

**FONDO “IMMOBILIARE DINAMICO”
NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2007**

Andamento del valore della quota di partecipazione

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

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

Nel corso del 2006 hanno avuto luogo le prime due riaperture semestrali delle sottoscrizioni di quote del fondo; l’equity raccolto è stato complessivamente pari circa € 92,5 milioni, al netto di riscatti per € 4,6 milioni; il richiamo degli impegni è avvenuto nel corso dei mesi di settembre 2006 ed aprile 2007.

Lo scorso 30 giugno si è chiusa la prima finestra dell’esercizio 2007; l’equity raccolto è risultato pari a circa € 52 milioni, al netto di riscatti per circa € 3,7 milioni.

Il 1° semestre 2007 chiude con un utile di € 10.924.363 (al 30 giugno 2006: € 5.840.171) che, al netto delle plusvalenze non realizzate, risulta pari a € 1.270.832 (al 30 giugno 2006: € - 109.526).

Al 30 giugno 2007 il valore della quota si è attestato a € 274,134, al netto del provento di € 5,34 a quota distribuito ai sottoscrittori in data 22 marzo 2007, rispetto ad un valore di € 266,961 rilevato al 31 dicembre 2006; l’incremento del valore della quota registrato nel 1° semestre del 2007, al lordo dello stacco del provento, è stato pari al 4,74%.

Tenendo conto del provento erogato, al 30 giugno 2007 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale del 11,79%.

Alla stessa data il Patrimonio Netto del Fondo risulta pari a € 239.337.296, al netto dell’ammontare complessivo dei proventi sopra citati, pari a € 3.885.480; tale valore era di € 192.328.854 al 31 dicembre 2006.

Al 30 giugno 2007 le attività ammontano a € 277.676.613 (€ 230.997.662 al 31 dicembre 2006).

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2007 risulta pari al 5,22%.

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

Andamento del mercato immobiliare

Nel primo semestre 2007 il quadro economico generale ha avuto una evoluzione positiva; secondo le ultime indicazioni del Fondo Monetario Internazionale, l’economia globale è in una fase di crescita consistente, nonostante alcuni segnali di debolezza dell’economia americana.

Nel secondo trimestre 2007, alcuni settori dell’economia statunitense, fra i quali il settore manifatturiero, hanno peraltro mostrato segnali di recupero¹. Il settore immobiliare invece continua a risentire negativamente della crisi dei mutui subprime e della ridotta domanda di abitazioni, dovuta anche all’aumento dei tassi sui mutui ipotecari².

¹ BNL Focus 13 Luglio 2007

L'economia europea ha avuto un'ottima performance, in particolare favorita dalla Banca Centrale Europea che ha ridotto le aspettative inflazionistiche.

Nel terzo trimestre, si attende che l'inflazione si mantenga inferiore al 2%. Tale tendenza dovrebbe invertirsi a partire da settembre, quando la riduzione della capacità inutilizzata ed un gap sempre minore tra produzione e produzione potenziale, contribuiranno ad esercitare delle pressioni al rialzo sui prezzi³.

Determinante è stato il ruolo della Germania all'interno del contesto europeo.

Le economie asiatiche, Cina e India in particolare, hanno contribuito molto alla crescita economica globale⁴.

L'economia italiana ha ricominciato a crescere con una variazione del Pil dello 0,3% (su base trimestrale nei primi tre mesi) principalmente dovuta ai consumi. Diversi i fattori che hanno contribuito alla crescita del Pil, quali la spesa delle famiglie, principalmente beni durevoli e semidurevoli, che sono stati anche favoriti dalla concessione di prestiti al consumo. I beni non durevoli hanno mostrato un tasso di crescita molto contenuto, forse a causa del rallentamento nella crescita delle retribuzioni orarie⁵.

Nonostante l'andamento positivo dei consumi, la domanda interna non ha contribuito positivamente alla crescita del Pil. Le esportazioni hanno mostrato un rallentamento nella loro crescita, contribuendo all'incremento del Pil con un +0,4%, contro il 4,3% del quarto trimestre 2006. Tuttavia, su base annua, la crescita delle esportazioni è risultata ancora solida (+4,1%)⁶.

Le importazioni hanno invece registrato una contrazione dello 0,9%⁷. Il numero di prodotti intermedi sul totale delle importazioni è aumentato (35% circa), confermando che l'industria italiana sta spostando all'estero parte dei propri impianti produttivi. Tuttavia, il processo di globalizzazione in Italia appare ancora limitato se confrontato con gli altri paesi europei dove la percentuale di prodotti intermedi sul totale delle importazioni si aggira intorno al 50%⁸.

A livello settoriale, il settore dei servizi è il principale responsabile della crescita del primo trimestre contribuendo con un incremento del valore aggiunto pari allo 0,5%. L'industria ha invece sperimentato una contrazione (-0,5%) che conferma il trend negativo della produzione. Questo risultato negativo è il frutto di un incremento dell'1% del valore aggiunto delle costruzioni e di una contrazione dello 0,9% registrata nel comparto dell'industria in senso stretto. L'agricoltura ha registrato un significativo incremento pari al 3,6%⁹.

L'inflazione su base annua si è mantenuta stabile all'1,5%, il livello più basso degli ultimi otto anni¹⁰. Recentemente si è assistito ad una diminuzione della disoccupazione, passata nell'ultimo quindicennio da 11% a poco più del 6%¹¹.

Settore delle costruzioni

Il settore delle costruzioni appare trainante per l'economia italiana con un tasso di crescita degli investimenti in costruzioni del 25,5% in termini reali tra il 1998 e il 2006, più del doppio rispetto al tasso di crescita del Pil italiano (aumentato nello stesso periodo dell'11,3%). Inoltre, tale tasso ha rappresentato il 46,5% degli investimenti fissi lordi realizzati nel paese.

Per il 2007 ci si attende il proseguimento del trend positivo di crescita degli investimenti in costruzioni, con un tasso di crescita tuttavia più contenuto dovuto principalmente ad un rallentamento del comparto residenziale, all'ulteriore rafforzamento dei fabbricati privati con funzione economica e flessione nelle opere pubbliche¹².

Mercato immobiliare

² BNL Focus 22 Giugno 2007

³ BNL Focus 13 Luglio 2007

⁴ Simon Johnson, Fondo Monetario Internazionale

⁵ BNL Focus 15 Giugno 2007

⁶ BNL Focus 15 Giugno 2007

⁷ BNL Focus 15 Giugno 2007

⁸ BNL Focus 25 Maggio 2007

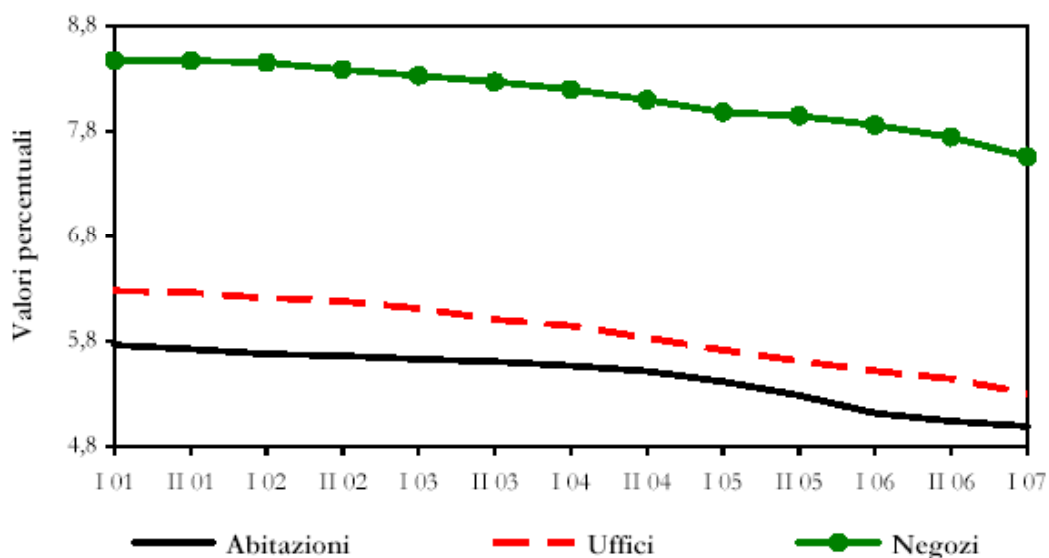
⁹ BNL Focus 15 Giugno 2007

¹⁰ BNL Focus 15 Giugno 2007

¹¹ BNL Focus 13 Luglio 2007

¹² Fonte: Nomisma Il Rapporto 2007

L'attuale scenario si caratterizza per la crescita dei prezzi, l'aumento dei tempi medi di compravendita e locazione e la diminuzione nel numero di transazioni. I rendimenti sono in riduzione a causa della contrapposizione fra l'aumento dei prezzi da un lato e la debolezza dei canoni di locazione dall'altro¹³.



Rendimenti medi lordi annui di immobili nelle 13 aree urbane
Fonte: Nomisma

Nel primo semestre del 2007, l'aumento medio annuo dei prezzi delle abitazioni si attesta al +5,6%, in rallentamento tuttavia rispetto agli anni precedenti. Per quanto riguarda gli uffici e i negozi invece, l'aumento dei prezzi appare maggiore sia rispetto al semestre precedente sia allo stesso periodo del 2006. Gli aumenti rilevati su base annua sono del 6,1% e 6,2% rispettivamente per uffici e negozi, contro un aumento del 5,9% annuo registrato nel 2006 per entrambe le categorie¹⁴.

Tuttavia, la peculiarità dell'attuale situazione del mercato immobiliare è che all'aumento dei prezzi non segue un miglioramento del mercato in generale, bensì si assiste ad un clima di sfiducia da parte degli operatori, con opinioni contrastanti in merito alle dinamiche future.

Confrontando la realtà Italiana al resto d'Europa, è evidente osservare che ovunque il *sentiment* degli operatori è peggiorato e la causa principale sembrerebbe essere l'innalzamento dei tassi di interesse da parte della BCE, che dal 2% sono aumentati al 4%. I paesi che ne hanno maggiormente risentito sono quelli dove la prassi bancaria predilige un tasso variabile sui mutui: in Italia, tuttavia, il numero di mutui a tasso fisso continua ad aumentare ed, in generale, il problema dell'aumento dei tassi è stato risolto dagli operatori finanziari con l'allungamento delle scadenze.

Secondo Barclays Capital¹⁵ la discesa dei tassi di interesse ha alimentato l'aumento dei prezzi delle abitazioni in Europa e si prevede che nel corso del 2007 nell'area Euro l'aumento dei prezzi delle abitazioni continuerà nell'ordine del +5% e del +5,3% per l'Italia. Secondo tale previsione in base all'incremento del 3 % già registrato nello scorso semestre, le attese sono per un ulteriore aumento del 2,3 % di qui alla fine dell'anno¹⁶.

Nel mercato residenziale attualmente un ruolo importante è svolto dagli immigrati, tanto nell'acquisto di nuove abitazioni, quanto nelle locazioni: ad essi va riferito il 10% degli acquisti e poco meno del 20% nelle locazioni¹⁷.

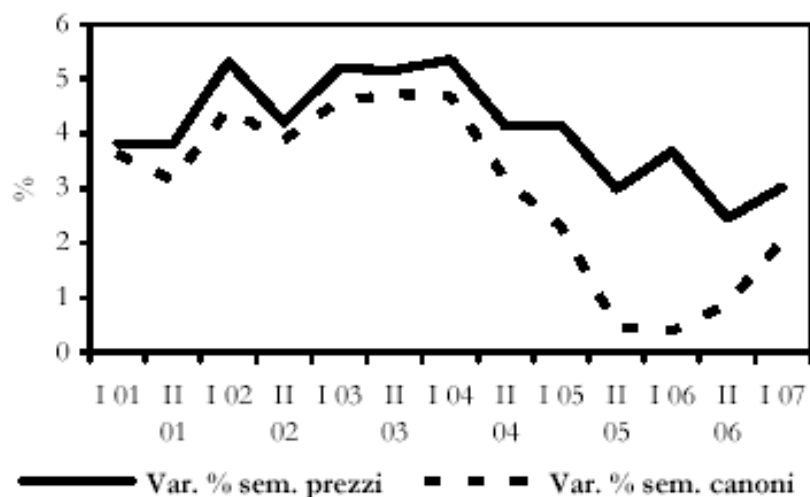
¹³ Fonte: Nomisma II Rapporto 2007

¹⁴ Fonte: Nomisma II Rapporto 2007

¹⁵ Fonte: Callow J., European Economics, Euro Area housing market update, Barclays Capital, 13 June 2007.

¹⁶ Fonte: Nomisma II Rapporto 2007

¹⁷ Fonte: Nomisma II Rapporto 2007



Media 13 grandi aree – Variazioni % semestrali dei prezzi e dei canoni medi correnti di abitazioni usate
Fonte: Nomisma

Le compravendite di uffici sono diminuite mentre le locazioni sono aumentate; anche in questo settore i prezzi sono aumentati, principalmente per gli alti prezzi richiesti per immobili di grado A situati in aree ben fornite e all'effetto di trascinamento da questi generato¹⁸.

I benefici effetti del miglioramento economico nazionale si sono sentiti anche a livello di *take-up* attraverso un incremento del 10% rispetto agli ultimi mesi del 2006¹⁹. A Milano il *take-up* degli uffici ha registrato un'ottima performance dall'inizio dell'anno, raggiungendo i 60.000 mq²⁰. La maggior parte degli edifici locati sono di grado A e sono localizzati in aree centrali; tuttavia, sono richiesti anche immobili di buona qualità, situati in zone periferiche ma ben servite e facilmente accessibili con i mezzi pubblici.

La domanda per spazi di dimensioni ridotte è alta, confermando che anche le piccole e medie imprese credono nella ripresa economica italiana e, imitando le imprese di maggiori dimensioni, hanno scelto di rinnovare e decentralizzare la loro attività, al fine di ridurre i costi operativi. Il *vacancy rate* diminuisce nelle aree centrali mentre aumenta notevolmente nelle zone periferiche, più difficili da raggiungere. A Milano, c'è un elevato potenziale di crescita e sviluppo e si prevede che tra il 2008 e il 2012 arriveranno sul mercato 900.000 mq di nuovi uffici²¹.

A Roma l'inizio del 2007 si è caratterizzato per una performance del settore degli uffici peggiore rispetto allo stesso periodo del 2006: il *take-up* si è assestato sui 20.000 mq, un terzo in meno dello scorso anno. La domanda è sostenuta soprattutto dal settore pubblico, anche se si osserva un lieve aumento nella domanda da parte di privati²². Gli immobili più richiesti hanno dimensioni limitate e comprese fra 200 e 800 mq, sono di grado B e situati in zone centrali. I conduttori che necessitano di spazi più grandi devono necessariamente spostarsi nelle aree semicentrali, come Eur/ Laurentina/ Serafico, dove gli immobili sono più grandi, moderni e ben serviti. Gli immobili non locati sono prevalentemente di qualità bassa, localizzati in zone periferiche, difficili da raggiungere²³. I progetti di sviluppo a Roma sono quantitativamente molto limitati e si tende a costruire solo quando si dispone in anticipo di un conduttore (*pre-let*). Si prediligono attività meno rischiose come conferma la decisione di convertire parte degli uffici, previsti nel progetto di sviluppo dell'area Eur/ Torrino, in residenze²⁴.

¹⁸ Fonte: Nomisma II Rapporto 2007

¹⁹ Fonte: JLL City Profile Milan Q1 2007

²⁰ Fonte: DTZ City Update Milan Q1 2007

²¹ Fonte: JLL City Profile Milan Q1 2007

²² Fonte: DTZ City Update Rome Q1 2007

²³ Fonte: JLL City Profile Rome Q1 2007

²⁴ Fonte: JLL City Profile Rome Q1 2007

Il mercato degli immobili commerciali è stabile sia nelle compravendite sia a livello di domanda e offerta²⁵.

Milano è fra le più importanti città italiane dal punto di vista dell'attività industriale e commerciale. Tuttavia la prolungata debolezza economica del paese ha provocato un forte rallentamento nella domanda di edifici industriali. Nei primi mesi del 2007 il canone è rimasto stabile a €57 mq all'anno²⁶.

Il settore industriale a Roma si caratterizza per la presenza di numerosi immobili occupati direttamente dai proprietari e per la prevalenza di piccole unità. L'interesse dei *developer* è diminuito a causa della debole domanda di immobili industriali che si riscontra in Italia. Il mercato più attivo è localizzato in prossimità dell'aeroporto di Fiumicino. Nei primi mesi del 2007 il canone di affitto è rimasto stabile a € 60 mq per anno²⁷.

La gestione del patrimonio immobiliare

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

Con riferimento al comparto residenziale, nel corso del 1° semestre 2007 sono state finalizzate le cessioni di 15 unità residenziali, oltre a 2 Box, 9 posti auto e 2 posti moto, dello stabile residenziale sito in Livorno, per un totale di € 2.393.000; la plusvalenza acquisita è stata pari a € 263.195.

Prosegue l'attività di commercializzazione delle unità immobiliari della residenza sita a Venezia Lido.

Con riferimento al comparto non residenziale sono state perfezionate, tutte con controparte venditrice società facenti capo a Carlyle Group, le seguenti operazioni, in parte afferenti a immobili interamente locati e in parte ad immobili da valorizzare:

Con riferimento al comparto non residenziale sono state finalizzate le seguenti operazioni (°):

- acquisto dell'immobile ad uso direzionale, di circa mq. 18.000 di superficie lorda, sito in Milano, Via Ramusio 1, per un investimento complessivo pari a € 10.312.500.

L'immobile è attualmente locato all'istituto Europeo di Oncologia e presenta un tasso di vacancy del 70%;

- acquisto dell'immobile ad uso direzionale, per circa mq. 15.000 di superficie lorda, sito in Milano, Via Patecchio 2 per un investimento complessivo pari a € 11.795.800.

L'immobile è attualmente locato al gruppo editoriale GPP Spa;

-acquisto dell'immobile ad uso direzionale, per circa mq. 7.000 di superficie lorda, sito in Roma, Via Berio 91/97 per un investimento complessivo pari a € 12.045.000

L'immobile è parzialmente locato a vari conduttori, con un tasso di vacancy del 55%;

-acquisto dell'immobile ad uso direzionale, per circa mq. 11.000 di superficie lorda, sito in Milano, Via Gallarate 184 per un investimento complessivo pari a € 17.250.000.

L'immobile è attualmente locato a vari conduttori, di cui il principale è UPIM Srl .

Tutte le suddette acquisizioni sono avvenute in data 12 aprile 2007.

(°) i prezzi di acquisto indicati sono al netto degli oneri notarili

²⁵ Fonte: Nomisma Il Rapporto 2007

²⁶ Fonte: DTZ City Update Milan Q1 2007

²⁷ Fonte: DTZ City Update Rome Q1 2007

In data 8 Giugno 2007 è stato stipulato il contratto definitivo di acquisto, sempre da società facente capo a Carlyle Group, dell'immobile ad uso direzionale, per circa mq. 27.000 di superficie lorda, sito in Milano, Via Stephenson 94 per un investimento complessivo pari a € 15.498.500.

L'immobile è attualmente locato a vari conduttori, con un tasso di vacancy del 49%.

Si segnala che la commercializzazione delle porzioni sfitte dei succitati immobili è in corso da parte e a carico del venditore.

Si prevede infine che nel quarto trimestre dell'anno venga finalizzato l'acquisto da società di Carlyle Group dell'immobile ad uso uffici, interamente locato, sito a Milano, Via Castellana 11, per un controvalore di € 18,7 milioni, in relazione al quale è stato siglato un compromesso lo scorso 12 marzo.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti, REAG-Real Estate Advisory Group Srl, gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a € 184,8 milioni, con un incremento dell' 8,41% rispetto al loro costo storico.

Al 30 Giugno 2007 il portafoglio degli immobili in capo al Fondo comprende i seguenti cespiti:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo di acquisto Euro	Valore di mercato al 30/06/2007 Euro	Increment. Valore (%)	Conduttore principale
04/4/2006	Uffici (Ares e Athena)	Milano, Via Tortona 33	43.000	61.961.644	66.800.000	7,81	UniCredit
24/4/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50	5.250	4.846.298 ²⁸	5.700.000	17,62	Immobile in ristrutturato, in parte già ceduto
27/4/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	6.300	9.261.608	12.200.000	31,73	Vari
29/5/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.500	11.509.656 ²⁹	13.700.000	19,03	Immobile in ristrutturazione, non locato
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	36.964	14.754.963	15.100.000	2,34	Technicolor Milan
12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	15.508	12.049.800	12.400.000	2,91	GPP spa
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	18.167	10.536.375	11.500.000	9,15	Istituto Europeo di Oncologia
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	7.571	12.301.785	13.000.000	5,68	Vari
12/04/2007	Uffici	Milano Gallarate 184	10.676	17.415.188	17.600.000	1,06	Upim Srl Vari

²⁸ l'importo comprende gli oneri già sostenuti dal Fondo per la valorizzazione del cespite

²⁹ l'importo comprende gli oneri già sostenuti dal Fondo per la valorizzazione del cespite

8/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	26.964	15.826.594	16.800.000	6,15	Vari
TOTALI				170.463.911	184.800.000	8,41	

Le plusvalenze non realizzate su immobili contabilizzate nel semestre ammontano complessivamente a € 9,7 milioni.

Alla data di riferimento la leva finanziaria utilizzata dal Fondo è pari a € 35 milioni, pari al 19% del valore di mercato degli immobili in portafoglio.

La società Repe Italia 1 S.r.l., interamente controllata dal Fondo, che dalla stessa ha acquistato nel corso del 2006 i cespiti siti in Milano, Via Tortona, esaurita la propria funzione, nel corso del 2007 verrà posta in liquidazione.

La società è stata valutata al patrimonio netto, il cui decremento rispetto al valore del 31.12.2006 è dovuto al pagamento al Fondo nel corso del 1° semestre 2007 dei dividendi relativi all'esercizio 2006.

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

per la Limited Partnership "German Retail Box Fund" durante il primo semestre sono stati richiamati impegni pari a € 777.667; al 30 giugno l'ammontare complessivamente investito dal Fondo è pari ad € 11.342.967, rispetto a € 15.000.000 sottoscritti;

per il fondo "AVIVA CEPF" durante il primo semestre sono stati richiamati impegni pari ad € 1.628.708; al 30 giugno l'ammontare complessivamente investito dal Fondo è pari ad € 4.627.648, rispetto a complessivi € 5.000.000 sottoscritti.

Al 30 giugno 2007 il portafoglio delle quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio e di Limited Partnership comprende:

Data acquisto	Nome	Tipologia di O.i.c.r.	Tipologia di sottoscrittore	Impegni complessivi (in euro)	Richiamo impegni al 30/06/2007 (in euro)	Politica di investimento del Fondo
16 agosto 2005	German Retail Box Fund	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	15.000.000	11.342.967	Strutture commerciali in Germania
30 giugno 2006	AVIVA Central European Property Fund	Fond Commun de Placement	Investitori qualificati	5.000.000	4.627.648	Immobili a reddito, prevalentemente commerciali e uso uffici, nell'Europa dell'Est
22 settembre 2006	Rockspring Portuguese Property Partnership	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	5.000.000	1.509.170	Immobili di tipo Core, core Plus e value added esclusivamente in Portogallo

Totale				25.000.000	17.479.785	
--------	--	--	--	------------	------------	--

Sono attualmente all'esame della società di gestione alcune opportunità di investimento da attuare nel corso della restante parte dell'esercizio, per alcune delle quali sono in corso negoziazioni avanzate.

La liquidità del Fondo

Al 30 giugno 2007 la liquidità del Fondo, temporaneamente depositata sul conto corrente acceso presso Banca Depositaria, ammonta a € 3,7 milioni.

Nel corso del mese di luglio la parte eccedente le necessità di cassa inerenti pagamenti a fornitori e interessi passivi sui finanziamenti è stata investita in strumenti finanziari rappresentati da titoli di debito emessi dallo Stato italiano.

Alla stessa data gli investimenti in strumenti finanziari quotati risultano pari a € 50,8 milioni e sono rappresentati da titoli di debito denominati in Euro emessi dallo Stato italiano.

Altre informazioni

Nel corso del primo semestre dell'anno i ricavi da locazione derivanti dagli immobili posseduti in Italia sono stati pari a Euro 3,4 milioni (Euro 0,2 milioni nell'analogo periodo dell'esercizio precedente).

Al 30 giugno 2007 i crediti IVA assommano a € 18,4 milioni e sono riferibili agli investimenti immobiliari effettuati nel 1° semestre 2007.

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

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 giugno 2007

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30 giugno 2007		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	€ 507.522	0,18%	€ 10.347.505	4,48%
A2. Partecipazioni non di controllo	€ 0		€ 0	
A3. Altri titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A4. Titoli di debito	€ 0		€ 0	
A5. Parti di O.I.C.R.	€ 18.068.049	6,51%	€ 15.648.102	6,77%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 50.756.548	18,28%	€ 56.438.122	24,43%
A8. Parti di O.I.C.R.	€ 0		€ 0	
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	€ 0		€ 0	
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0		€ 0	
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0		€ 0	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. Immobili dati in locazione	€ 165.400.000	59,57%	€ 88.700.000	38,40%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 19.406.844	6,99%	€ 18.800.000	8,14%
B4. Diritti reali immobiliari	€ 0		€ 0	
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	€ 0		€ 0	
C2. Altri	€ 0		€ 0	
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista	€ 0		€ 0	
D2. Altri	€ 0		€ 0	
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'				
F1. Liquidità disponibile	€ 3.780.816	1,36%	€ 29.618.389	12,82%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	€ 0		€ 0	
G2. Ratei e risconti attivi	€ 635.037	0,23%	€ 434.407	0,19%
G3. Risparmi di imposta	€ 18.498.217	6,66%	€ 10.978.177	4,75%
G4. Altre	€ 623.579	0,22%	€ 32.960	0,01%
	€ 0		€ 0	
TOTALE ATTIVITA'	€ 277.676.613	100,00%	€ 230.997.662	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 giugno 2007

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30 giugno 2007	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 35.000.000	€ 35.000.000
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	€ 0	€ 0
H3. Altri	€ 0	€ 0
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0	€ 0
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0	€ 0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire	€ 0	€ 0
L2. Altri debiti verso i partecipanti	€ 0	€ 43
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	€ 0	€ 0
M2. Debiti di imposta	€ 22.391	€ 2.669
M3. Ratei e risconti passivi	€ 503.141	€ 315.223
M4. Altre	€ 2.813.784	€ 3.350.874
TOTALE PASSIVITA'	€ 38.339.316	€ 38.668.808
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	€ 239.337.296	€ 192.328.854
Numero delle quote in circolazione	873.067	720.437
Valore unitario delle quote	€ 274,134	€ 266,961
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	€ 5,34	€ 0,00
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	€ 0	€ 0
Fidejussioni rilasciate a terzi	€ 0	€ 0
O.I.C.R. sottoscritti in attesa di richiamo impegni	€ 7.520.215	€ 9.926.590

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE REDDITUALE AL **30 giugno 2007**

importi in Euro

	Situazione al 30 giugno 2007		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	€ 0		€ 0	
A1.3 plus/minusvalenze	€ 0		-€ 2.020.330	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	€ 357.735		€ 2.787.581	
A2.2 utili/perdite da realizzi	€ 200.287		€ 1.073.423	
A2.3 plus/minusvalenze	€ 13.573		€ 574.691	
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	€ 1.527.564		€ 2.068.133	
A3.2 utili/perdite da realizzi	-€ 174.494		-€ 28.685	
A3.3 plus/minusvalenze	-€ 176.920		-€ 42.796	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura	-€ 39.741		-€ 31.873	
A4.2 non di copertura	€ 0		€ 0	
Risultato gestione strumenti finanziari		€ 1.708.003		€ 4.380.144
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	€ 3.441.936		€ 1.243.662	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	€ 82.825		€ 0	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	€ 9.653.531		€ 4.662.924	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-€ 725.406		-€ 201.533	
B5. AMMORTAMENTI	€ 0		€ 0	
B6. ICI	-€ 214.508		-€ 61.345	
Risultato gestione beni immobili		€ 12.238.379		€ 5.643.708
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati	€ 0		€ 0	
C2. Incrementi/decrementi di valore	€ 0		€ 0	
Risultato gestione crediti		€ -		€ -
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	€ 0		€ 0	
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi	€ 0		€ 0	
E2. Utile/perdita da realizzi	€ 0		€ 0	
E3. Plusvalenze/minusvalenze	€ 0		€ 0	
Risultato gestione investimenti	€ 0	€ 13.946.382	€ 0	€ 10.023.853

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		€ 13.946.382		€ 10.023.853
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-€ 818.193			-€ 280.408
H1.2 su altri finanziamenti	€ 0			€ 0
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	€ 0			€ 0
Risultato netto della gestione caratteristica	-€ 818.193	€ 13.128.189	-€ 280.408	€ 9.743.444
I. ONERI DI GESTIONE				
I1. Provvigione di gestione SGR	-€ 1.661.130			-€ 2.447.771
I2. Commissioni banca depositaria	-€ 61.577			-€ 95.654
I3. Oneri per esperti indipendenti	-€ 32.720			-€ 42.170
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-€ 37.723			-€ 51.323
I5. Altri oneri di gestione	-€ 546.810			-€ 607.681
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	€ 43.116			€ 58.598
L2. Altri ricavi	€ 127.565			€ 99.936
L3. Altri oneri	-€ 30.225			-€ 9.378
Risultato della gestione prima delle imposte		€ 10.928.686		€ 6.648.001
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	€ 0			€ 0
M2. Risparmio di imposta	€ 0			€ 0
M3. Altre imposte	-€ 4.322			€ 0
Utile/perdita dell'esercizio		€ 10.924.363		€ 6.648.001

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 21/04/2005 FINO AL 30/06/2007

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. 1602	24/04/06	€ 2.129.804	€ 2.198.160	giugno-07	€ 2.393.000	€ -	€ 61.172	€ 202.024

Note: Alienazione parziale unità residenziali 1° semestre 2007

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

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

1. Abbiamo svolto la revisione contabile della relazione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso IMMOBILIARE DINAMICO per il periodo chiuso al 30 giugno 2007 e dell'allegata sezione reddituale predisposta dalla Società ad integrazione. La responsabilità della redazione della relazione semestrale e dell'allegata sezione reddituale compete agli amministratori della società BNL Fondi Immobiliari S.G.R.p.a. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sulla relazione semestrale e sull'allegata sezione reddituale e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se la relazione semestrale e l'allegata sezione reddituale siano viziati da errori significativi e se risultino, nel loro complesso, attendibili. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenute nella relazione semestrale e nell'allegata sezione reddituale, 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 chiuso al 31 dicembre 2006, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione emessa da altro revisore in data 19 marzo 2007.

3. A nostro giudizio, la relazione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso IMMOBILIARE DINAMICO per il periodo chiuso al 30 giugno 2007 e l'allegata sezione reddituale sono conformi alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione; essi pertanto sono redatti con chiarezza e rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione del patrimonio ed il risultato del periodo semestrale del fondo.

Milano, 2 agosto 2007

Mazars & Guérard S.p.A.
Carlo Corsonni
Socio - Revisore Contabile

