



## **FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"**

### **NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2011**

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, a determinate condizioni, precisate agli artt. 29 e 30 del Regolamento di Gestione del Fondo, di riscattare le proprie quote e per gli entranti di sottoscrivere le nuove quote che vengono emesse, entrambe al Net Asset Value.

Il Fondo è stato collocato per la prima volta tra il 16 novembre 2004 e 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 collocamento al 30 giugno 2011 vi sono state undici aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006, 2007, 2008, 2009 e 2010, una per il corrente anno.

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; anche nel 2010 i rimborsi hanno superato il valore delle quote sottoscritte con un deflusso di Euro 10,1 milioni.

Lo scorso 30 giugno si è chiusa la prima finestra dell'esercizio 2011; l'equity raccolto è risultato pari a Euro 181.578 (quote n. 701), al lordo di riscatti richiesti per Euro 3.736.287 (quote 14.570), per un saldo negativo di Euro 3.554.709.

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

Al 30 giugno 2011 il Fondo ha distribuito proventi ai propri quotisti per complessivi Euro 10,20 pro quota, oltre a rimborsi parziali pro-quota di Euro 4 erogati ai sottoscrittori nel primo semestre del corrente anno, a fronte di disinvestimenti effettuati negli esercizi precedenti.

Al netto delle minusvalenze su immobili e partecipazioni immobiliari non realizzate, il cui dettaglio viene esposto più avanti, derivanti anche dai riflessi sui valori immobiliari dell'attuale situazione economico-finanziaria, l'utile dell'esercizio risulta positivo per Euro 4.466.126 (al 30 giugno 2010 positivo per Euro 3.729.388, al 31 dicembre 2010 positivo per Euro 9.830.766).

Il 1° semestre 2011 si chiude con un utile di Euro 2.336.637 (al 30 giugno 2010 perdita di Euro 3.310.281, al 31 dicembre 2010 utile di Euro 1.919.349). Come meglio analizzato nella sezione "Gestione Immobiliare", il risultato recepisce, tra l'altro, minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 2.140.328 (al 30 giugno 2010 Euro 2.517.056, al 31 dicembre 2010 Euro 3.862.239), plusvalenze non realizzate su partecipazioni per Euro 558.616 (al 30 giugno 2010 minusvalenze di Euro 2.750.735, al 31 dicembre 2010 minusvalenze di Euro 1.762.885), minusvalenze non realizzate su OICR italiani e esteri direttamente detenuti per Euro 2.288.077 (al 30 giugno 2010 Euro 2.243.150, al 31 dicembre 2010 Euro 2.830.438), ed altri ricavi per Euro 1.740.300 (al 30 giugno 2010 Euro 1.215.341, al 31 dicembre 2010 Euro 544.145), questi ultimi in relazione a plusvalenze non realizzate su OICR esteri indirettamente detenuti.

Come meglio dettagliato nel paragrafo " Quotazione presso Borsa italiana s.p.a. di Milano", in data 3 Maggio 2011, il Fondo è stato ammesso alla quotazione presso il MIV, Mercato degli Investment Vehicles, Segmento Fondi Chiusi, di Borsa Italiana.

Al 30 giugno 2011 il valore complessivo netto del Fondo è pari a Euro 376.865.167 (al 30 giugno 2010 Euro 389.121.251, al 31 dicembre 2010 Euro 388.908.015); tale valore beneficia dell'equity richiamato e sconta i rimborsi effettuati nel corso del mese di aprile, con riferimento alla finestra chiusasi al 31 dicembre 2010.

Al 30 giugno 2011 le attività ammontano a Euro 500.631.779 (al 30 giugno 2010 Euro 513.715.815, al 31 dicembre 2010 Euro 515.304.360).

Alla stessa data il valore della quota si è attestato a Euro 259,027 rispetto ad un valore di Euro 263,885 rilevato al 31 dicembre 2010 (Euro 260,337 al 30 giugno 2010); il numero delle quote in circolazione è diminuito a seguito della differenza negativa fra rimborsi e richiami intervenuti in corso d'anno, passando da 1.473.777 a 1.454.927.

Tenendo conto dei proventi e dei rimborsi anticipati erogati ai sottoscrittori per un totale di Euro 14,20 pro quota, al 30 giugno 2011 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale, pari a Euro 250 (corrisposto in occasione del primo collocamento), del 9,29%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2011 risulta pari a 0,33%, mentre al 31 dicembre 2010 era pari a 0,23%.

## **LO SCENARIO MACROECONOMICO**

La crescita del PIL nell'Eurozona è stata pari all'1,8% nel 2010 e allo 0,8% nel primo trimestre del 2011<sup>1</sup>. Tuttavia la situazione all'interno dell'area Euro non è omogenea. Ad esempio, la Germania ha registrato una crescita più alta rispetto alla media (+3,6% nel 2010 e +1,5% nei primi tre mesi del 2011), mentre in Francia e in Italia (i due paesi economicamente più grandi dell'area Euro, dopo la Germania) la crescita del PIL nel 2010 è stata, rispettivamente, dell'1,5% e dell'1,3%, mentre nel primo trimestre 2011 dello 0,9% e dello 0,1%<sup>2</sup>. La Spagna ha invece continuato a registrare una riduzione del PIL nel 2010 (-0,1%)<sup>3</sup>. Nel corso di tutto il 2011 tali differenze dovrebbero essere confermate con l'area Euro che dovrebbe registrare una crescita del 2%, la Germania del 3,2%, la Francia del 2,1%, l'Italia dell'1% e la Spagna dello 0,8%<sup>4</sup>. Parallelamente il tasso di disoccupazione dovrebbe ridursi dal 7,1% del 2010 al 6,4% a fine 2011 in Germania, mantenersi sostanzialmente stabile in Francia e in Italia rispettivamente intorno al 9,5% e all'8,4%, ma aumentare dal 20,1% al 20,6% in Spagna<sup>5</sup>. Per quanto riguarda l'inflazione i primi mesi del 2011 hanno dato continuità alle tendenze inflazionistiche già in atto alla fine dello scorso anno: a Maggio 2011 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo mostrava un incremento del 3% in Italia (era 2,1% a fine 2010), del 2,4% in Germania (1,9% nel 2010), 2,2% in Francia (1,4% nel 2010) e 3,4% in Spagna (2% nel 2010)<sup>6</sup>.

L'evoluzione di tale situazione sarà influenzata dallo sviluppo che la crisi di fiducia che sta caratterizzando i mercati finanziari dell'area Euro in questo periodo avrà nei prossimi mesi. I debiti pubblici di alcuni paesi dell'area Euro sono aumentati negli ultimi anni a seguito della crisi finanziaria ed economica e questo ha portato anche un aumento significativo tra i differenziali di rendimento tra i titoli di stato dei vari paesi europei. Il debito pubblico in percentuale del PIL nazionale è aumentato tra il 2007 ed il 2010 dal 36% al 60% in Spagna, dal 105% al 142% in Grecia, dal 25% al 96% in Irlanda e dal 68% al 93% in Portogallo<sup>7</sup>. In Italia l'aumento è stato relativamente più limitato (dal 103% nel 2007 al 119% nel 2010), tuttavia, già alla fine di Giugno 2011, il differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato italiani e quelli tedeschi (metro di riferimento in materia) ha superato i 220 bps dai 190 bps

<sup>1</sup> Banca d'Italia – Bollettino Statistico n.65 (Luglio 2011)

<sup>2</sup> Banca d'Italia – Bollettino Statistico n.65 (Luglio 2011)

<sup>3</sup> Fondo Monetario Internazionale – World Economic Outlook Update (Luglio 2011)

<sup>4</sup> Fondo Monetario Internazionale – World Economic Outlook Update (Luglio 2011)

<sup>5</sup> Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2011

<sup>6</sup> Banca d'Italia – Bollettino Statistico n.65 (Luglio 2011)

<sup>7</sup> Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2011

di inizio anno (è rilevante ricordare inoltre che il differenziale era di soli 74 bps alla fine del 2009).

## ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

### Il mercato immobiliare Europeo

I recenti sviluppi dei mercati immobiliari nei principali paesi Europei sembrano seguire i relativi andamenti delle economie nazionali. In Spagna il volume di investimento semestrale (Euro 1,1 miliardi circa) è stato molto vicino al minimo degli ultimi cinque anni e in Portogallo la situazione è stata ancora più negativa con poco più di Euro 120 milioni investiti nei primi sei mesi del 2011<sup>8</sup>. In Italia e Gran Bretagna il mercato degli investimenti immobiliari è stato essenzialmente stabile nei primi sei mesi del 2011 rispetto allo stesso periodo del 2010 (Euro 1,8 miliardi in Italia e Euro 17 miliardi in Gran Bretagna)<sup>9</sup>. Invece, in Germania e in Francia, i volumi investiti nel settore immobiliare hanno mostrato un aumento nel primo semestre dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. In Germania gli investimenti sono passati dai Euro 9 miliardi nel primo semestre del 2010 a più di Euro 11 miliardi nel 2011 e in Francia gli investimenti sono aumentati da meno di Euro 4 miliardi a più di Euro 5 miliardi.

### Il mercato immobiliare Italiano

In Italia il mercato degli investimenti nel primo semestre del 2011 è stato in linea con quanto successo nei primi sei mesi del 2009 e del 2010. Il volume di investimento è stato pari a circa Euro 1,8 miliardi nei primi sei mesi dell'anno, di cui più di Euro 400 milioni si riferiscono ad una singola operazione di investimento (La Rinascente di Milano acquistata in Marzo da un fondo immobiliare italiano)<sup>10</sup>.

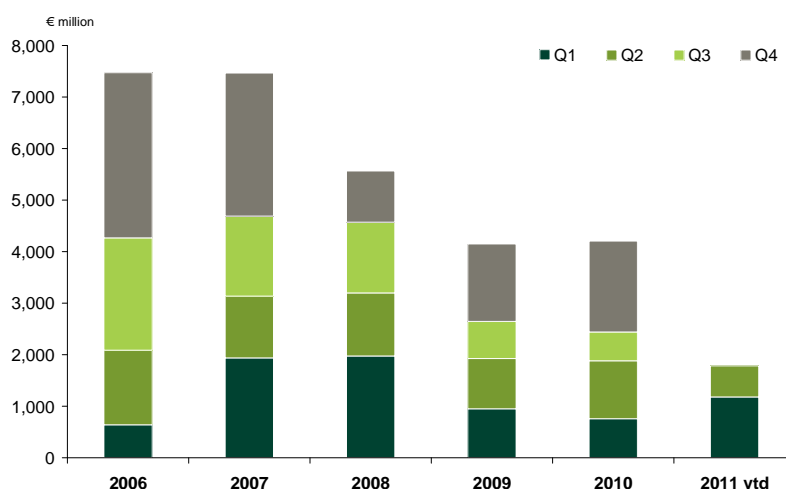


Figura 1: Volume di investimento diretto trimestrale (immobiliare di impresa, in Italia).

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Nel 2010 il volume investito nel primo semestre era stato simile (superiore solo del 5% rispetto a quest'anno) e anche allora era stata registrata una grande transazione di un immobile ad uso commerciale (il centro commerciale Porta di Roma). Da tre anni ad oggi il mercato italiano è rimasto costante non solo in termini numerici, ma anche nelle principali tendenze che lo caratterizzano. Infatti, le operazioni di grandi dimensioni scarseggiano ancora a causa della persistente difficoltà di reperire finanziamenti (ad eccezione della compravendita della Rinascente l'investimento di dimensioni maggiori è stato di circa Euro

<sup>8</sup> BNP Paribas Real Estate Research

<sup>9</sup> BNP Paribas Real Estate Research

<sup>10</sup> BNP Paribas Real Estate Research

70 milioni) e la quota di investimenti di operatori internazionali continua a diminuire. Infine, l'interesse degli investitori continua ad essere fortemente concentrato sugli *asset* che presentano un rischio minore.

## Terziario

Nonostante la lenta uscita dalla crisi il settore uffici mostra dei miglioramenti nei principali indicatori di mercato, proseguendo nella tendenza già osservata durante la fine del 2010. L'assorbimento di spazi ad uso uffici è stato particolarmente elevato nel primo semestre del 2011 e l'interesse dei conduttori si è ancora rivolto in gran parte ad immobili nuovi o recentemente ristrutturati. Inoltre, seppur in molti casi tale assorbimento è riconducibile a traslochi di aziende che hanno accorpato diverse sedi e razionalizzato gli spazi occupati, il tasso di sfritto si è lievemente ridotto.

### ▪ Milano

Nel primo semestre del 2011 il volume di assorbimento si è attestato poco al di sotto dei 200.000 mq, livello ben superiore a quanto registrato nello stesso periodo del 2010 quando l'assorbimento si era fermato poco al di sopra dei 110.000 mq<sup>11</sup>. Il tasso di sfritto è così diminuito dal 10% di fine 2010 al 9,6% attuale<sup>12</sup>. Per quanto riguarda i canoni *prime*, il livello nel centro della città è rimasto stabile rispetto alla fine del 2010 a 520 €/mq/anno, mentre sono lievemente saliti nella zona semi centrale (con particolare riferimento alla zona di Porta Garibaldi e della Stazione Centrale) ai 365 €/mq/anno<sup>13</sup>.

### ▪ Roma

Il mercato romano delle locazioni è stato caratterizzato nel primo semestre del 2011 da due grandi transazioni di oltre 30.000 mq ciascuna che hanno spinto il livello totale di assorbimento (quasi 150.000 mq) a livelli molto alti per il mercato romano<sup>14</sup>. Tuttavia anche senza queste due transazioni il mercato romano delle locazioni si è mostrato piuttosto vivace considerando che l'assorbimento nello stesso periodo dell'anno scorso era stato di soli 60.000 mq<sup>15</sup>. I canoni *prime* sono tuttavia stabili a quota 420 €/mq/anno nel centro città (dove si è concentrata la maggior parte delle locazioni), mentre nella zone dell'Eur (dove invece le transazioni sono in calo rispetto allo scorso anno) i canoni *prime* sono diminuiti dai 330 €/mq/anno di fine 2010 agli attuali 300 €/mq/anno<sup>16</sup>.

## Commerciale

Il settore commerciale è probabilmente quello che oggi gode di maggiore salute nel contesto del mercato immobiliare italiano, seppur anche in questo comparto non mancano situazioni di rischio. La crisi economica ha infatti innalzato la disoccupazione e ha, conseguentemente, avuto un effetto negativo sulle dinamiche di consumo delle famiglie italiane. Tuttavia la tradizionale solidità patrimoniale delle famiglie italiane, data dal basso indebitamento e dall'alta propensione risparmio, ha permesso che gli effetti negativi sui consumi rimanessero limitati. Non è infatti un caso che sia proprio il settore commerciale l'unico settore capace di continuare ad attrarre investimenti dall'estero negli ultimi anni: nel corso del 2010 e del primo semestre del 2011 quasi un miliardo di Euro è stato investito in strutture commerciali (prevalentemente grandi centri commerciali) da primari operatori internazionali<sup>17</sup>.

---

<sup>11</sup> BNP Paribas Real Estate Research

<sup>12</sup> BNP Paribas Real Estate Research

<sup>13</sup> BNP Paribas Real Estate Research

<sup>14</sup> BNP Paribas Real Estate Research

<sup>15</sup> BNP Paribas Real Estate Research

<sup>16</sup> BNP Paribas Real Estate Research

<sup>17</sup> BNP Paribas Real Estate Research

## Residenziale

Il numero di compravendite di abitazioni è tornato a rallentare tra la fine del 2010 e l'inizio del 2011 secondo i dati di Agenzia del Territorio. Il numero di compravendite nel 2010 si è attestato intorno alle 612.000 unità compravendute (livelli così bassi non si osservavano dal 1998)<sup>18</sup>.

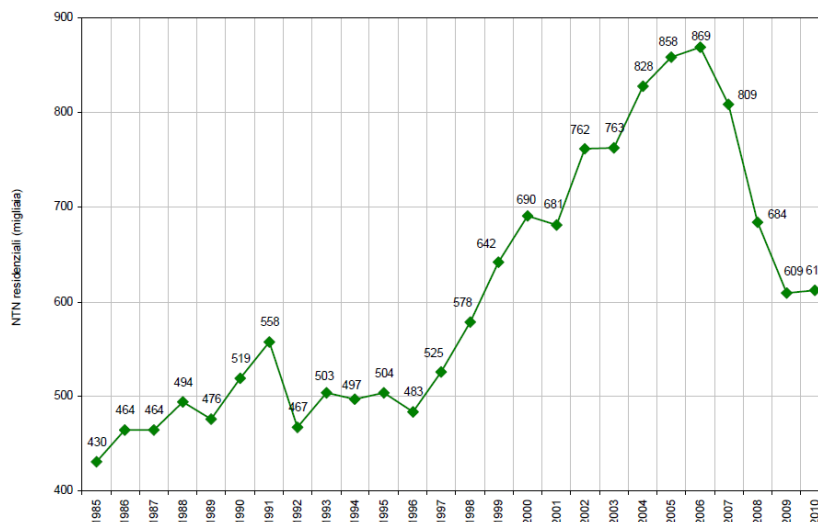


Figura 2: Andamento del Numero di Transazioni Normalizzate (migliaia) 1985-2010.

Fonte: Agenzia del Territorio – Rapporto Immobiliare 2011

Tale livello è stato sostanzialmente in linea con quello del 2009, ma con un sensibile peggioramento nel secondo semestre. Tale peggioramento è stato confermato nel primo trimestre del 2011: quasi il 4% in meno di case è stato compravenduto in questo periodo rispetto al primo trimestre del 2010<sup>19</sup>.

## Industriale / Logistico

A causa della lenta ripresa dell'economia italiana anche il comparto industriale e della logistica stenta a mostrare dei chiari segnali di miglioramento. Gli investimenti in questa tipologia di immobili da parte di investitori istituzionali sono stati molto limitati nel 2011. Dal lato dei conduttori, tra i principali *drivers* dell'assorbimento di spazi ad uso logistico ed industriale vi è la rilocalizzazione in *location* dotate di eccellenti infrastrutture unitamente al consolidamento in immobili più efficienti (meglio se specializzati per funzioni e per tipo di beni trattati)<sup>20</sup>. I canoni di locazioni sono stati stabili nella maggior parte delle regioni durante il 2010 e solo in poche zone hanno registrato una lieve riduzione<sup>21</sup>. In quasi tutte le regioni è stata raggiunta la soglia minima sotto la quale eventuali nuovi progetti non sarebbero più sostenibili da un punto di vista economico. Si prevede tuttavia che nella seconda metà del 2011 i valori di locazione possano tornare a salire<sup>22</sup>.

## IL QUADRO NORMATIVO

Si informa che il primo semestre 2011 è stato caratterizzato da importanti novità sotto il profilo normativo e fiscale. In particolare si evidenzia che, con la legge 12 luglio 2011 n. 106, è stato convertito, senza che fossero apportate modifiche rispetto all'originaria versione del testo normativo, il D.L. n. 70 del 13 maggio 2011 (il c.d. "**Decreto Sviluppo**").

<sup>18</sup> Agenzia del Territorio – Rapporto immobiliare 2011

<sup>19</sup> Agenzia del Territorio – Nota trimestrale 2011 Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2011

<sup>20</sup> JLL – On point Feb 2011

<sup>21</sup> JLL – On point Feb 2011

<sup>22</sup> JLL – On point Feb 2011

La nuova normativa prevede rilevanti modifiche al regime fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliari, contenuto nell'art. 32 del D.L. 78/2010.

In particolare risultano introdotte le seguenti novità:

1. Viene previsto un regime di tassazione "per trasparenza", a decorrere dall'anno 2011, che determina il concorso dei redditi "conseguiti" annualmente dal fondo immobiliare alla formazione del reddito complessivo di ciascun partecipante, proporzionalmente alla quota di partecipazione detenuta dallo stesso, prescindendo dall'effettiva percezione dei proventi. Tale regime risulta applicabile a tutti i quotisti del fondo che detengano una partecipazione superiore al 5% (computando anche le quote detenute, *inter alia*, tramite società controllate ovvero soggetti familiari), ad eccezione dei seguenti soggetti (i "**Soggetti Esclusi**"):

- Stato o ente pubblico;
- OICR;
- forme di previdenza complementare e enti di previdenza obbligatori;
- imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati a copertura delle riserve tecniche;
- intermediari bancari e finanziari vigilati;
- i soggetti sopra indicati costituiti all'estero o in territori che consentano uno scambio di informazioni atto ad individuare i beneficiari effettivi, a condizione che siano indicati nella cd. *white list*;
- enti privati residenti che perseguano specifiche finalità di tipo sociale (ex. fondazioni bancarie);
- enti mutualistici;
- veicoli (societari o contrattuali) partecipati per più del 50% dai suddetti soggetti.

Pertanto, con riferimento ai Soggetti Esclusi e a quelli che detengano quote di partecipazione inferiori al 5% viene mantenuto il previgente regime fiscale.

Di conseguenza, i proventi derivanti dai Fondi Immobiliari percepiti dagli investitori in occasione della distribuzione di proventi periodici o del riscatto delle quote sono, in linea di principio, soggetti a una ritenuta alla fonte del 20% che trova applicazione a titolo di acconto o a titolo definitivo delle imposte complessivamente dovute in funzione del regime fiscale del soggetto che percepisce i proventi. Tale ritenuta alla fonte non è operata nei confronti degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) istituiti in Italia e delle forme di previdenza complementare identificate dalla legge.

Sui redditi imputati per "trasparenza" ai soggetti residenti non è più prevista l'applicazione della ritenuta del 20%. Tuttavia, quest'ultima trova applicazione, in ogni caso, per i soggetti non residenti in Italia secondo le disposizioni di cui all'art. 7 del D.L. 351/2001, relativo al regime tributario dei partecipanti.

2. Gli investitori esteri, che non rientrano tra quelli che possono beneficiare del regime di esenzione dalla ritenuta previsto dalla normativa italiana (come, ad esempio, nel caso dei fondi pensione esteri o degli organismi di investimento collettivo del risparmio esteri istituiti in Stati e territori che consentono lo scambio di informazioni tra le autorità fiscali) ma che soddisfano le condizioni previste per l'applicabilità delle convenzioni contro le doppie imposizioni, possono richiedere l'applicazione della minore aliquota prevista dalle convenzioni.

3. Con riferimento agli anni anteriori al 2011, i soggetti diversi dai Soggetti Esclusi, che al 31 dicembre 2010 detenevano una quota di partecipazione al fondo superiore al 5%, sono soggetti ad un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5%, da calcolarsi sul valore medio delle quote possedute così come risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010.

L'imposta è versata dal partecipante con le modalità e nei termini previsti per il versamento a saldo delle imposte risultanti dalla dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta 2011. L'imposta può essere versata a cura della SGR o dell'intermediario depositario delle quote in due rate di pari importo, rispettivamente, entro il 16 dicembre 2011 ed entro il 16 giugno 2012. A tal fine, il partecipante è tenuto a fornire la provvista. In mancanza, la società di gestione del risparmio può effettuare la liquidazione parziale della quota per l'ammontare necessario al versamento dell'imposta.

4. Risultano abrogate le disposizioni, presenti nella prima versione del decreto attuativo del decreto legge n. 78/2010, relative all'obbligo di adeguamento (necessario in assenza dei requisiti di "pluralità" dei partecipanti e "autonomia" del fondo) e correlato al pagamento di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi del 5%, da calcolarsi sul valore del NAV al 31 dicembre 2009.

All'esito dell'emanazione del Decreto Sviluppo la Banca d'Italia ha emanato una circolare con la quale ha comunicato, *inter alia*, il venir meno del potere della stessa Banca d'Italia di approvare i regolamenti di gestione (e loro modifiche) dei fondi riservati ad investitori qualificati e dei fondi speculativi.

5. Viene prevista la "possibilità" di deliberare entro il 31 dicembre 2011, da parte della SGR e previa deliberazione dell'assemblea dei partecipanti, la liquidazione dei fondi nei quali, alla data del 31 dicembre 2010, almeno un partecipante deteneva una quota di partecipazione superiore al 5%; in tal caso, la SGR applica un'imposta sostitutiva pari al 7% del NAV al 31 dicembre 2010. La liquidazione dovrà essere conclusa nel termine di 5 anni e sui risultati di liquidazione eventualmente prodotti, a far data dal 1° gennaio 2011, risulta dovuta annualmente un'imposta sostitutiva del 7%. In tale caso non trovano applicazione l'imposta sostitutiva al 5% e la tassazione per "trasparenza".

6. Viene mantenuto inalterato, rispetto alle originarie prescrizioni di cui all'art. 32 del D.L. 78, il regime agevolativo ai fini delle imposte indirette applicabile agli atti di liquidazione/cessione del patrimonio del fondo.

## **QUOTAZIONE PRESSO BORSA ITALIANA S.P.A. DI MILANO**

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 organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A. Tuttavia, Borsa Italiana aveva ritenuto che la possibilità di dar corso a rimborsi anticipati su richiesta degli investitori facendo ricorso all'indebitamento, secondo le modalità contemplate dall'articolo 30, comma 6 del Regolamento di gestione del Fondo, fosse sostanzialmente non compatibile con la necessità di garantire l'ordinata e corretta negoziazione di tali strumenti finanziari sui mercati regolamentati da essa gestiti.

Recentemente il D.M. 197/2010 ha introdotto all'articolo 12 del D.M. 228/1999, il nuovo comma 2-ter a mente del quale «i fondi chiusi per i cui certificati rappresentativi delle quote sia prevista la quotazione in un mercato regolamentato non possono assumere prestiti per effettuare rimborsi anticipati delle quote»

Ne consegue che, non potendo più fare ricorso all'indebitamento per soddisfare le richieste di rimborso anticipato eccedenti le nuove sottoscrizioni di quote, la negoziazione delle stesse quote su un mercato regolamentato costituiva l'unica alternativa idonea a consentire agli investitori un'effettiva possibilità di uscita dal Fondo.

Per tali ragioni si è reiterata a Borsa Italiana l'istanza di ammissione alla quotazione.

In data 3 Maggio 2011, il Fondo è stato ammesso alla quotazione presso il MIV, Mercato degli Investment Vehicles, Segmento Fondi Chiusi, di Borsa Italiana. Il valore di Borsa, alla data del 30 giugno 2011, si è attestato sul valore di Euro 132; dall'inizio delle negoziazioni fino alla fine del semestre i prezzi hanno subito oscillazioni comprese fra un massimo di

Euro 212 del 4 maggio e un minimo di Euro 121 registrato il 16 giugno, facendo segnare un progressivo decremento dei valori, pari al 37,7%, rispetto al valore iniziale.

Si è inoltre riscontrato che il numero medio delle transazioni giornaliere risulta esiguo, 196 quote, rispetto al totale delle quote in circolazione.

## 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

Grazie alle operazioni di acquisto effettuate nel corso del secondo semestre del 2010 il Fondo ha esaurito la liquidità disponibile per gli investimenti; pertanto, la corrente attività è concentrata sulla gestione e valorizzazione del portafoglio esistente.

Con riferimento al comparto residenziale, nel corso del 1° semestre 2011 sono state finalizzate le cessioni di un'unità residenziale e un posto auto relativo allo stabile di Livorno e due unità residenziali con due posti auto relativi allo stabile di Venezia, per un totale di Euro 610.000; prosegue l'attività di commercializzazione delle restanti unità immobiliari. Non sono invece stati ceduti immobili a destinazione terziaria.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dall'esperto indipendente, REAG-Real Estate Advisory Group SpA, gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a Euro 367,95 milioni, sostanzialmente in linea con il costo storico comprensivo degli oneri capitalizzati e con il valore di mercato degli stessi al 31 dicembre 2010.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo alla data del 30 giugno 2011:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore mercato 30/06/2011 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
04/04/2006	Uffici (Torre Ares)	Milano, Via Tortona 33	17.956	25.545.973	29.400.000	15,09	UniCredit Real Estate S.p.A.
04/04/2006	Uffici (Torre Athena)	Milano, Via Tortona 33	24.526	36.842.541	40.800.000	10,74	Multitenant.
24/04/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50 (1)	947	2.072.011	1.800.000	-13,13	Unità immobiliari ristrutturate (in corso parziale trasformazione da uffici a residenziale)
27/04/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	7.569	10.112.616	12.300.000	21,63	Multitenant



<b>Data acquisto</b>	<b>Tipologia</b>	<b>Ubicazione</b>	<b>Superficie (m2 lordi)</b>	<b>Prezzo acquisto Euro (*)</b>	<b>Valore mercato 30/06/2011 Euro</b>	<b>Increm. Valore (%)</b>	<b>Conduttore principale</b>
29/05/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49 (1)	3.653	12.156.339	10.000.000	-17,74	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	8.960	15.620.000	11.500.000	-26,38	Immobile in fase di trasformazione
12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	14.527	12.049.800	12.000.000	-0,41	Vacant
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	15.321	10.536.375	11.800.000	11,99	Istituto Europeo di Oncologia
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	15.982	12.867.775	12.100.000	-5,97	Vari
12/04/2007	Uffici	Milano Via Gallarate 184	8.927	17.615.188	16.700.000	-5,2	KIA Motors Italy
08/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	19.995	15.832.515	17.300.000	9,27	Vari
14/09/2007	Uffici	Milano Via Castellanza 11	13.047	19.108.712	19.000.000	-0,57	Reply Group
12/12/2007	Commerciale	Milano Via Pitteri 84	4.341	13.503.148	12.800.000	-5,21	Media Market S.p.A. (gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Cinisello Balsamo (MI), Viale Fulvio Testi 210	7.032	22.836.402	21.000.000	-8,04	Media Market S.p.A. (gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Brescia, Via Orzinuovi	3.839	7.593.415	7.100.000	-6,5	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	7.450.000	-7,92	Media Market S.p.A. (gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Parma C.C. Euro Torri P.za Balestrieri	4.301	10.769.846	10.100.000	-6,22	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
15/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 9	4.725	9.607.197	8.900.000	-7,36	Unieuro, Oviessse, Maxi Zoo
30/09/2008	Uffici	Milano, Via Inverigo n 4/6	4.201	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)
22/12/10	Commerciale	Milano, Viale Certosa n. 29	11.342	26.926.900	26.400.000	-1,96	Media Market S.p.A. (gruppo Metro)
29/12/10	Logistica	Trezzo sull'Adda (MI), V.le Lombardia n. 80	25.667	14.246.494	14.700.000	3,18	Comprabene S.p.A. (gruppo Lombardini)
<b>TOTALI</b>			<b>238.489</b>	<b>374.369.227</b>	<b>367.950.000</b>	<b>-1,71</b>	

(\*) comprende eventuali oneri sostenuti per la valorizzazione/ristrutturazione degli immobili, imposte di trasferimento e oneri notarili

(1) nel corso del semestre sono state vendute ulteriori unità dei complessi residenziali, nella tabella è indicato il valore delle unità residue.

Le minusvalenze non realizzate su immobili contabilizzate nel semestre, al netto delle vendite effettuate, ammontano complessivamente a Euro 2,1 milioni.

Come si evidenzia nella tabella, alcuni immobili mostrano una discesa dei valori di mercato al di sotto del valore di acquisto, comprensivo 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.

In relazione all'immobile residenziale sito in Livorno, tale differenza è dovuta alla difficoltà nella commercializzazione delle unità ad uso ufficio che rappresentano la quasi totalità delle unità invendute. Per favorire la commercializzazione si sta provvedendo, in relazione ad alcune di tali unità, alla trasformazione in residenziale.

In riferimento all'immobile di S. Giuliano Milanese continua l'attività di trasformazione da complesso logistico in commerciale, trasformazione che permetterà, alla sua conclusione, di migliorare la commerciabilità del bene e, di conseguenza, la sua valorizzazione.

In riferimento all'immobile di Roma, Via dei Berio, la riduzione è sostanzialmente da imputarsi alla discesa dei valori immobiliari del mercato di riferimento, in quanto l'asset è completamente affittato a valori di mercato.

In relazione all'immobile di Milano, Via Gallarate la discesa del valore di mercato è da imputarsi all'effetto combinato della riduzione dei valori di mercato e al tasso di sfritto dello stesso, che benché si sia ridotto, è comunque intorno al 50%.

Per quanto riguarda il portafoglio commerciale del Fondo (ad esclusione dell'immobile di Ferrara acquisito nel dicembre 2009 e dell'immobile di Milano, Viale 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 della loro 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 (il rapporto tra canone di locazione corrente e costo di acquisizione è pari, in media, al 6%).

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

Nel corso del semestre i ricavi da locazione sono stati pari a Euro 10.085.650; nel secondo semestre 2010 tale voce era stata pari a Euro 9.940.229.

Nel corso del primo semestre le principali attività di manutenzione straordinaria hanno riguardato i seguenti immobili:

- Milano, via Grosio 10/8: sostituzione dei fan coils interni agli uffici e dei relativi impianti elettrici per un ammontare complessivo di circa Euro 100.000;
- Milano, via Tortona 33: lavori di ripristino della porzioni di facciata in cemento armato; le opere appaltate ammontano a ca. Euro 290.000; al 30 giugno sono state completate circa il 20% delle opere per un importo pari a circa Euro 75.000;
- San Giuliano Milanese via Po: sono in corso i lavori di cambio di destinazione d'uso del complesso immobiliare da logistico a commerciale. Sono in fase avanzata le opere di bonifica e demolizione (interventi realizzati nel semestre per circa Euro 250 mila) mentre sono nella fase iniziale le opere di realizzazione delle strutture prefabbricate (interventi realizzati nel semestre per circa Euro 100 mila).

Al 30 giugno 2011 il valore complessivo degli strumenti finanziari non quotati dei quali il Fondo è titolare, con finalità di investimento indiretto in immobili, risulta pari a circa Euro 114,1 milioni, di cui:

- Euro 842.979 nella partecipazione di controllo nella società Edil Future S.r.l., attualmente proprietaria dei rami d'azienda per l'esercizio dell'attività commerciale negli immobili "retail" siti in Marcon (VE), Ferrara e Milano, Viale Certosa;

- Con riferimento all'investimento nella OPCI di diritto francese "Technical Property Fund 1" gestita da BNP Paribas REIM Francia:
  - Euro 0, dopo la svalutazione di Euro 50.000 effettuata nell'esercizio 2009 e 2010, nella partecipazione di controllo della società immobiliare Dire S.a.r.l., con sede in Lussemburgo, costituita nel 2008. Tale società detiene una partecipazione del 43,68% nella OPCI di diritto francese, gestita da BNP Paribas REIM Francia, denominata "Technical Property Fund 1", veicolo che possiede indirettamente immobili a reddito 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, il valore di perizia è risultato negativo per Euro 654 mila; al fine di tener conto di tale valutazione nella determinazione del patrimonio netto del Fondo, oltre alla totale svalutazione della partecipazione è stato adeguato il fondo rischi già presente che si è ridotto da Euro 2,4 milioni a Euro 654 mila, con relativa rilevazione di una diminuzione delle minusvalenze non realizzate di Euro 1,74 milioni.  
Si rileva che nel corso del semestre il veicolo "Technical Property Fund 1" non ha distribuito alcun dividendo, in quanto la distribuzione viene effettuata annualmente (nel corso del 2010 è stata pari a circa il 6% del capitale investito);
  - Euro 33 milioni in obbligazioni fruttifere emesse dalla società Dire S.a.r.l. in relazione all'investimento di cui sopra;
- Con riferimento all'investimento nella società EPL S.a.s.:
  - Euro 7,9 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, registrandosi una plusvalenza rispetto al valore a fine 2010 pari a Euro 0,6 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 del semestre tali obbligazioni hanno maturato interessi per complessivi Euro 352.945, pari al 9% dell'investimento;
- Euro 64,5 milioni in parti di OICR, come di seguito dettagliato:
  - Euro 11.553.000 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "German Retail Box Fund";
  - Euro 3.500.000 nella partecipazione nel Fond Commun de Placement "AVIVA Central European Property Fund";
  - Euro 1.903.000 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "Rockspring Portuguese Property Partnership";
  - Euro 13.007.930 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "Rockspring Paneuropean Property Limited Partnership";
  - Euro 12.428.002 nella partecipazione nel Fondo immobiliare italiano "Umbria - Comparto Monteluce" e
  - Euro 22.074.086 nella partecipazione nel Fondo immobiliare italiano "Scarlatti".

L'andamento negativo dei valori di NAV degli O.I.C.R. oggetto degli investimenti del Fondo riflette la congiuntura negativa manifestatasi a partire dal 2008 sui mercati immobiliari europei nei quali tali veicoli investono che ha comportato la contabilizzazione, nel primo semestre 2011, di una minusvalenza complessiva a carico del Fondo pari a Euro 2,2 milioni. Si rileva, tuttavia, che per quanto riguarda il valore di alcuni OICR si è evidenziata, nel semestre, una leggera ripresa, che ha tra l'altro permesso, nel 1° semestre 2011, di

registrare incassi di dividendi e rimborsi anticipati di capitale per un ammontare pari a circa Euro 2 milioni, di cui:

- Euro 1,98 milioni circa distribuiti dal fondo "Scarlatti" di cui Euro 1,2 milioni circa a titolo di provento (pari al circa il 5,36% del valore dell'investimento) e Euro 784.676 a titolo di rimborso parziale quota;
- Euro 49.104 distribuiti da Rockspring Portuguese Property Partnership (pari al 2% circa su base annua del valore dell'investimento iniziale);
- Euro 437.942 distribuiti da German Retail Box Fund (pari a circa il 5,84% su base annua dell'investimento iniziale);
- Euro 333.515 circa distribuiti da Paneuropean Property Limited Partnership (pari al 3,3% su base annua dell'investimento iniziale).

E' da rilevare che nel semestre sono stati svalutati crediti vantati dal Fondo verso locatari diversi per complessivi Euro 25.820 e sono state effettuate riprese di valore per Euro 2.700. I crediti risultano svalutati al 30 giugno 2011 complessivamente di Euro 259.342.

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.

## **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 32,6% del valore di mercato degli immobili in portafoglio.

## **GESTIONE MOBILIARE**

Nel corso del semestre la gestione della liquidità eccedente del Fondo, delegata a BNP Paribas Investment Partners Sgr, è stata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro, in essere al 30 giugno 2011 per l'importo di Euro 7,8 milioni, ed in quote di Sicav, denominata "BNP Insticash Fund", investita in strumenti finanziari del mercato monetario in Euro, con rating "Tripla A", per l'importo al 30 giugno 2011 di Euro 6,1 milioni.

Alla stessa data la posizione netta di liquidità risulta pari a Euro 2,6 milioni, depositata sui conti correnti accesi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities - Succursale di Milano, di cui Euro 0,7 milioni su conto pignato a favore di Bayerische Landesbank ed Euro 38 mila 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.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2011

*importi in Euro*

ATTIVITA'	Situazione al 30.06.2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
A1. PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO	842.979	0,17 %	877.763	0,17 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	7.916.100	1,58 %	7.322.699	1,42 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	40.891.600	8,17 %	40.957.000	7,95 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	70.536.668	14,09 %	71.744.621	13,92 %
<b>STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>				
A6. TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A7. TITOLI DI DEBITO	7.828.694	1,56 %	16.629.852	3,23 %
A8. PARTI DI O.I.C.R.	0	0,00 %	0	0,00 %
<b>STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
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>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>				
B1. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE	356.150.000	71,14 %	356.200.000	69,12 %
B2. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA	0	0,00 %	0	0,00 %
B3. ALTRI IMMOBILI	11.800.000	2,36 %	13.100.000	2,54 %
B4. DIRITTI REALI IMMOBILIARI	0	0,00 %	0	0,00 %
<b>C. CREDITI</b>				
C1. CREDITI ACQUISTATI PER OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE	0	0,00 %	0	0,00 %
C2. ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A VISTA	0	0,00 %	0	0,00 %
D2. ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
<b>E. ALTRI BENI</b>				
ALTRI BENI	0	0,00 %	0	0,00 %
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>				
F1. LIQUIDITA' DISPONIBILE	2.605.512	0,52 %	3.830.327	0,74 %
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 %
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>				
G1. CREDITI PER P.C.T. ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0,00 %	0	0,00 %
G2. RATEI E RISCONTI ATTIVI	553.826	0,11 %	2.203.362	0,43 %
G3. RISPARMI DI IMPOSTA	14.851	0,00 %	7.298	0,00 %
G4. ALTRE	1.491.549	0,30 %	2.431.438	0,47 %
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>500.631.779</b>	<b>100,00 %</b>	<b>515.304.360</b>	<b>100,00 %</b>

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2011

*importi in Euro*

<b>PASSIVITA' E NETTO</b>	Situazione al 30.06.2011	Situazione a fine esercizio precedente
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
H1 . FINANZIAMENTI IPOTECARI	120.000.000	120.000.000
H2 . PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0
H3 . ALTRI	0	0
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
I1 . OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0
I2 . OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0
<b>L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI</b>		
L1 . PROVENTI DA DISTRIBUIRE	0	0
L2 . ALTRI DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>		
M1 . PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	0	0
M2 . DEBITI DI IMPOSTA	6.791	10.407
M3 . RATEI E RISCOINTI PASSIVI	852.912	674.113
M4 . ALTRE	2.906.909	5.711.825
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>123.766.612</b>	<b>126.396.345</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>376.865.167</b>	<b>388.908.015</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>1.454.927</b>	<b>1.473.777</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>259,027</b>	<b>263,885</b>
<b>Controvalore complessivo degli importi rimborsati</b>	<b>5.895.108,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Valore unitario delle quote rimborsate</b>	<b>4,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Valore complessivo degli importi da richiamare</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Valore delle unitario delle quote da richiamare</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Proventi distribuiti per quota</b>	<b>2,46</b>	<b>0,00</b>
<b>IMPEGNI</b>		
<b>Acquisti immobiliari da perfezionare</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Fidejussioni rilasciate a terzi</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Titoli sottoscritti e in attesa di richiamo impegni</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Il presente documento è composto da 14 (quattordici) pagine  
BNP Paribas REIM SGR p.A.  
L'Amministratore Delegato  
(Ivano Ilardo)