



FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2010

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 sul mercato retail nel corso dell'ultimo trimestre del 2004 e nel primo trimestre del 2005, raggiungendo una raccolta totale pari a Euro 130,7 milioni; 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 2010 vi sono state nove aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006, 2007, 2008 e 2009, una per il corrente anno.

Nel 2006 il controvalore totale delle quote sottoscritte, al netto dei rimborsi, è stato pari ad oltre Euro 92 milioni, nel 2007 tale valore è stato superiore a Euro 106 milioni e nel 2008 è stato di Euro 69 milioni. Nel 2009 le aperture semestrali hanno fatto registrare complessivamente un deflusso pari a Euro 2,2 milioni, in conseguenza alla presentazione di richieste di riscatto superiori alle nuove sottoscrizioni.

Lo scorso 30 giugno si è chiusa la prima finestra dell'esercizio 2010; l'equity raccolto è risultato pari a Euro 5.891.426 (quote n. 22.630), al lordo di riscatti richiesti per Euro 11.334.292 (quote 43.537), per un saldo negativo di euro 5.442.866.

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

Al netto delle minusvalenze su immobili e partecipazioni immobiliari non realizzate, il cui dettaglio viene esposto più avanti, derivanti dai riflessi sui valori immobiliari dell'attuale situazione economico-finanziaria, il risultato della gestione caratteristica del Fondo risulta positivo per Euro 3.729.388 (al 30 giugno 2009 era negativo per Euro 2.959.874 e al 31 dicembre 2009 positivo per Euro 7.959.219).

Il 1° semestre 2010 si chiude con una perdita di Euro 3.310.281; al 30 giugno 2009 la perdita era risultata di Euro 16.244.732, mentre il 2009 si è chiuso con una perdita Euro 26.325.293. Tale risultato recepisce minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 2.517.056, minusvalenze non realizzate su partecipazioni per Euro 2.750.735, minusvalenze non realizzate su OICR italiani e esteri direttamente detenuti per Euro 2.243.150, dividendi su OICR liquidati nel corso del 2010 ma ricompresi nel valore di NAV utilizzato per la valutazione a fine 2009 per Euro 744.069 ed altri ricavi per Euro 1.215.341, questi ultimi in relazione a plusvalenze non realizzate su OICR esteri indirettamente detenuti.

Il risultato evidenzia un forte rallentamento dell'andamento negativo che aveva invece contraddistinto, a seguito della richiamata crisi di mercato, l'intero anno 2009, facendo ipotizzare che le caratteristiche del portafoglio immobiliare oggetto dell'investimento siano tali da avere ormai superato la fase più critica.

Al 30 giugno 2010 il Valore Complessivo Netto del Fondo è pari a Euro 389.121.251; 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; il Valore Complessivo Netto del Fondo, al 31 dicembre 2009, era di Euro 397.631.899 e di Euro 404.869.354 al 30 giugno 2009.

Al 30 giugno 2010 le attività ammontano a Euro 513.715.815 (Euro 528.946.785 al 30 giugno 2009 e Euro 523.427.900 al 31 dicembre 2009).

Al 30 giugno 2010 il valore della quota si è attestato a Euro 260,337 rispetto ad un valore di Euro 262,552 rilevato al 31 dicembre 2009 (Euro 269,208 al 30 giugno 2009); il decremento del valore della quota registrato nel 1° semestre del 2010 è stato pari al 0,85%.

Tenendo conto dei proventi complessivamente erogati, pari a Euro 7,74, al 30 giugno 2010 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale del 7,2%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2010 risulta pari all'1,38%, mentre al 31 dicembre 2009 era pari al 1,7% contro il 2,5% del 30 giugno 2009.

LO SCENARIO MACROECONOMICO

Dopo il forte declino le economie del G8 hanno subito nel corso degli ultimi anni e che ha causato nel 2009, per la prima volta dal dopoguerra, una riduzione del PIL globale dello 0,6%, nel 2010 l'economia globale è ritornata a crescere. Il cammino verso una solida ripresa tuttavia sarà lento e non privo di incognite, in particolar modo per i Paesi Europei. I Paesi emergenti, infatti, faranno registrare, già nel 2010, tassi di crescita del PIL piuttosto elevati (6,3% in media, con punte in Cina e India rispettivamente del 10% e del 8,8%), negli Stati Uniti il PIL è previsto in crescita ad un tasso di poco superiore al 3% nel 2010, mentre nella Zona Euro la crescita sarà soltanto dell'1%¹. La crescita in Europa, grazie anche al deprezzamento dell'Euro, sembra al momento dover contare principalmente sulla domanda estera in quanto la domanda interna appare molto indebolita. Per quanto riguarda il settore privato, infatti, nel 2010 è previsto un ulteriore incremento del tasso di disoccupazione nella zona Euro di circa un punto percentuale. Nel settore pubblico invece sono in via di attuazione importanti programmi da parte dei diversi Governi nazionali per limitare la spesa pubblica, sia nel breve sia nel lungo periodo. La crisi che ha recentemente colpito la Grecia ha, infatti, svelato alcune fragilità nel sistema Euro che stanno avendo ripercussioni su altri Paesi dell'Unione Europea; in particolare avendo innalzato la percezione, da parte degli investitori, del rischio-paese per alcuni Stati con caratteristiche economiche e sociali per qualche aspetto simili alla Grecia. Ciò si è presto tramutato in un aumento dei rendimenti dei titoli governativi (e quindi degli interessi pagati dagli Stati sui loro debiti) e questo processo, congiuntamente agli effetti della crisi economica (riduzione del PIL, e quindi delle entrate per lo Stato, unito all'aumento della spesa pubblica per limitare l'impatto della crisi) ha fatto sì che il contenimento del debito pubblico divenisse la principale priorità di politica economica in Europa.

L'Italia, a causa del suo elevatissimo debito pubblico, è sicuramente tra quei Paesi che dovranno fare particolare attenzione all'evoluzione del proprio deficit nei prossimi anni, tuttavia la situazione dell'Italia appare più solida che altrove. In primo luogo l'alto debito pubblico dello Stato Italiano è ben controbilanciato dal basso indebitamento privato delle famiglie Italiane (Figura 1).

¹ Fondo Monetario Internazionale – World Economic Outlook, Aprile 2010

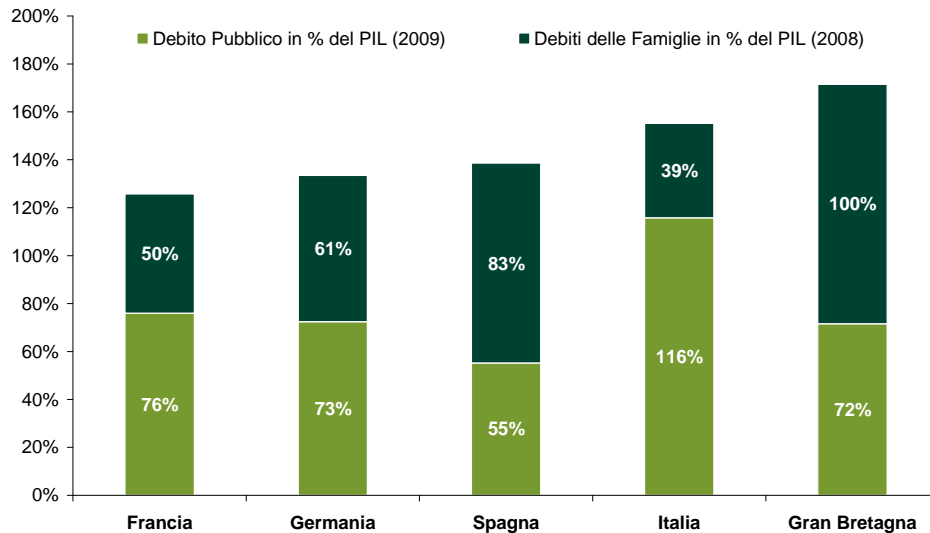


Figura 1: Indebitamento Pubblico e Privato nei Principali Paesi dell'Unione Europea.

Fonte: Eurostat e OCSE

In secondo luogo, il debito pubblico italiano in percentuale del PIL negli ultimi anni crescerà (da 103% nel 2007 al previsto 119% nel 2011), ma meno di quanto accadrà in altri Paesi (in Francia nello stesso arco temporale crescerà dal 63% all'88%, mentre in Spagna dal 36% è previsto arrivare addirittura all'88%)².

ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Investimenti

Il mercato immobiliare, in Europa così come in Italia, aveva mostrato incoraggianti segnali di ripresa negli ultimi mesi del 2009, ma nella prima metà del 2010 ha solo parzialmente confermato l'ottimismo. La crisi greca che ha gettato un'ombra di incertezza sul futuro della ripresa economica in Europa ha infatti rallentato la crescita degli investimenti diretti in immobili, che infatti sono risultati essere inferiori, nel primo semestre del 2010 rispetto al secondo semestre del 2009, in tutte le principali città Europee di circa il 15% in media³. L'impressione generale è che ciò sia causato da differenti ragioni, primo fra tutte le incertezze sul futuro andamento dei canoni di locazione in quanto fortemente legato all'andamento generale dell'economia. Inoltre la debolezza del mercato degli investimenti sembra essere dovuta anche alle difficoltà che incontrano gli investitori ad accogliere le richieste dei potenziali venditori, ancora restii a vendere a sconto rispetto alle valutazioni (ovvero ai valori di acquisto) di qualche anno fa. Tuttavia è da sottolineare che la situazione attuale del mercato immobiliare in Europa presenta *trend* e caratteristiche che, pur non essendo positive, sono comunque migliori rispetto all'anno scorso quando la crisi aveva toccato il suo momento peggiore. Rispetto a dodici mesi fa infatti sono molti i soggetti interessati ad investire nel mercato immobiliare, che rimane sempre uno dei mercati "rifugio" in momenti di incertezza, tuttavia rimane difficile reperire le giuste opportunità di investimento a causa dell'incertezza sui flussi di cassa derivanti dalle locazioni ovvero a causa di prezzi di acquisto richiesti troppo elevati.

In Italia, come nei principali mercati Europei, il mercato degli investimenti diretti in immobili, per quanto riguarda gli investitori istituzionali, è stato nel primo semestre del 2010 in linea con lo stesso periodo dell'anno scorso ma in riduzione rispetto al precedente semestre. Il volume degli investimenti è stato infatti di circa Euro 1,8 miliardi (Figura 2), è

² Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2010

³ BNP Paribas Real Estate Research

tuttavia da sottolineare come ben Euro 440 mil siano riconducibili ad una singola operazione (l'acquisto del centro commerciale Porta di Roma da parte di una *joint venture* tra Allianz e Corio). Escluso questo eccezionale *investment* l'attività sarebbe stata del 25% circa inferiore a quella del primo semestre del 2009.

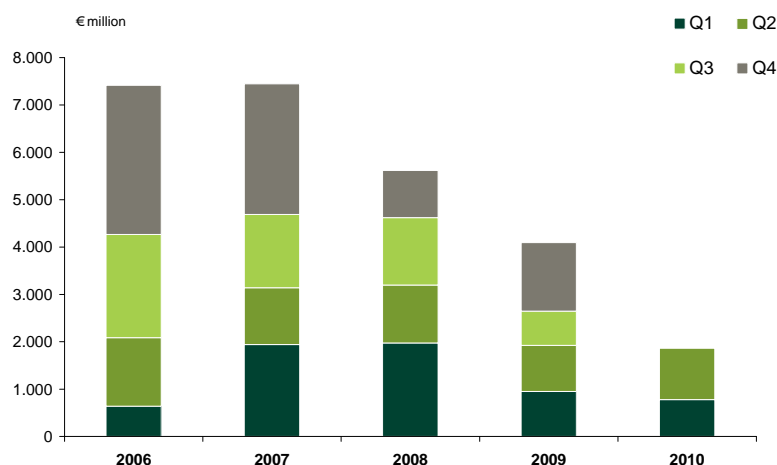


Figura 2: Volume di Investimento in Immobili in Italia.

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Il mercato continua a presentare caratteristiche molto simili a quelle già riscontrate nel corso del 2009: preferenza per le operazioni di taglio piccolo (solo il 20% circa delle operazioni concluse nel 2010 riguarda investimenti maggiori di Euro 50 mil), scarsa presenza di investitori internazionali e concentrazione su investimenti di tipo *core* (localizzati in zone centrali, nuovi o ristrutturati, completamente locati...) che sono ancora largamente preferiti a discapito di immobili di tipo *value-add* o *distressed*. Ciò è dovuto, oltre che alle incertezze sul futuro andamento dell'economia, anche alle caratteristiche dei principali investitori al momento attivi: casse di previdenza, fondi pensione e soggetti con un profilo di rischio molto conservativo. Infine si è registrata una marcata riduzione degli investimenti in immobili ad uso uffici, che nel primo semestre sono stati di poco superiori ai Euro 550 mil, rispetto ai Euro 750 mil e ai Euro 1.250 mil investiti in uffici rispettivamente nel primo e nel secondo semestre del 2009. In questo primo semestre infatti il volume investito in strutture commerciali ha inciso per circa la metà sul totale, risultando in crescita e arrivando a circa Euro 900 mil⁴. Gli investimenti negli altri settori sono stati limitati, con la sola eccezione del settore alberghiero in cui sono stati investiti quasi Euro 200 mil⁵.

Terziario

Così come per il mercato degli investimenti anche il mercato delle locazioni di spazi ad uso terziario ha mostrato nella prima metà dell'anno un rallentamento nella ripresa cominciata circa dodici mesi fa. Il take-up (assorbimento di uffici da parte degli utilizzatori) nelle 8 principali città Europee⁶ è aumentato di solo il 7% rispetto al semestre precedente, ma di quasi il 40% rispetto alla prima metà del 2009 quando la crisi aveva toccato il suo apice⁷. Tuttavia il volume assorbito rimane ancora limitato, nel primo semestre del 2010 infatti il totale dei m² locati nelle 8 principali città Europee è stato pari a circa 2,9 milioni di m² che, seppur in crescita, rappresenta un balzo indietro di cinque anni: nel periodo pre - crisi infatti i volumi assorbiti dal mercato erano decisamente più alti e per arrivare ad un volume così

⁴ BNP Paribas Real Estate Research

⁵ BNP Paribas Real Estate Research

⁶ Londra, Parigi, Milano, Madrid, Bruxelles, Francoforte, Berlino, Monaco

⁷ BNP Paribas Real Estate Research

contenuto è necessario tornare al 2005⁸. È chiaro dunque quanto sia stato rilevante l'impatto della crisi sulle aziende e sulle loro decisioni riguardanti la locazione di nuovi uffici.

▪ Milano

Il mercato uffici di Milano nel primo semestre del 2010 è stato caratterizzato da una certa stabilità in tutti i suoi principali indicatori; come per le altre città Europee comunque si tratta di una stabilità raggiunta su volumi di transazioni inferiori rispetto al recente passato. Il primo semestre del 2010 è stato caratterizzato da un volume di m² assorbiti pari a circa 110.000 m², in linea con quanto registrato il semestre precedente. Il tasso di sfritto è così andato stabilizzandosi, anche grazie al rallentamento di alcuni progetti in via di sviluppo, su valori vicini al 9,5%, che sono comunque piuttosto alti per il mercato milanese⁹.

Allo stesso modo anche i canoni di locazione si sono stabilizzati su livelli inferiori a quelli di qualche anno fa, sia per quanto riguarda i *prime rent* sia per quanto riguarda il livello medio dei nuovi canoni di locazione stipulati. I *prime rent* dopo aver raggiunto nel 2008 i 550 Euro/ m²/anno sono ora stabili da diversi mesi a quota 500 Euro/m²/anno, mentre la media dei nuovi canoni stipulati è passata dai 250 - 260 Euro/m²/anno ai 230 - 240 Euro/m²/anno, livello su cui il mercato milanese si è stabilizzato nell'ultimo anno e mezzo¹⁰.

▪ Roma

Così come il mercato milanese anche quello romano sembra aver raggiunto una certa stabilità dopo le forti riduzioni causate dalla crisi economica. Il volume di *take up* registrato nella prima metà del 2010 ha quasi raggiunto i 60.000 m²; questo volume conferma il livello del secondo semestre del 2009, ma supera quello raggiunto nella prima metà dello scorso anno. Il tasso di sfritto nel mercato romano è cresciuto nel corso dell'ultimo anno (raggiungendo il 6,5% circa), ma in misura inferiore di quanto non sia accaduto a Milano e nelle altre grandi città Europee grazie al limitato volume di m² immessi nel mercato recentemente.

Infine anche i canoni *prime* sembrano aver raggiunto una certa stabilità attestandosi da circa un anno vicino ai 420 Euro/m²/anno. La media dei nuovi canoni stipulati invece, grazie anche ad un maggior numero di transazioni nelle zone periferiche della città, si è ridotta negli ultimi dodici mesi da 280 Euro/m²/anno circa agli attuali 260 Euro/m²/anno.

Residenziale

Nel settore residenziale la crisi economica si è manifestata soprattutto attraverso una forte riduzione delle compravendite di abitazioni piuttosto che attraverso un crollo dei prezzi come avvenuto in altri mercati europei (Gran Bretagna, Spagna e Irlanda in particolare). È rilevante notare che durante il primo trimestre del 2010 è stato registrato un'inversione di tendenza rispetto a quanto rilevato negli ultimi tre anni in quanto al numero di compravendite: nei primi tre mesi dell'anno infatti le compravendite nel settore residenziale sono aumentate di circa il 3% rispetto ai primi tre mesi del 2009¹¹. Tuttavia, si deve rammentare che nel I trimestre 2009, periodo con cui si confronta il dato odierno, avvenne un drastico ridimensionamento delle transazioni, uno dei più bassi degli ultimi anni (nel I trimestre 2009 si registrò -17,8% sul I trimestre 2008)¹². Se si effettua il confronto con il I trimestre 2008, il volume di compravendite del I trimestre 2010 risulta dunque inferiore del 15% circa¹³.

Le variazioni dei prezzi delle abitazioni, come detto, sono state invece più limitate nel corso della crisi: rispetto al picco di due anni fa la limatura dei valori è misurata in circa 6 punti

⁸ BNP Paribas Real Estate Research

⁹ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁰ BNP Paribas Real Estate Research

¹¹ Agenzia del Territorio – Nota Trimestrale (IV trimestre 2008)

¹² Agenzia del Territorio – Nota Trimestrale (IV trimestre 2008)

¹³ Agenzia del Territorio – Nota Trimestrale (IV trimestre 2008)

percentuali che divengono circa 8% al netto dell'inflazione¹⁴. Nel primo semestre del 2010 la caduta dei prezzi ha subito un rallentamento nelle 13 grandi città che sono state caratterizzate da una riduzione dei valori su base semestrale pari all'1% in termini nominali (-1,8% in termini reali)¹⁵. Tale variazione dei prezzi rappresenta la riduzione semestrale più contenuta degli ultimi tre semestri; ciò potrebbe indicare che si è intrapresa, ancorché lentamente, la strada della ripresa e anche se dovremo aspettare qualche semestre (almeno uno) per vedere i prezzi stabilizzarsi sui livelli raggiunti¹⁶.

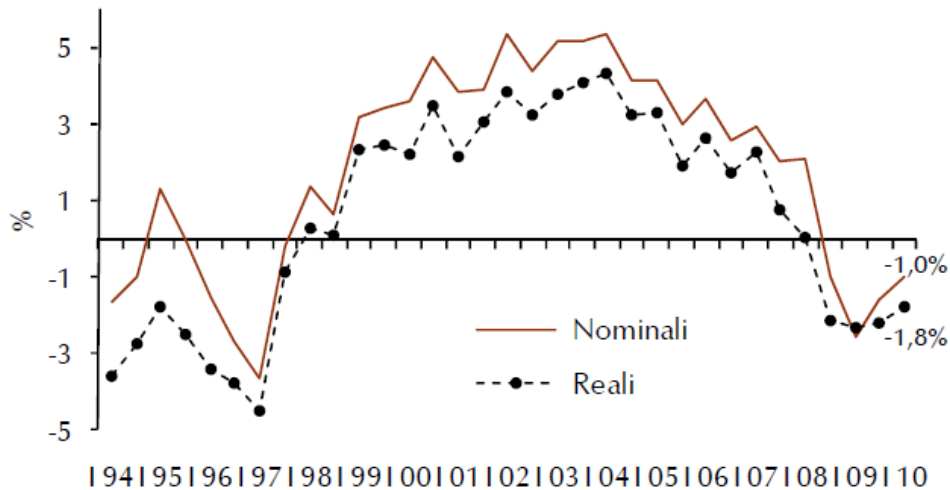


Figura 3: Abitazioni - Media 13 grandi aree urbane – Variazioni % semestrali dei prezzi nominali e reali.

Fonte: Nomisma - Il Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2010

Commerciale

Il mercato degli immobili ad uso commerciale è stato anch'esso fortemente condizionato della congiuntura economica negativa che ha caratterizzato tutto il 2009. In particolare il basso livello dei consumi delle famiglie italiane ha reso insostenibili molti contratti di locazione da parte degli esercenti che hanno così richiesto rinegoziazioni dei contratti ai proprietari degli immobili. Tuttavia la domanda interna in Italia giocherà un ruolo fondamentale nella ripresa dell'economia e in quest'ottica è da vedere anche la prevista crescita dei consumi nel 2010, che sarà contenuta (+0,8%) ma comunque superiore a quella prevista in molti altri paesi dell'Unione Europea¹⁷. È probabile che queste caratteristiche del tessuto socio-economico italiano abbiano contribuito ad attrarre investitori internazionali in questo settore del mercato *real estate* italiano anche nel 2010. Le principali operazioni di investimento del 2010 in Italia hanno riguardato compravendite di grandi centri commerciali che sono stati acquisiti da operatori internazionali, come ad esempio il centro commerciale Porta di Roma (acquistato per Euro 440 mil circa da una *joint venture* tra Allianz e Corio) e Le Vele di Cagliari (acquistato per oltre Euro 100 mil da Corio).

Alberghiero

A livello europeo, il mercato alberghiero, dopo le forti perdite registrate dagli indicatori fondamentali di performance tra il 2008/2007, ed un andamento 2009/2008 che ha mostrato un -16,7% in termini di revenue per available room (RevPAR) (-11,2% in termini di average daily rate (ADR) e -5,2% in termini di Occupazione), sta mostrando segnali di lieve miglioramento, soprattutto a livello di Occupazione, con maggiori difficoltà e, in alcuni casi, ulteriori diminuzioni per l'ADR.

¹⁴ Nomisma – Il Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2010

¹⁵ Nomisma – Il Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2010

¹⁶ Nomisma – Il Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2010

¹⁷ Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2010

In Italia, la situazione nel primo semestre 2010 non ha, purtroppo, manifestato gli attesi segnali di una chiara inversione del *trend* negativo delle performance e del grave stato di sofferenza degli ultimi anni, anche se si registra un recupero dell'Occupazione, il cui *trend* è finalmente passato in positivo, seppure quasi totalmente "assorbito" dal protrarsi del calo dell'ADR. A testimonianza di questo gli ultimi dati pubblicati da AICA¹⁸ mostrano un aumento del tasso di occupazione delle camere alberghiere (TOC) in tutte le principali città Italiane: in media il TOC è aumentato, a fine Maggio 2010 rispetto ad un anno fa, del 9,5% ed in particolare le città turistiche hanno fatto registrare un aumento ben sopra la media nazionale (Firenze +11,2%, Roma +12,7%, Venezia +16,5%)¹⁹. Tuttavia per attirare gli ospiti gli operatori alberghieri hanno diffusamente ridotto i prezzi delle camere, come testimonia la scarsa crescita dei ricavi per camera disponibile (RevPar) a discapito della crescita consistente del TOC. Il RevPar in media è infatti cresciuto solo del 2,3%, con alcune città secondarie che ancora presentano un *trend* negativo di tale indicatore (come ad es. Bergamo, Bologna, Modena e Vicenza)²⁰. Molti operatori, infatti, hanno ribassato i prezzi delle camere al fine di rimpiazzare i clienti *business* (quasi totalmente assenti nel corso del 2009) con una clientela turistica; la sfida per il 2010 sarà quella di ben bilanciare l'inversione di questa tendenza, che vedrà l'aumento, seppur lento e graduale, di coloro che viaggiano per lavoro a discapito della clientela turistica.

Fondi Immobiliari

I fondi immobiliari Italiani nel 2009 sono tornati in territorio positivo, dopo aver avuto una *performance* negativa per la prima volta dalla loro istituzione nel corso del 2008: nella seconda metà del 2009 hanno fatto registrare una crescita pari allo 0,7% (Indice IPD dei fondi immobiliari Italiani²¹).

I fondi immobiliari quotati, nonostante un andamento piuttosto negativo dei mercati finanziari nella prima metà dell'anno, hanno mostrato una *performance* positiva e piuttosto stabile. L'Indice BNP Paribas REIM che monitora l'andamento dei fondi immobiliari quotati italiani ha avuto una performance mensile positiva in tutti i mesi del 2010, con una sola eccezione nel mese di Maggio, mostrando un incremento del 2,6% tra l'inizio dell'anno e il 30 Giugno 2010²².

IL QUADRO NORMATIVO

Si informa che il primo semestre 2010 è stato caratterizzato da importanti novità sotto il profilo normativo e fiscale.

In particolare l'art. 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, attualmente all'esame del Parlamento per la conversione in legge, ha introdotto rilevanti modifiche di carattere normativo e fiscale. Il mercato è in attesa della conversione in legge di detto decreto e dell'emanazione dei relativi decreti attuativi; successivamente alla loro entrata in vigore si potrà valutare l'impatto delle nuove norme sui fondi oggetto della manovra finanziaria.

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

¹⁸ Associazione Italiana Catene Alberghiere

¹⁹ AICA – Osservatorio (Rilevazione dati statistici al 30 Maggio 2010)

²⁰ AICA – Osservatorio (Rilevazione dati statistici al 30 Maggio 2010)

²¹ Il rendimento per quota non considera l'impatto di tasse e costi di negoziazione delle quote ed è calcolato rettificando la variazione nel periodo del NAV, detraendo dividendi e rimborsi parziali di quote deliberati nel periodo di misurazione

²² BNP Paribas Real Estate Research

quote del Fondo sul mercato telematico azionario, segmento MTF – MTA, (MIV, Mercato Telematico degli Investment Vehicles, Segmento Fondi Chiusi) organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A.; al momento la procedura è ancora in corso.

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

Nell'ambito della ricerca ed analisi delle opportunità di mercato, nel corso del semestre non sono state concluse operazioni di acquisizione immobiliare a causa della situazione del mercato immobiliare europeo, in generale, ed italiano, in particolare, che presenta un numero estremamente limitato di opportunità d'investimento attrattive sotto il profilo rischio-rendimento.

Prosegue, quindi, l'attività di ricerca di nuove opportunità di investimento, soprattutto nel settore direzionale e commerciale, che andrebbero, così, a saturare la liquidità disponibile e a completare il portafoglio immobiliare

Con riferimento al comparto residenziale, nel corso del 1° semestre 2010 sono state finalizzate le cessioni di 1 unità residenziali e di 2 posti auto relativi allo stabile sito in Livorno, per un totale di Euro 439.000; prosegue l'attività di commercializzazione delle restanti unità immobiliari.

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 329,8 milioni, con un decremento dello 0,9% rispetto al loro costo storico comprensivo degli oneri capitalizzati e un decremento dello 0,73% rispetto al valore degli stessi al 31 dicembre 2009.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo alla data del 30 giugno 2010:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore mercato 30/06/2010 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
04/04/2006	Uffici (Ares e Athena)	Milano, Via Tortona 33	48.872	62.330.514	69.700.000	11,82	UniCredit Real Estate S.p.A.
24/04/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50 (1)	1.007	2.222.672	2.700.000	21,48	Unità immobiliari ristrutturate e in maggior parte già cedute
27/04/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	10.975	10.012.716	12.400.000	23,84	Multitenant
29/05/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.777	13.100.272	10.900.000	-16,80	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore mercato 30/06/2010 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	17.814	14.754.963	14.000.000	-5,12	Technicolor Milano S.p.A.
12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	14.527	12.049.800	12.500.000	3,74	Il Sole 24 Ore Business Media S.r.l.
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	15.321	10.536.375	12.000.000	13,89	Istituto Europeo di Oncologia
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	15.982	12.406.730	11.800.000	-4,89	Vari
12/04/2007	Uffici	Milano Via Gallarate 184	8.927	17.615.188	16.900.000	-4,06	Upim Srl
08/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	19.995	15.832.514	17.200.000	8,64	Vari
14/09/2007	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	12.600.000	-6,69	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Cinisello Balsamo (MI), Viale Fulvio Testi 210	7.032	22.836.402	20.400.000	-10,67	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Brescia, Via Orzinuovi	3.839	7.593.415	7.000.000	-7,81	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Erbusco (BS) C.C. Le Porte Franche via Rovato	4.270	8.090.658	7.300.000	-9,77	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Parma C.C. Euro Torri P.za Balestrieri	4.301	10.769.846	9.900.000	-8,08	Media Market S.p.A.
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	9.607.196	8.900.000	-7,36	Unieuro, Oviess
30/09/2008	Uffici	Milano, Via Inverigo n 4/6	2.112	7.632.491	7.200.000	-5,67	Cattolica Services S.p.A.
30/09/2008	Uffici	Milano, Largo Nuvolari, n 1	8.443	45.731.654	40.700.000	-11,00	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.
TOTALI				332.806.443	329.800.000	-0,90	

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

(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 2,5 milioni.

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 il portafoglio commerciale del Fondo (ad esclusione dell'immobile di Ferrara acquisito nel mese di dicembre) la diminuzione del valore è dovuta alla generale discesa dei valori di mercato degli immobili "retail"; peraltro, tali immobili continuano a generare un flusso di reddito stabile e di lunga durata.

Anche per quanto riguarda gli immobili direzionali siti in Milano, Via Inverigo, Via Nuvolari e Via Castellanza, la riduzione è da imputarsi alla diminuzione dei valori di mercato della zona di riferimento, non essendoci state variazioni significative nella situazione locativa degli stessi.

In relazione agli immobili di Milano, Via Gallarate e San Giuliano Milanese la discesa dei valori di mercato è da imputarsi ad una sostanziale modifica nella situazione locativa degli stessi.

In riferimento all'immobile di Roma, Via dei Berio, la riduzione è da imputarsi alla discesa dei valori immobiliari del mercato di riferimento nonostante la positiva attività, ora in fase di completamento, di ricommercializzazione delle porzioni sfitte.

Alla data di riferimento la leva finanziaria utilizzata dal Fondo è pari a Euro 120 milioni, pari al 36,38% del valore di mercato degli immobili in portafoglio.

Al 30 giugno 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 115.010.117, di cui:

- Euro 153.887 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) e Ferrara (l'acquisizione del relativo ramo d'azienda è stata effettuata nel febbraio 2010); nel corso del semestre si è provveduto alla liquidazione della società Repe Italia 1 S.r.l.
- 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.

L'Esperto Indipendente ha valutato la partecipazione in Dire S.a.r.l. a patrimonio netto rettificato, computando una minusvalenza di Euro 1,7 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 OPCIS di diritto francese, gestita da BNP Paribas REIM Francia, denominata "Technical Property Fund 1", veicolo che possiede indirettamente immobili di tipologia core/core plus ubicati in Francia e locati, prevalentemente, a Telecom France con contratti la cui durata media residua è di poco inferiore a 7 anni; al fine di tener conto di tale valutazione, è stato ridotto il fondo rischi costituito nel 2009, dal valore di Euro 2,9 milioni al valore di Euro 1,7 milioni.

Si rileva che nel corso del 2009 il veicolo "Technical Property Fund 1" ha distribuito a Dire Sarl un dividendo pari al 5,75% del capitale sottoscritto;

- Euro 33 milioni in obbligazioni fruttifere emesse dalla società Dire S.a.r.l. in relazione all'investimento di cui sopra;
- Euro 6,2 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 minusvalenza rispetto al valore a fine 2009 pari a Euro 2,7 milioni, parzialmente dovuta alla diminuzione di valore di mercato degli immobili indirettamente posseduti

dalla società. Il già noto apprezzamento del valore degli immobili detenuti potrà avere un riflesso positivo sul valore della partecipazione al 31.12.10;

- 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 355.122, pari al 9% dell'investimento;
- Euro 67,7 milioni in parti di OICR, come descritto nella seguente tabella:

Data acquisto	Denominazione - Percentuale di partecipazione	Tipologia O.i.c.r.	Tipologia sottoscrittore	Valore di acquisto (in euro)	Valore di bilancio al 30/06/2010 (*)	Politica di investimento del Fondo
					(in euro)	
16-ago-05	German Retail Box Fund - 5.98%	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	15.000.000	11.793.000	Strutture commerciali in Germania
30-giu-06	AVIVA European Central Property Fund - 2.37%	Fond Commun de Placement	Investitori qualificati	5.000.000	3.208.332	Immobili a reddito, prevalentemente commerciali e uso uffici, nell'Europa dell'Est
22-set-06	Rockspring Portuguese Property Partnership - 3.21%	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	5.000.000	2.045.000	Immobili di tipo Core, core Plus e value added esclusivamente in Portogallo
23-dic-08	Rockspring Pan European Property Limited Partnership - 4.43%	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	20.205.055	14.552.920	Immobili di tipo Core, core Plus e value added nell'area Euro.
19-ago-08	Fondo "Umbria-Comparto Monteluca" - 30%	Fondo Immobiliare chiuso a Sviluppo di diritto italiano	Investitori qualificati	10.143.223	12.808.443	Fondo a sviluppo residenziale.
31-lug-08	Fondo Immobiliare di tipo chiuso denominato "Scarlatti" - 3.51%	Fondo Immobiliare chiuso di diritto Italiano	Investitori qualificati	23.481.054	23.262.048	Dismissione di Immobili ad uso uffici di tipologia core
Totale				78.829.332	67.669.743	

(*) in base agli ultimi rendiconti resi disponibili dalle società di gestione degli O.i.c.r.

L'andamento negativo dei valori di NAV degli O.I.C.R. oggetto degli investimenti del Fondo ha comportato la contabilizzazione nel primo semestre 2010 di una minusvalenza complessiva a carico del Fondo pari a Euro 2,3 milioni.

In relazione alle quote di partecipazione in titoli assimilati agli OICR, nel 1° semestre del 2010 sono stati registrati incassi di dividendi e rimborsi anticipati di capitale per un ammontare pari a Euro 2.190.940, di cui:

- Euro 1,3 milioni circa distribuiti dal fondo "Scarlatti", di cui dividendi per Euro 744 mila (pari al circa il 6,3% su base annua del valore dell'investimento) e rimborso parziale per Euro 560 mila, sulla base del valore del NAV del fondo emerso dal

rendiconto al 31 dicembre 2009, il Fondo ha contabilizzato nell'esercizio una riduzione di valore del titolo pari a complessivi Euro 1,3 milioni;

- Euro 56.984 circa distribuiti da Rockspring Portuguese Property Partnership (pari al 2,3% su base annua del valore dell'investimento iniziale);
- Euro 337.228 distribuiti da German Retail Box Fund (pari a circa il 4,5% su base annua dell'investimento iniziale);
- Euro 493.341 circa distribuiti da Paneuropean Property Limited Partnership (pari all'4,8% su base annua dell'investimento iniziale), di cui Euro 308 mila incassati nei primi giorni di luglio 2010.

Si segnala che il Fondo Aviva, data la congiuntura di mercato, ha deliberato la momentanea sospensione della distribuzione di dividendi.

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 dei mercati verificatasi a partire dalla fine del 2009.

Quanto invece ai titoli di debito sono maturati alla fine del 1° semestre del 2010 interessi per complessivi Euro 355.122.

E' da rilevare che nel semestre sono stati svalutati crediti vantati dal Fondo verso locatari diversi per complessivi Euro 46.063. I crediti risultano svalutati al 30 giugno 2010 complessivamente di Euro 214.919.

Nel corso del primo semestre dell'anno i ricavi da locazione derivanti dagli immobili posseduti in Italia sono stati pari a Euro 9,9 milioni (Euro 10,1 milioni nell'analogo periodo dell'esercizio precedente e Euro 20,1 milioni al 31 dicembre 2009).

Nel corso del semestre si è proceduto alla liquidazione della società controllata Repe Italia1 S.r.l.

Si evidenzia che nell'agosto del 2008, il Fondo ha acquistato 63 quote di un OICR collegato. In base alla normativa vigente la SGR avrebbe dovuto tenere conto di tale partecipazione ai fini del calcolo delle commissioni di gestione.

A seguito di talune attività interne di verifica, la SGR ha rilevato che, a causa di un errore materiale, sino alla data del 31 dicembre 2009 inclusa, sono state prelevate commissioni di gestione nella misura integrale prevista dal regolamento di gestione del Fondo, non detraendosi quanto dovuto in base alla citata normativa. Ciò ha comportato un'attribuzione non dovuta dell'importo di euro 219.746,50

A fronte di tale riscontro, previa opportuna informativa al collegio sindacale, alla società di revisione ed alla banca depositaria, la SGR ha prontamente provveduto a riconoscere al Fondo Euro 223.569,73 (importo comprensivo di euro 3.823,3 a titolo di interessi) in data 5 maggio 2010.

La contabilizzazione dell'operazione ha comportato la rilevazione nella contabilità generale del Fondo di una sopravvenienza attiva.

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 36,38% 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 Asset Management Sgr, è stata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro e in quote di Sicav, denominata "BNP Insticash Fund", investita in strumenti finanziari del mercato monetario in Euro, con rating "Tripla A".

Al 30 giugno 2010 il portafoglio titoli è pari a Euro 59.593.521, costituiti da Euro 18.877.541 di titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro e da Euro 40.715.980 costituiti da quote della Sicav "BNP Insticash Fund" denominate in Euro. In relazione a quest'ultime sono state contabilizzate plusvalenze per complessivi Euro 89.311.

Alla stessa data la posizione netta di liquidità risulta pari a Euro 6,1 milioni, depositata sui conti correnti accesi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities – Succursale di Milano, di cui Euro 3.806.780 su conto pignato a favore di Bayerische Landesbank ed Euro 52.468 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.

La liquidità impegnata per operazioni di acquisto titoli da regolare è pari a Euro 10 milioni.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2010

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30.06.2010		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	153.888	0,03 %	659.290	0,13 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	6.229.485	1,21 %	8.922.039	1,70 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	40.957.000	7,97 %	40.957.000	7,82 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	108.385.724	21,10 %	121.795.324	23,27 %
STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A6. TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A7. TITOLI DI DEBITO	18.877.541	3,67 %	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	316.200.000	61,55 %	316.800.000	60,52 %
B2. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA	0	0,00 %	0	0,00 %
B3. ALTRI IMMOBILI	13.600.000	2,65 %	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	16.107.826	3,14 %	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	-9.996.313	-1,95 %	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	865.387	0,17 %	2.653.276	0,51 %
G3. RISPARMI DI IMPOSTA	12.742	0,00 %	0	0,00 %
G4. ALTRE	2.322.535	0,45 %	2.288.521	0,44 %
TOTALE ATTIVITA'	513.715.815	100,00 %	523.427.900	100,00 %

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2010

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30.06.2010	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	3.607	29.486
M3 . RATEI E RISCONTI PASSIVI	840.251	885.931
M4 . ALTRE	3.750.706	4.880.584
TOTALE PASSIVITA'	124.594.564	125.796.001
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	389.121.251	397.631.899
Numero delle quote in circolazione	1.494.684	1.514.491
Valore unitario delle quote	260,337	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 delle 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

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 21/04/2005 FINO AL 30/06/2010

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 3588	24/04/06	€ 4.676.845	€ 5.322.868	giugno-10	€ 5.241.000	€ -	€ 211.934	€ 352.221
Via Della Droma - VENEZIA	mq 572	29/05/06	€ 1.242.826	€ 1.331.523	giugno-10	€ 1.372.000	€ -	€ 13.248	€ 115.926
PARTECIPAZIONE NON QUOTATA: "REPE ITALIA 1 SRL"		04/04/06	€ 12.367.835	€ 578.471	25/06/10	€ 559.579	€ -	€ -	-€ 11.808.256

Il presente documento è composto da 16 (sedici) pagine
 BNP Paribas REIM SGR p.A.
 L'Amministratore Delegato
 (Michele Cibrario)

MAZARS

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO
IMMOBILIARE CHIUSO "IMMOBILIARE
DINAMICO"

Relazione semestrale al 30 giugno 2010

Relazione della società di revisione ai sensi degli art.
156 e 9 del D.Lgs. 24/2/1998, n. 58

BNP PARIBAS REIM SGR PA

Relazione semestrale al 30 giugno 2010

Relazione della società di revisione ai sensi degli art.
156 e 9 del D.Lgs. 24/2/1998, n. 58

Data di emissione rapporto	: 30 luglio 2010
Numero rapporto	: CCN/smi – Rap. 829/10

Relazione della società di revisione ai sensi degli art. 156 e 9 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58

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, costituito dalla situazione patrimoniale e dalla sezione reddituale per il periodo chiuso al 30 giugno 2010. La responsabilità della redazione della relazione semestrale in conformità con il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 compete agli amministratori della società BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy S.G.R.p.a.. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sulla relazione semestrale e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se la relazione semestrale sia viziata da errori significativi e se i risultati, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenute nella relazione semestrale, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 8 marzo 2010.

3. A nostro giudizio, la relazione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso IMMOBILIARE DINAMICO per il periodo infrannuale chiuso al 30 giugno 2010 è conforme in tutti gli aspetti significativi al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 che ne disciplina i criteri di redazione; essa pertanto è redatta con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione del patrimonio del fondo per il periodo chiuso a tale data.

Milano, 30 luglio 2010

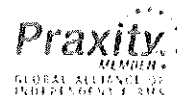

Mazars S.p.A.
Carlo Consonni
Socio – Revisore legale

MAZARS

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 € 2.803.000,00, VERSATO € 2.812.500,00 - 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 26/01/2010
UFFICI IN ITALIA: BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO


Praxity
MEMBER
GLOBAL ALLIANCE OF
INDEPENDENT Firms