

I ricavi ed i costi, relativi sia agli investimenti in strumenti finanziari che alla gestione immobiliare, sono imputati in base alla loro competenza temporale. In particolare, i canoni di locazione ed i proventi finanziari sono rettificati attraverso la contabilizzazione dei ratei e risconti al fine di ottenere la loro esatta competenza temporale dell'esercizio. Lo stesso principio viene applicato per i costi dell'esercizio.

Sezione II – Le attività

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Le partecipazioni di controllo sono costituite da:

- "EDIL FUTURE S.r.l." società acquistata in data 18 giugno 2008, allora proprietaria di un complesso immobiliare, a destinazione commerciale, ubicato in Marcon (VE) in Via Enrico Mattei. Il prezzo di acquisto, definito in via provvisoria e pagato al momento del rogito, pari a Euro 7.523.037, è stato successivamente ridotto a Euro 7.495.037. Tale riduzione è dovuta al versamento da parte dei venditori di Euro 28.000 in seguito al completamento della procedura di aggiustamento del prezzo di trasferimento della partecipazione, determinato sulla base della Situazione Patrimoniale di Trasferimento, predisposta congiuntamente dalle parti con riferimento alla data di acquisto del 18 giugno 2008.
In data 10 luglio 2008 Edil Future S.r.l. ha ceduto al Fondo l'immobile di cui sopra.
In data 14 aprile 2009 è stato distribuito un dividendo di Euro 3.270.051.

In data 9 febbraio 2010 il Fondo ha effettuato un versamento in conto capitale infruttifero e senza vincolo di restituzione per euro 131.250.

In data 14 dicembre 2010 il Fondo ha effettuato un versamento in conto capitale infruttifero e senza vincolo di restituzione per euro 829.240.

Tali versamenti si sono resi necessari per permettere alla partecipata l'acquisto di due rami d'azienda relativi all'Immobile di Ferrara e di Viale Certosa, Milano.

Dati patrimoniali	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend.prec.
1) Titoli di capitale con diritto di voto	10.000	100,00%	€ 8.455.527	€ 877.763	€ 80.818
2) Titoli di capitale senza diritto di voto					
3) Obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) Obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) Altri strumenti finanziari					

B Dati di Bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio 31/12/2010	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Totale attività	€ 1.493.028	€ 462.824	€ 4.023.501
2) Partecipazioni	€ -	€ -	€ -
3) Immobili		€ -	€ -
4) Indebitamento a breve termine	€ 336.280	€ 306.951	€ 641.450
5) Indebitamento a medio/lungo termine	€ -	€ -	€ -
6) Patrimonio netto	€ 877.763	€ 80.818	€ 3.382.051
• capitale circolante lordo	€ 273.085	€ 129.546	€ 3.761.939
• capitale circolante netto	-€ 63.195	-€ 177.405	€ 3.120.489
• capitale fisso netto	€ 837.632	€ 3.000	€ 46
• posizione finanziaria netta	€ 314.540	€ 143.285	€ 3.380.030

Dati reddituali	Ultimo esercizio 31/12/2010	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Fatturato	€ 1.714.989	€ 1.187.697	€ 1.203.703
2) Margine operativo lordo	-€ 11.488	-€ 12.303	€ 359.841
3) Risultato operativo	-€ 162.930	-€ 46.050	€ 121.400
4) Saldo proventi/oneri finanziari	€ 28	€ 6.948	€ 104.934
5) Saldo proventi/oneri straordinari	-€ 3.638	€ 17.066	€ 4.691.706
6) Risultato prima delle imposte	-€ 166.540	-€ 22.036	€ 4.918.040
7) Utile (perdita) netto	-€ 163.545	-€ 31.182	€ 3.370.051
8) Ammortamenti dell'esercizio	€ 114.937	€ -	€ 131.071

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione, società non immobiliare, è iscritta a bilancio a patrimonio netto.

D) La società Edil Future Srl è attualmente proprietaria dei rami d'azienda per l'esercizio dell'attività commerciale negli immobili "retail" siti in Marcon (VE), Ferrara e Milano, Viale Certosa.

- DIRE SARL, società di diritto lussemburghese, costituita dal Fondo il 24 novembre 2008, con il versamento di Euro 50.000 a titolo di capitale sociale. La società ha come oggetto l'acquisto, la vendita, la detenzione e la gestione di partecipazioni, anche di controllo, in società lussemburghesi o estere che, a loro volta, hanno come oggetto esclusivo l'acquisto, la vendita e la locazione, il possesso e la gestione di beni immobili e/o diritti reali di godimento su beni immobili con varie destinazioni, prevalentemente non residenziali.

A Titoli nel portafoglio del fondo

Dati patrimoniali	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend.prec.
1) Titoli di capitale con diritto di voto 2) Titoli di capitale senza diritto di voto 3) Obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente 4) Obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente 5) Altri strumenti finanziari	50	100,00%	€ 50.000	€ 0	€ 50.000

B Dati di Bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio 31/12/2010	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Totale attività	€ 35.011.925	€ 34.907.004	€ 33.051.409
2) Partecipazioni	€ 32.997.481	€ 32.997.481	€ 32.997.481
3) Immobili	€ -		
4) Indebitamento a breve termine	€ 1.842.276	€ 1.796.909	€ 178.820
5) Indebitamento a medio/lungo termine	€ 33.000.000	€ 33.000.000	€ 33.000.000
6) Patrimonio netto	€ 169.649	€ 110.095	-€ 127.411
• capitale circolante lordo	€ 2.013.854	€ 1.908.274	€ 52.020
• capitale circolante netto	€ 171.578	€ 111.365	-€ 126.800
• capitale fisso netto	€ 591	€ 1.250	€ 1.909
• posizione finanziaria netta	€ 171.578	€ 111.365	-€ 126.800

Dati reddituali	31/12/2010	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Fatturato	€ 1.991.880	€ 1.979.808	
2) Margine operativo lordo	€ 1.892.286	€ 1.853.881	-€ 12.443
3) Risultato operativo	€ 1.892.286	€ 1.853.881	-€ 12.443
4) Saldo proventi/oneri finanziari	€ 1.776.593	€ 1.757.649	€ 164.900
5) Saldo proventi/oneri straordinari	€ -	€ 164.400	
6) Risultato prima delle imposte	€ 82.500	€ 259.973	-€ 177.411
7) Utile (perdita) netto	€ 59.554	€ 237.505	-€ 177.411
8) Ammortamenti dell'esercizio	€ 659	€ 659	€ 69

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione, società immobiliare, è iscritta a bilancio al patrimonio netto rettificato al 31 dicembre 2010 sulla base della valutazione effettuata dall'Esperto Indipendente che evidenzia un risultato negativo per Euro 2.394.600 (31 dicembre 2009: negativo per Euro 2,9 milioni).

Tale valutazione ha espresso nell'anno una plusvalenza di Euro 0,5 milioni (risultato di uno storno del fondo rischi di Euro 1,2 effettuato nel 1° semestre e di un accantonamento di Euro 0,7 milioni effettuato nel 2° semestre – riclassificati fra gli altri ricavi ed oneri vedi sezione VIII) in relazione ad un aumento, rispetto alla valutazione del 31 dicembre 2009, del valore della partecipazione del 45,18% detenuta dalla Dire Sarl nella OPCi di diritto francese "Technical Property Fund 1", veicolo che possiede indirettamente immobili siti in Francia, prevalentemente locati a Telecom France; pertanto al 31 dicembre 2010 il fondo rischi, che alla fine dell'esercizio precedente era pari ad euro 2,9 milioni, tenendo conto di tale plusvalenza nella determinazione del patrimonio netto del Fondo, oltre alla svalutazione totale della partecipazione Dire Sarl per Euro 50.000, risulta pari ad Euro 2,4 milioni.

Le partecipazioni non di controllo in capo al Fondo sono costituite da:

- EPL SAS, già denominata EP1 SAS, société par actions simplifiée di diritto francese, di cui il Fondo detiene n 638.090 quote, pari al 10% del capitale della società. La società partecipata è proprietaria, attraverso società dalla medesima controllate, di immobili per uffici ubicati in Francia, che hanno caratteristiche e destinazioni d'uso coerenti e compatibili con le politiche di investimento del Fondo. In data 31 dicembre 2009, a seguito della conversione in azioni dei bonds convertibili "OLIFRA" emessi da EPL e detenuti dal Fondo, sono state assegnate al Fondo 549.857 azioni della società emittente, tutte del valore nominale di Euro 10 cadauna; tali azioni si aggiungono alle 88.233 azioni già acquistate dal Fondo nel corso dell'esercizio 2008.

Dati patrimoniali	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend.prec.
1) Titoli di capitale con diritto di voto 2) Titoli di capitale senza diritto di voto 3) Obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente 4) Obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente 5) Altri strumenti finanziari	638.090	10,00%	€ 13.830.194	€ 7.322.700	€ 8.922.040

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione è iscritta a bilancio per Euro 7.322.700 corrispondente alla frazione di patrimonio netto consolidato di pertinenza del fondo.

RIPARTIZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI PER PAESE DI RESIDENZA DELL'EMITTENTE

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli di capitale (diversi dalle partecipazioni)				
Titoli di debito: - di Stato - di altri enti pubblici - di banche - di altri		€ 40.957.000		
Parti di O.I.C.R.: - aperti armonizzati - aperti non armonizzati - chiusi	€ 36.622.830	4.183.322 € 30.938.468		
Totale: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	€ 36.622.830 7,11%	€ 76.078.790 14,77%		

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Partecipazioni di controllo	€ 960.490	€ 552.281
Partecipazioni non di controllo	€ 0	€ 0
Altri titoli di capitale		
Titoli di debito	€ 0	€ 0
Parti di O.I.C.R.	€ 353.000	€ 47.573.267
Totale	€ 1.313.490	€ 48.125.548

Le parti di O.I.C.R. sono costituite da:

- In data 10 agosto 2005 il Fondo aveva sottoscritto un impegno all'acquisto di Euro 15.000.000 in quote di "German Retail Box Fund", Limited Partnership Interest non quotata, gestita dalla società Rockspring P.I.M. LTD.

Alla fine dell'esercizio il valore delle quote risulta essere pari a Euro 11.342.000, a fronte di un richiamo di impegni complessivi di Euro 15.000.000.

- In data 18 maggio 2006 il Fondo aveva sottoscritto un impegno all'acquisto per complessivi Euro 5.000.000 di quote di "AVIVA Central European Property Fund", Fond Commun de Placement di diritto lussemburghese non quotato gestito da Morley Fund Management. L'investimento è stato completato mediante i richiami degli impegni e relativi versamenti avvenuti nel 2007 e ultimati nel 2008.

Alla fine dell'esercizio il valore delle quote risulta essere pari a Euro 3.333.333.

- In data 22 settembre 2006 il Fondo aveva sottoscritto un impegno all'acquisto di Euro 5.000.000 in quote di "Rockspring Portuguese Property Partnership l.p.", Limited Partnership Interest non quotata gestita dalla società Rockspring PIM LTD.

Alla fine dell'esercizio il valore delle quote risulta essere pari a Euro 2.269.000 a fronte di un richiamo di impegni complessivo di Euro 5.000.000.

- In data 23 dicembre 2008 sono state acquistate dal fondo "Portfolio Immobiliare Crescita" 215 quote del Fondo Immobiliare Estero non quotato denominato Pan European Property Limited Partnership, gestito dalla società Rockspring P.I.M. Ltd. Tali quote sono state acquistate sulla base del "Bid Price" risultante al 30 settembre 2008, per un controvalore complessivo pari a Euro 22.638.210.

Nel corso del 2009 il fondo "Portfolio Immobiliare Crescita" ha effettuato il conguaglio a favore del Fondo pari a Euro 2.433.155, calcolato in base alla differenza rispetto al "Bid Price" risultante al 31 dicembre 2008.

Alla fine dell'esercizio 2010 il valore delle quote risulta essere pari a Euro 13.994.135 a fronte di un investimento complessivo di Euro 20.205.055.

- In data 31 luglio 2008 sono state acquistate da Banca Generali S.p.A. n. 85 quote del Fondo Immobiliare Chiuso denominato "Scarlatti", gestito da Generali Immobiliare Italia SGR p.A., al prezzo di Euro 294.964,00 per quota, pari al NAV determinato al 31 marzo 2008, per un controvalore complessivo pari a Euro 25.071.940.

Il valore delle quote al termine dell'esercizio risulta pari a Euro 24.061.099, sulla base del Nav determinato dal gestore al 31 dicembre 2010.

In data 17 febbraio 2010 il fondo "Scarlatti" ha effettuato un rimborso parziale di quote pari ad Euro 559.319 e una distribuzione di proventi pari a Euro 744.069; il fondo "Scarlatti", inoltre, il 4 agosto 2010 ha distribuito al fondo "Immobiliare Dinamico" un provento pari ad Euro 649.525 ed il successivo 22 ottobre un rimborso parziale di quota pari ad Euro 317.168.

- In data 19 agosto 2008 sono state acquistate da Nomura International PLC n. 63 quote del Fondo Immobiliare Chiuso denominato "Fondo Umbria-Comparto Monteluca", gestito da Bnp Paribas REIM SGR p.A, per un corrispettivo totale di Euro 10.143.223.

Sulla base dell'ultimo Nav conosciuto, il valore delle quote al termine dell'esercizio risulta pari ad Euro 12.561.731.

Al fondo, nel corso del 2010, sono state riconosciute euro 375.617 quali commissioni di retrocessione da BNP Paribas Reim SGR sulle 63 quote detenute del Fondo Umbria - Comparto Monteluca.

I Titoli di debito sono costituiti da:

Nell'ambito dell'operazione di investimento indiretto in immobili esteri effettuato per il tramite della suindicata partecipazione nella società EPL SAS, si segnala che in base agli accordi contrattuali si sono verificati i seguenti accadimenti:

- Il 2 ottobre 2008 il Fondo aveva acquistato n. 5.000 obbligazioni (OLIFRA), convertibili in azioni di categoria C, emesse dalla società EP1 SAS, ora denominata EPL SAS, per un importo pari a Euro 7.928.800.

Nel corso del 2009, il 1° settembre 2009 è stata liberata una parte del nominale delle 5.000 obbligazioni in possesso del Fondo, per un importo totale pari a Euro 600.000.

Successivamente, in data 1° ottobre è stata liberata un'ulteriore parte del nominale delle 5.000 obbligazioni, per un importo totale di Euro 850.000.

Tali 5.000 obbligazioni sono state annullate e convertite in azioni della società con un rapporto di concambio pari ad 1 azione ogni 10 Euro.

Pertanto sono state assegnate al Fondo n. 495.000 nuove azioni della società EP1 SAS, ora denominata EPL SAS, assegnate sulla base del valore nominale delle obbligazioni acquistate (Euro 4.950.000), del valore di Euro 10 cadauna.

- Nel 2008 il Fondo aveva acquistato anche 1.070 obbligazioni (OLIFRA) di nuova emissione, emesse dalla società EP1 SAS, ora denominata EPL SAS, per un importo totale di Euro 10,70, pari alla frazione di valore nominale liberata di Euro 0,01 per ciascuna obbligazione.

Nel corso del 2009, in data 1° settembre 2009 è stata liberata una parte del nominale delle 1.070 obbligazioni in possesso del Fondo, per un importo totale pari a Euro 491.986.

Successivamente, in data 1° ottobre è stata liberata un'ulteriore parte del nominale delle 1.070 obbligazioni, per un importo totale di Euro 697.008.

La parte non liberata, pari ad Euro 1.106.957, è stata annullata e le obbligazioni sono state convertite in azioni con rapporto di concambio pari a 1 azione ogni 2.145,76/99 euro di parte già liberata.

Pertanto, essendo la parte liberata pari ad Euro 1.189.005, sono state assegnate n. 54.857 nuove azioni della società EP1 SAS, ora denominata EPL SAS, del valore di Euro 10 cadauna.

- Il Fondo nel corso dell'esercizio 2008 aveva acquisito per un controvalore pari a Euro 4.796.000 n. 10.900 obbligazioni subordinate (OLIFS) emesse dalla società EP Finance SAS, interamente controllata da EPL SAS,

In data 1° settembre 2009 è stata liberata una parte del residuo nominale delle 10.900 obbligazioni in possesso del Fondo, per un importo totale pari a Euro 1.308.000.

In data 1° ottobre è stata liberata un'ulteriore parte del residuo nominale delle 10.900 obbligazioni, per un importo totale di Euro 1.853.000.

Al termine dell'esercizio 2010 il valore delle 10.900 obbligazioni OLIFS è pari ad Euro 7.957.000.

La parte delle obbligazioni non ancora liberata è stata annullata e quindi il restante richiamo degli impegni, pari ad Euro 2.943.000, non verrà effettuato.

Nell'ambito dell'operazione di investimento indiretto in immobili esteri effettuato per il tramite della società Dire Sarl, di cui al paragrafo "Strumenti finanziari non quotati-partecipazioni di controllo", si segnala che:

- Il Fondo, tramite la controllata lussemburghese DIRE SARL, detiene indirettamente il 45,18% delle quote della OPCl francese denominata "Technical Property Fund - 1" per un valore di carico pari ad Euro 33 milioni. La OPCl, gestita da BNP Paribas REIM Francia, ha come obiettivo la riqualificazione e/o la dismissione di immobili ubicati in Francia, prevalentemente locati a Telecom France, ad uso misto uffici e centraline telefoniche.

Per finalizzare l'operazione di acquisto delle quote della OPCl, la società DIRE SARL ha emesso titoli di debito ("PECS") interamente sottoscritti dal Fondo per Euro 33 milioni.

Il fondo, nel corso del 2010, ha maturato euro 217.873 quali commissioni di retrocessione riconosciute da BNP Paribas Reim Sgr e BNP Paribas Reim France per l'investimento effettuato nell'OPCI "Technical Property Fund - 1"

- Il Fondo detiene n. 34.752,328 quote, per un ammontare pari a Euro 4.183.322, di Insticash Eur, comparto di una Sicav di diritto lussemburghese che investe in strumenti finanziari del mercato monetario in Euro, con rating "Tripla A", promosso da BNP Paribas S.A. ed in gestione presso BNP Paribas Investment Partners SGR p.A.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Il portafoglio titoli in essere al 31 dicembre 2010 è costituito da Titoli di Stato Italiani quotati, il cui ammontare non supera il 5% delle attività del Fondo.

Emittente	Descrizione	Valore al 31/12/10	In percentuale dell'attivo
Stato Italiano	BTP 4,50% 08-01/08/2018	2.515.823,00	0,49%
Stato Italiano	BTP 4,25% 08-01/09/2011	4.483.029,00	0,87%
Stato Italiano	CCT EU 10-15/12/2015	9.631.000,00	1,89%
Totale		16.629.852,00	3,25%

RIPARTIZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI PER PAESE DI RESIDENZA DELL'EMITTENTE

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli di debito:				
- di Stato	€ 16.629.852			
- di altri enti pubblici				
- di banche				
- di altri				
Titoli di capitale:				
- con diritto di voto				
- con voto limitato				
- altri				
Parti di O.I.C.R.:				
- aperti armonizzati				
- aperti non armonizzati				
- chiusi				
Totali:				
- in valore assoluto	€ 16.629.852			
- in percentuale del totale delle attività	3,23%			

RIPARTIZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI PER MERCATO DI QUOTAZIONE

	Mercato di quotazione			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli quotati	€ 16.629.852			
Titoli in attesa di quotazione				
Totali:				
- in valore assoluto	€ 16.629.852			
- in percentuale del totale delle attività	3,23%			

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Titoli di capitale		
Titoli di debito	€ 23.368.772	€ 16.255.521
Parti di O.I.C.R.		
Totale	€ 23.368.772	€ 16.255.521

II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria	Locazione finanziaria	Importo totale	% sui canoni
Fino a 1 anno	€ 50.355.506	€ 2.906.172		€ 2.906.172	14,50%
Da oltre 1 a 3 anni	€ 111.204.361	€ 7.789.467		€ 7.789.467	38,85%
Da oltre 3 a 5 anni	€ 26.031.190	€ 1.781.499		€ 1.781.499	8,89%
Da oltre 5 a 7 anni	€ 93.037.344	€ 5.843.347		€ 5.843.347	29,15%
Da oltre 7 a 9 anni	€ 9.100.000	€ 610.000		€ 610.000	3,04%
Oltre 9 anni	€ 14.600.000	€ 1.118.000		€ 1.118.000	5,58%
A) Totale beni immobili locati	€ 304.328.401	€ 20.048.485		€ 20.048.485	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	€ 64.971.599				

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 21/04/2005 FINO AL 31/12/2010

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 3592	24/04/06	€ 4.693.499	€ 5.322.868	dicembre-10	€ 5.261.000	€ -	€ 217.881	€ 349.620
Via Della Droma - VENEZIA	mq 757	29/05/06	€ 1.666.369	€ 1.331.523	dicembre-10	€ 1.632.000	€ -	€ 22.617	-€ 56.986
PARTECIPAZIONE NON QUOTATA: "REPE ITALIA 1 SRL"		04/04/06	€ 12.367.835	€ 578.471	25/06/10	€ 559.579	€ -	€ -	-€ 11.808.256

ELENCO BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipotecche	Ulteriori informazioni
					Canone per mq	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	VIA DELLA DROMA 49 - VENEZIA	Abitazione	1968	6.581		Vendita		Famiglie	€ 10.400.000		
2	VIA DELLA DROMA 49 - VENEZIA	Posto auto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
3	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Abitazione	1960	5.248		Vendita		Famiglie	€ 2.700.000		
4	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Posto Auto coperto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
5	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Abitazione	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
6	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Abitazione	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
7	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Abitazione	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
8	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Altro Uso	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
9	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Box	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
10	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Posto Auto coperto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
11	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Posto Moto Coperto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
12	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Posto Moto Scoperto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
13	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Ufficio	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
14	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	1983	10.975	€ 128	Locazione	31/01/2016	Impresa commerciale	€ 12.400.000	€ 6.232.179	
15	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2013	Impresa commerciale	v.s		
16	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/11/2015	Impresa commerciale	v.s		
17	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	14/03/2015	Impresa commerciale	v.s		
18	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/08/2015	Impresa commerciale	v.s		
19	VIA TORTONA, 33 - TORRE ARES - MILANO	Ufficio	1985	20.641	€ 254	Locazione	31/12/2013	Impresa commerciale	€ 29.400.000	€ 14.448.000	
20	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	1985	28.231	€ 112	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	€ 40.800.000	€ 20.552.000	
21	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/03/2011	Impresa commerciale	v.s		
22	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/05/2011	Impresa commerciale	v.s		
23	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	v.s		
24	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Altre destinazioni	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/04/2013	Impresa commerciale	v.s		
25	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	v.s		
26	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	29/02/2012	Impresa commerciale	v.s		
27	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/04/2011	Impresa commerciale	v.s		
28	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/04/2011	Impresa commerciale	v.s		
29	VIA PO 13/15 - SAN GIULIANO M.SE	Magazzino	1980	17.814	€ 0	Sfitto			€ 12.200.000	€ 7.567.646	
30	VIA GALLARATE 184 - MILANO	Ufficio	1955 (*)	8.927	€ 0	Sfitto			€ 16.700.000	€ 9.002.037	
31	VIA PATECCHIO 2 - MILANO	Ufficio	1986	14.527	€ 129	Locazione	31/12/2010	Impresa commerciale	€ 12.300.000	€ 6.331.103	
32	VIA RAMUSIO 1 - MILANO	Ufficio	1986	15321	€ 123	Locazione	31/05/2011	Impresa commerciale	€ 11.900.000		
33	VIA RAMUSIO 1 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/12/2010	Impresa commerciale	v.s		

ELENCO BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

34	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	1986	15.982	€ 98	Locazione	31/08/2013	Impresa commerciale	€ 12.000.000	€ 6.776.258	
35	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2012	Impresa commerciale	v.s		
36	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/06/2011	Impresa commerciale	v.s		
37	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/04/2010	Impresa commerciale	v.s		
38	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2016	Impresa commerciale	v.s		
39	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/06/2016	Impresa commerciale	v.s		
40	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/05/2016	Impresa commerciale	v.s		
41	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/06/2016	Impresa commerciale	v.s		
42	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/09/2016	Impresa commerciale	v.s		
43	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	1986	19.995	€ 123	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	€ 17.300.000	€ 8.655.804	
44	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2012	Impresa commerciale	v.s		
45	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	14/09/2016	Impresa commerciale	v.s		
46	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Magazzino	v.s	v.s	v.s	Locazione	15/10/2016	Impresa commerciale	v.s		
47	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/07/2013	Impresa commerciale	v.s		
48	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	v.s		
49	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	v.s		
50	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	v.s		
51	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2014	Impresa commerciale	v.s		
52	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2014	Impresa commerciale	v.s		
53	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/03/2015	Impresa commerciale	v.s		
54	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/09/2016	Impresa commerciale	v.s		
55	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	v.s		
56	VIA CASTELLANZA, 11 - MILANO	Ufficio	1993	13.047	€ 136	Locazione	14/10/2013	Impresa commerciale	€ 18.700.000	€ 9.447.192	
57	VIA DALMAZIA 90/D - BRESCIA	Negozi	1996	3.839	€ 116	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 7.000.000	€ 3.798.662	
58	VIA ROVATO, 44 - ERBUSCO	Negozi	1996	4.270	€ 120	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 7.400.000	€ 4.105.324	
59	PIAZZA BALESTRIERI - PARMA	Negozi	2004	4.301	€ 146	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 10.000.000	€ 5.228.107	
60	VIALE F. TESTI 210 - CINISELLO BALSAMO	Negozi	1996	7.032	€ 204	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 20.700.000	€ 11.163.515	
61	VIA PITTERI 84 - MILANO	Negozi	1999	4.341	€ 189	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 12.700.000	€ 6.692.173	
62	VIA INVERIGO 4 - MILANO	Ufficio	1962	2.112	€ 232	Locazione	17/12/2012	Impresa commerciale	€ 7.000.000		
63	LARGO TAZIO NUVOLARI 1 - MILANO	Ufficio	2001	8.443	€ 315	Locazione	17/12/2012	Impresa commerciale	€ 40.800.000		
64	VIA MATTEI 5 - MARCON	Negozi		4.380					€ 7.900.000		
65	VIA MATTEI 9 - MARCON	Negozi		4.725	€ 133	Locazione	31/07/2014	Impresa commerciale	€ 8.900.000		
66	VIA M. ROFFI - FERRARA	Negozi	2000	4.538	€ 138	Locazione	16/12/2018	Impresa commerciale	€ 9.100.000		
67	VIALE CERTOSA, 29 - MILANO	Negozi	1971	18.748	€ 175	Locazione	21/12/2016	Impresa commerciale	€ 26.400.000		
68	VIALE LOMBARDIA, 80 - TREZZO SULL'ADDA	Negozi	Fine anni '70	76.283	€ 45	Locazione	28/12/2020	Impresa commerciale	€ 14.600.000		
Totali									€ 369.300.000	€ 120.000.000	

II.8 Posizione netta di liquidità

- La posizione netta di liquidità è costituita da liquidità che risulta presente per Euro 3.791.832 sui conti correnti accesi presso la Banca Depositaria, BNP Securities Services – Succursale di Milano, di cui Euro 1.379.417 su conto pegnato a favore della banca finanziatrice Bayerische Landesbank, e per Euro 37.245 sui conti correnti accesi presso Banca Nazionale del Lavoro, Area Territoriale Lombardia – P.zza San Fedele n.3, Milano, liquidità momentaneamente depositata in relazione ad operatività bancarie al momento non coperte dalla Banca Depositaria.
Concorrono inoltre a formare la liquidità disponibile Euro 1.250, costituiti da un libretto di risparmio al portatore ricevuto a titolo di deposito cauzionale ed emesso dalla Banca Antoniana Popolare Veneta.
Il saldo totale è pari a Euro 3.830.327.

II.9 Altre attività

- Ratei attivi e risconti attivi per Euro 2.203.362 relativi a:
 - ratei della gestione finanziaria per Euro 118.399, dovuto a ratei su cedole Titoli di Stato in portafoglio;
 - ratei per interessi sui bonds Olifs emessi da EPL per Euro 180.504 e da rateo per interessi maturati su obbligazioni Pec's emesse dalla società Dire per Euro 1.776.593;
 - ratei per euro 253 relativi ad imposte di registro da fatturare ai conduttori;
 - risconti attivi relativi alla gestione immobiliare per un totale di Euro 127.613, di cui Euro 63.708 relative al pagamento di imposte di registro su contratti di locazione, di Euro 47.732 relative al pagamento nel corso dell'esercizio delle polizze sugli immobili e di Euro 16.173 relative al pagamento di spese condominiali.
- Crediti di imposta per euro 7.298 relativo al credito Iva verso l'Erario della società Repe Italia Uno liquidata e di cui il fondo era socio unico.
- Altre attività, per un totale di Euro 2.431.438, sono rappresentati da:
 - crediti netti verso clienti per fatture da emettere per Euro 582.752;
 - crediti verso Bnp Paribas Reim SGR p.A. per Euro 99.003 di cui euro 53.293 relative a commissioni retrocesse a favore del Fondo per quote detenute, tramite la società partecipata DIRE, dell'OICR TPF1 ed euro 45.710 quale conguaglio commissioni di gestione;
 - crediti verso Banca Depositaria per Euro 832;
 - crediti verso clienti per Euro 1.686.889;
 - depositi cauzionali utenze per Euro 27.622;
 - crediti v/fornitori per note credito da ricevere per euro 26.412;
 - anticipi a fornitori per Euro 346;
 - crediti diversi per Euro 7.582.

Sezione III – Le passività

III.1 Finanziamenti ricevuti

FINANZIAMENTI IPOTECARI

Nominativo controparte	Categoria controparte	Importo erogato	Durata anni	Forma tecnica	Attività del fondo date a garanzia	
					Immobile	Costo storico rivalutato
AAREAL BANK AG - Filiale Italiana	Banca Italiana	€ 35.000.000	10	mutuo fondiario	Immobile-Milano-Via Tortona, 33 - Immobile ARES	29.400.000
					Immobile-Milano-Via Tortona, 33 - Immobile ATHENA	40.800.000
BAYERISCHE LANDESBANK - Filiale Italiana	Banca Italiana	€ 85.000.000	7	mutuo fondiario	Immobile-Milano Via Grosio 10/8	12.400.000
					Immobile-San Giuliano Milanese - Via Po, 13/15	12.200.000
					Immobile-Milano-Via Gallarate 184	16.700.000
					Immobile-Roma-Via dei Berio 91/97	12.000.000
					Immobile-Milano- Via Patecchio 2	12.300.000
					Immobile-Milano Via Stephenson 94	17.300.000
					Immobile-Milano-Via Castellanza 11	18.700.000
					Immobile-Cinisello Balsamo-V.le Fulvio Testi 210	20.700.000
					Immobile-Milano-Via Pitteri 84	12.700.000
					Immobile-Pama-Piazza Balestrieri	10.000.000
					Immobile-Brescia-Via Dalmazia-Via Orzinuovi	7.000.000
					Immobile-Erbusco-Centro Commerciale "Le Porte Franche"	7.400.000

Sono in essere contratti IRS a sola finalità di copertura della variazione dei tassi secondo i seguenti parametri:

tasso fisso del 4,04% per l'importo di Euro 35 milioni, controparte Aareal Bank;
tasso fisso del 3,79% per l'importo di Euro 45 milioni, controparte Bayerische Landesbank;
tasso fisso del 3,38% per l'importo di Euro 40 milioni, controparte Bayerische Landesbank.

Ad ogni scadenza del periodo di calcolo, il Fondo matura il diritto a ricevere gli interessi calcolati al tasso variabile sul nozionale di riferimento, assumendo l'impegno a riconoscere alla controparte il controvalore a tasso fisso; alle date di pagamento si regola il differenziale.

Con riferimento al contratto di finanziamento con Bayerische Landesbank, essendosi rilevato nel corso del passato esercizio il superamento di un indicatore finanziario contrattualmente previsto, ovvero il Loan To Value (pari al rapporto tra debito allocato e valore degli immobili ad ogni fine semestre) risultato più elevato di circa 2,7 punti percentuali rispetto alla soglia contrattualmente stabilita del 50% a causa della diminuzione del valore di mercato degli immobili finanziati, d'intesa con la Banca il Fondo ha provveduto ad includere nel perimetro dei beni offerti in garanzia ipotecaria un ulteriore immobile di proprietà, sito a Milano, Largo Tazio Nuvolari. Il contratto di finanziamento ha recepito questo con un "waiver" siglato il 22 febbraio 2010.

III.5 Altre passività

- ❑ Debiti d'imposta per Euro 10.407 relativo a Iva a debito per Euro 3.055 e a ritenute d'acconto pari a Euro 7.352 di competenza del mese di dicembre 2010 e versate in data 17 gennaio 2011.
- ❑ Ratei e risconti passivi, pari a Euro 674.113 sono costituiti da costi/oneri di competenza dell'esercizio inerenti a gestione immobiliare, a interessi passivi su finanziamenti ipotecari ed a ricavi non di competenza dell'esercizio inerenti la gestione locativa;
- ❑ Altre passività per Euro 5.711.825 relative a:
 - debiti verso fornitori per fatture da ricevere e ricevute per forniture di competenza dell'esercizio Euro 2.161.923;
 - debiti verso la SGR per Euro 215;
 - debiti verso la Banca depositaria per Euro 21.257;
 - debiti per caparre e acconti su preliminari relativi alla vendita di unità immobiliari del cespite sito a Livorno e a Venezia Lido per Euro 11.000;
 - depositi cauzionali contanti e relativi interessi maturati al termine dell'esercizio per complessivi Euro 187.060;
 - anticipi da inquilini per Euro 934.520;
 - depositi cauzionali libretti Euro 1.250;

- Accantonamento al Fondo Rischi e Oneri relativo alla minusvalenza emersa dalla valutazione degli Esperti Indipendenti effettuata sulla società immobiliare controllata Dire Sarl per Euro 2.394.600.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

Quote del Fondo Detenute da Investitori qualificati

Società	Sede	N.ro di Quote
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Roma	5.642
Rubrica 1866 SERVIZIO ITALIA	Roma	1.170
Rubrica 1865 SERVIZIO ITALIA	Roma	175
Rubrica 2525 SERVIZIO ITALIA	Roma	160
Rubrica 2524 SERVIZIO ITALIA	Roma	180
Rubrica 2505 SERVIZIO ITALIA	Roma	170
Rubrica 2504 SERVIZIO ITALIA	Roma	180
Rubrica 2042 SERVIZIO ITALIA	Roma	346
Rubrica 1905 SERVIZIO ITALIA	Roma	355
Rubrica 1767 SERVIZIO ITALIA	Roma	138
Rubrica 1745 SERVIZIO ITALIA	Roma	45
Rubrica 1744 SERVIZIO ITALIA	Roma	45
Rubrica 1722 SERVIZIO ITALIA	Roma	120
Rubrica 1776 SERVIZIO ITALIA	Roma	800
Rubrica 1656 SERVIZIO ITALIA	Roma	180
Rubrica 1473 SERVIZIO ITALIA	Roma	340
Rubrica 2520 SERVIZIO ITALIA	Roma	340
Rubrica 2615 SERVIZIO ITALIA	Roma	500
BNP PARIBAS REIM SGR P.A.	Milano	26.400

Le quote detenute dalla BNP Paribas Reim SGR p.A. attualmente ammontano a 21.063 (n.10.456 relativa al collocamento iniziale e n.10.607 relative alle finestre successive), sottoscritte ai sensi del Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005, e n. 5.337 (n. 1.070 relative al collocamento iniziale e n. 4.267 relative alle finestre successive) eccedenti le percentuali del 2% e dell'1% del patrimonio del Fondo previste dal medesimo Provvedimento.

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ 21/04/2005 FINO AL 31/12/2010	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse x prezzo emissione)	130.700.000	28,49%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONE 1°FINESTRA 2006 (quote emesse x prezzo di emissione)	55.212.310	12,03%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONI ANNO 2007 (quote emesse x prezzo di emissione)	99.774.003	21,75%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONI ANNO 2008 (quote emesse x prezzo di emissione)	112.996.339	24,63%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONI ANNO 2009 (quote emesse x prezzo di emissione)	47.692.663	10,40%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONI ANNO 2010 (quote emesse x prezzo di emissione)	12.427.658	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	458.802.973	97,29%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-9.544.421	-2,08%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	11.674.528	2,54%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	45.656.260	9,95%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti	0	0,00%
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	0	0,00%
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni	0	0,00%
F. Risultato complessivo della gestione cambi	0	0,00%
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione	0	0,00%
H. Oneri finanziari complessivi	-9.112.992	-1,99%
I. Oneri di gestione complessivi	-33.286.872	-7,26%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	-885.189	-0,19%
M. Imposte complessive	-263.451	-0,06%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATE	-67.717.109	-14,76%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-6.415.712	-1,40%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	-69.894.958	-15,23%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31 DICEMBRE 2009	388.908.015	84,77%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	0,00%
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO		0,23%

Sezione V – Altri dati patrimoniali

V.2 Attività nei confronti della Capogruppo della SGR

L'ammontare delle attività in essere nei confronti della Capogruppo BNP Paribas REIM SGR p.A., BNP Paribas SA concernono:

- strumenti finanziari non quotati in essere al 31 dicembre 2010 per Euro 4.183.322, costituiti da quote di O.I.C.R. di diritto lussemburghese in gestione presso BNP Paribas Investment Partners SGR p.A.
- depositi bancari in conto corrente in essere al 31 dicembre 2010, presso Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. per Euro 37.245 e presso BNP Paribas Securities Services per Euro 3.791.832;
- debiti per Euro 21.257 relativi a commissioni di competenza dell'esercizio maturate e non liquidate nei confronti di BNP Paribas Securities Services nella sua qualità di Banca Depositaria.
- debiti per Euro 100.897 verso Bnp Paribas Real Estate Property Management Italy S.r.l relativi a fatture ricevute per il servizio di Property Management e ancora da liquidare.
- debiti per Euro 1.253 verso Bnp Paribas Real Estate Advisory italy S.p.A. relativi a fatture ricevute e ancora da liquidare.

V.5 Garanzie ricevute

Il dettaglio delle garanzie ricevute è il seguente:

Immobile	Contraente	Importo	Tipo garanzia
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 13.225	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 27.391	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 13.800	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 40.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 35.774	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 255.360	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 238.920	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 2.442.950	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 131.760	Fidejussione per canoni
San Giuliano M.se - Via Po 13/15	impresa commerciale	€ 50.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Gallarate 184	impresa commerciale	€ 12.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Patecchio 2	impresa commerciale	€ 215.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Ramusio 1	impresa commerciale	€ 72.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Ramusio 1	impresa commerciale	€ 16.375	Fidejussione per canoni
Milano - Via Ramusio 1	impresa commerciale	€ 76.075	Fidejussione per canoni
Milano - Via Ramusio 1	impresa commerciale	€ 21.450	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 14.250	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 16.950	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 4.500	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 18.025	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 17.400	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 19.691	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 13.411	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 20.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 20.750	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 50.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 35.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 19.596	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 36.160	Fidejussione per canoni
Milano - Via Castellanza 11	impresa commerciale	€ 287.500	Fidejussione per canoni
Venezia - Via Della Droma	persona fisica	€ 1.250	Libretto di deposito
Brescia - Via Dalmazia 90/D	impresa commerciale	€ 105.974	Fidejussione per canoni
Erbusco- Via Rovato 44	impresa commerciale	€ 112.024	Fidejussione per canoni
Parma - P.zza Arturo Balestrieri	impresa commerciale	€ 149.120	Fidejussione per canoni
Milano - Via Pitteri 84	impresa commerciale	€ 188.327	Fidejussione per canoni
Cinisello Balsamo - V.le Fulvio Testi 210	impresa commerciale	€ 194.729	Fidejussione per canoni
Cinisello Balsamo - V.le Fulvio Testi 210	impresa commerciale	€ 123.055	Fidejussione per canoni
Milano - Via Inverigo 4/6	Impresa assicurativa	€ 348.750	Fidejussione per canoni
Milano - Largo Tazio Nuvolari	Impresa assicurativa	€ 1.950.000	Fidejussione per canoni
Edil Future Srl	persona fisica	€ 20.000	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Edil Future Srl	persona fisica	€ 160.000	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Edil Future Srl	persona fisica	€ 40.000	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Edil Future Srl	persona fisica	€ 20.000	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Edil Future Srl	impresa commerciale	€ 560.000	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Totale		€ 8.209.543	

V.6 Ipotecche su Beni Immobili

In seguito all'acquisto, nel corso dell'esercizio 2006, degli immobili dalla società Repe Italia 1 Srl, il Fondo si è accollato il relativo finanziamento (Euro 35 milioni), per il quale era stato previsto il rilascio di ipoteche sugli immobili stessi, ubicati a Milano, Via Tortona, 33, per complessivi Euro 81.8 milioni a favore di Aareal Bank Ag – Filiale di Milano.

Il 5 agosto 2008 è stato firmato un contratto di finanziamento ipotecario concesso da Bayerische Landesbank-Milano per l'ammontare massimo di Euro 85 milioni, allo scopo di finanziare le attività di investimento in corso che, in conformità al Regolamento del Fondo, hanno anche compreso l'acquisto di partecipazioni.

A garanzia di tale finanziamento sono state rilasciate ipoteche per un totale di Euro 251,8 milioni, così suddivise tra i diversi immobili del Fondo:

Im mobile	Importo	Beneficiario
Milano - Via Grosio 10/8	€ 12.464.360	Bayerische Landesbank
San Giuliano M.se - Via Po 13/15	€ 15.135.292	Bayerische Landesbank
Milano - Via Gallarate 184	€ 18.004.074	Bayerische Landesbank
Milano - Via Patecchio 2	€ 12.662.206	Bayerische Landesbank
Roma - Via Dei Berio 91/97	€ 13.552.516	Bayerische Landesbank
Milano - Via Stephenson 94	€ 17.311.608	Bayerische Landesbank
Milano - Via Castellanza 11	€ 18.894.384	Bayerische Landesbank
Cinisello Balsamo - V.le Fulvio Testi 210	€ 22.327.030	Bayerische Landesbank
Milano - Via Pitteri 84	€ 13.384.346	Bayerische Landesbank
Parma - P.zza Arturo Balestrieri	€ 10.456.212	Bayerische Landesbank
Brescia - Via Dalmazia 90/D	€ 7.597.324	Bayerische Landesbank
Erbusco- Via Rovato 44	€ 8.210.648	Bayerische Landesbank
Milano - Via Tazio Nuvolari	€ -	Bayerische Landesbank
Milano - Via Tortona 11	€ 81.800.000	Aareal Bank
Totale	€ 251.800.000	

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari

RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI

	Utile/perdita da realizzati	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/ Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
Risultato complessivo delle operazioni su:				
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo	-€ 18.892		-€ 163.545	
2. non di controllo			-€ 1.599.340	
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.	€ 183.220		-€ 2.830.438	
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito	-€ 98.126		-€ 546.593	
2. Titoli di capitale				
3. Parti di O.I.C.R.				

	Risultato degli strumenti finanziari derivati			
	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)	
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
Operazioni su tassi di interesse: • <i>futures</i> su titoli di debito, tassi e altri contratti simili • opzioni su tassi e altri contratti simili • <i>swaps</i> e altri contratti simili	-€ 3.376.876			
Operazioni su tassi di cambio: • <i>futures</i> su valute e altri contratti simili • opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili • <i>swaps</i> e altri contratti simili				
Operazioni su titoli di capitale: • <i>futures</i> su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili • opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili • <i>swaps</i> e altri contratti simili				
Altre operazioni: • <i>futures</i> e contratti simili • opzioni e contratti simili • <i>swaps</i> e contratti simili				

Sezione II – Beni Immobili

BENI IMMOBILI

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili					
	Immobili residenziali	Immobili commerciali	Immobili industriali	Terreni	Altri
1. Proventi					
1.1 canoni di locazione non finanziaria		€ 18.135.431			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi		€ 1.689.420			
2. Utile/perdita da realizzo					
2.1 beni immobili	-€ 199.812				
2.2 diritti reali immobiliari					
3. Plusvalenze/minusvalenze					
3.1 beni immobili	-€ 1.881.188	-€ 1.981.051			
3.2 diritti reali immobiliari					
4. Oneri per la gestione di beni immobili	-€ 491.479	-€ 3.164.396			
5. Ammortamenti					

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

VI.3 Interessi passivi su finanziamenti ricevuti

□ La voce, pari a Euro 1.906.518, è costituita da:

- da interessi passivi di competenza dell'esercizio sul prestito ipotecario concesso da Aareal Bank Ag, Filiale di Milano, per Euro 575.458;
- da interessi passivi di competenza dell'esercizio sul prestito ipotecario concesso da Bayerische Landesbank, Filiale di Milano, per Euro 1.331.060.

Sezione VII – Oneri di gestione

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale delle attività	% su valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale delle attività	% su valore del finanziamento
1. Provvigioni di gestione	5.511	1,42%	1,07%					
provvigioni di base	5.511	1,42%	1,07%					
provvigioni di incentivo	-	0,00%	0,00%					
2. TER degli OICR in cui il fondo investe								
3. Compenso della banca depositaria	254	0,07%	0,05%		254	0,07%	0,05%	
- di cui eventuale compenso per il calcolo del valore della quota								
4. Spese di revisione del fondo	17	0,00%						
5. Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	76	0,02%	0,01%					
6. Compenso spettante agli esperti indipendenti	131	0,03%	0,03%					
7. Oneri di gestione degli immobili	3.168	0,81%	0,61%		278	0,07%	0,05%	
8. Spese legali e giudiziarie	-	0,00%						
9. Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	29	0,01%						
10. Altri oneri gravanti sul fondo	543	0,14%			1	0,00%		
- di cui contributo consob	-	0,00%						
- di cui spese per specialist	-	0,00%						
- di cui oneri per la quotazione	-	0,00%						
- di cui spese di advisory asset management	20	0,01%						
- di cui spese per consulenze fiscali	16	0,00%						
- di cui spese per istruttoria finanziamenti	65	0,02%						
- di cui altre consulenze	364	0,09%						
- di cui commissioni rating	-	0,00%						
- di cui altre spese amministrative	78	0,02%			1	0,00%		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	9.729	2,50%			534	0,14%		
11. Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
- di cui: - su titoli azionari	-							
- su titoli di debito	-							
- su derivati	-							
- altri	-							
12. Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	5.283			4,40%				
13. Oneri fiscali di pertinenza del fondo	24	0,01%						
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	15.036	3,87%			534	0,14%		

Sezione VIII – Altri ricavi e oneri

La voce è così composta:

- Interessi attivi pari ad Euro 489, relativi ai depositi sui c/c intestati al Fondo Immobiliare Dinamico, intrattenuti sia presso la Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. che presso BNP Paribas Securities Services;
- Altri ricavi pari a Euro 1.741.157: di cui
 - commissioni di uscita per il rimborso delle quote relative alle finestre dell'esercizio 2010, per Euro 230.708. Si ricorda che l'ammontare delle commissioni di uscita incassate dal fondo relative ai rimborsi quote nelle diverse finestre di emissione dal 2006 al 31 dicembre 2010 è pari ad euro 677.110;
 - sopravvenienze attive per Euro 295.086 di cui euro 50.691 relativi a riprese di valore su crediti verso clienti precedentemente svalutati;
 - arrotondamenti e abbuoni attivi per Euro 22;
 - storno parziale accantonamento al Fondo Rischi ed Oneri per rivalutazione Dire Sarl per 1.215.341, per adeguamento del fondo alla valutazione della partecipazione al 30 giugno 2010.
- Altri oneri pari a Euro 859.466 di cui:
 - sopravvenienze passive per Euro 186.713, di cui Euro 115.358 relative a svalutazione crediti;
 - commissioni bancarie per Euro 1.549;
 - arrotondamenti e abbuoni passivi per Euro 8;
 - accantonamento Fondo Rischi ed Oneri per svalutazione Dire Sarl per Euro 671.196, per adeguamento del fondo alla valutazione della partecipazione al 31 dicembre 2010.

Sezione IX – Imposte

La voce pari a Euro 24.298 è costituita da imposta su pubblicità di competenza del Comune di Milano e tassa su rifiuti solidi urbani.

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

Data la natura degli investimenti, non sono state effettuate operazioni di copertura dei rischi di portafoglio.

In relazione agli acquisti effettuati nel corso dell'esercizio 2010, si informa che le controparti venditrici sono le seguenti:

- Immobiliare Commerciale XXVI S.r.l. per il complesso immobiliare ad uso commerciale sito nel comune di Milano (MI), in viale Certosa n. 29;
- Doss S.p.A. per il complesso immobiliare ad uso logistico sito nel comune di Trezzo sull'Adda (MI), in viale Lombardia n. 80;

Si informa che nel corso del 2010 sono stati stipulati tre atti di vendita di unità immobiliari con persone fisiche.

Il presente documento è composto da 45 (quarantacinque) pagine
BNP Paribas REIM SGR p.A.
L'Amministratore Delegato
(Michele Cibrario)

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO
IMMOBILIARE CHIUSO IMMOBILIARE DINAMICO

31 dicembre 2010

Relazione della società di revisione

BNP Paribas REIM S.G.R. p.A.

Rendiconto annuale della gestione al 31 dicembre 2010

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs.
27/1/2010, n. 39 e dell'art. 9 del D.Lgs. 24/2/1998, n. 58

Data di emissione rapporto	: 4 marzo 2011
Numero rapporto	: CCN/cpt – Rap. 86/11

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 27/1/2010, n. 39 e dell'art. 9 del D.Lgs. 24/2/1998, n. 58

Ai partecipanti al
**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO
IMMOBILIARE DINAMICO**

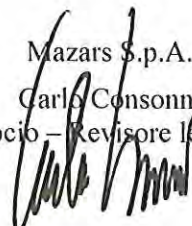
1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Immobiliare Dinamico, costituito dalla situazione patrimoniale, dalla situazione reddituale e dalla nota integrativa per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2010. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori della BNP Paribas REIM SGR p.A. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione 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 il rendiconto della gestione sia viziato 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 contenuti nel rendiconto della gestione, 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 nostra relazione emessa in data 8 marzo 2010.

3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Immobiliare Dinamico per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2010 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale ed il risultato del fondo per l'esercizio chiuso a tale data.
4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori in conformità a quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori della BNP Paribas REIM SGR p.A.. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n. 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Immobiliare Dinamico per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2010.

Milano, 4 marzo 2011

Mazars S.p.A.
Carlo Consonni
Socio - Revisore legale



MAZARS SPA

CORSO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO
TEL: +39 02 58 20 10 - FAX: +39 02 58 20 14 03 - www.mazars.it

SPA - CAPITALE SOCIALE DELIBERATO € 3.000.000,00 - SOTTOSCRITTO E VERSATO € 2.803.000,00 - SEDE LEGALE: C.SO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO

REA N. 1059307 - REG. IMP. MILANO E COD. FISC. N. 01507630489 - P. IVA 05902570158 - AUTORIZZATA AI SENSI DI L. 1968/39 - REGISTRO DEI REVISORI CONTABILI GU 60/1997
ALBO SPECIALE DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE CON DELIBERA CONSOB N° 17.141 DEL 28/01/2010
UFFICI IN ITALIA: BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO