



FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2009

Andamento del valore della quota di partecipazione

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

Il Fondo è stato collocato sul mercato retail nel corso dell'ultimo trimestre del 2004 e nel primo trimestre del 2005, raggiungendo una raccolta totale pari a 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 2009 vi sono state sette aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006, 2007 e 2008, 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, mentre nel 2008 è stato di Euro 69 milioni.

Lo scorso 30 giugno si è chiusa la prima finestra dell'esercizio 2009; l'equity raccolto è risultato pari a Euro 14.645.454 (quote n. 54.402), al lordo di riscatti per Euro 11.716.573 (quote 43.962), per un saldo di euro 2.928.881.

Nel 1° semestre 2009, a causa delle conseguenze sul mercato immobiliare della straordinaria crisi economico finanziaria in corso, il Fondo chiude con una perdita di Euro 16.244.732 (al 30 giugno 2008 utile: Euro 4.604.944) che, al netto delle minusvalenze non realizzate, risulta pari a Euro 2.959.874 (al 30 giugno 2008 utile: Euro 1.289.374). Va per altro notato come il risultato economico semestrale risulti influenzato da minusvalenze, pari a Euro 5,4 milioni, derivanti dalla valutazione all'ultimo NAV disponibile dei Fondi non quotati e delle Limited Partnership detenute dal Fondo.

Al 30 giugno 2009 il valore della quota si è attestato a Euro 269,208 rispetto ad un valore di Euro 280,009 rilevato al 31 dicembre 2008; il decremento del valore della quota registrato nel 1° semestre del 2009 è stato pari al 3,9%.

Tenendo conto dei proventi erogati pari a Euro 7,74, al 30 giugno 2009 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale del 10,8%.

Alla stessa data il valore Complessivo Netto del Fondo, che beneficia dell'equity richiamato nel mese di aprile e riferito alla finestra chiusa al 31 dicembre 2008, risulta pari a Euro 404.869.354, tale valore era di Euro 399.209.541 al 31 dicembre 2008.

Al 30 giugno 2009 le attività ammontano a Euro 528.946.785 (Euro 523.005.155 al 31 dicembre 2008).

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2009 risulta pari al 2,5%.

Scenario Macroeconomico

Tutti i Paesi avanzati hanno mostrato, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, una caduta dell'economia senza precedenti. Oggi vi è generale consenso da parte dei più autorevoli analisti sul fatto che la ripresa sarà lenta. Nella zona Euro è prevista una riduzione del PIL non solo nel 2009 (-4%), ma anche nel 2010 (-0,1%)¹. Inoltre la recessione dell'economia, fatto ancora più importante, sta coinvolgendo tutti i paesi del mondo indistintamente: gli USA avranno un decremento del PIL vicino al 3% nel 2009, la Germania oltre il 6% e il Giappone addirittura vicino al 7%, mentre i paesi in via di sviluppo rallenteranno fortemente la loro crescita (ad esempio la Cina passerà da una crescita del 13% nel 2007 al 7,7% nel 2009)². A livello globale si prevede che il PIL diminuirà di circa l'1,5%³ nel 2009. A riprova dell'assunto dell'inusitata gravità dell'attuale crisi si osserva che è la prima volta dal dopoguerra a oggi che si assiste ad una riduzione del PIL mondiale (Figura 1).

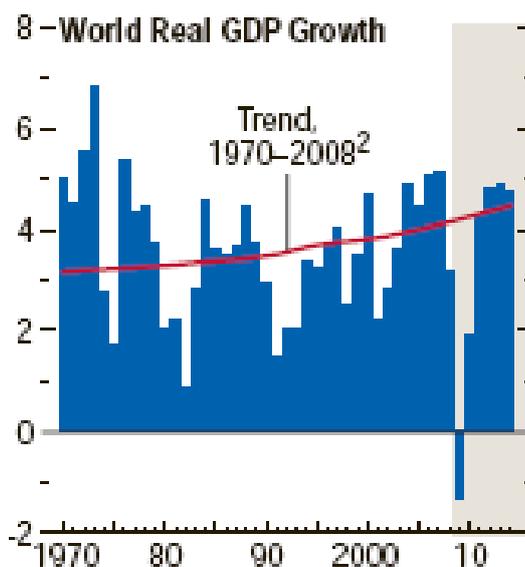


Figura 1: Crescita annuale percentuale del PIL mondiale.
Fonte: FMI

È necessario tuttavia segnalare che mai come in questo periodo le previsioni in campo economico sono state difficili. Ne sono una dimostrazione i continui aggiustamenti che le principali istituzioni economiche italiane ed internazionali sono state costrette ad adottare via via che la crisi finanziaria ed economica andava peggiorando.

Le prime conseguenze della recessione stanno dunque emergendo (calo dei consumi, livello dell'inflazione basso, disoccupazione in forte aumento, commercio internazionale in difficoltà...) e risulteranno probabilmente fondamentali le misure sociali ed economiche che i governi, sia a livello nazionale sia a livello sovranazionale, hanno deciso ovvero decideranno di mettere in atto.

All'interno di questo contesto è da leggere la situazione Italiana che vede il **PIL** in diminuzione con variazioni negative che sono andate via via aumentando. Infatti, nel quarto trimestre del 2008 e nel primo trimestre del 2009 è stato riscontrato un sensibile peggioramento dei fondamentali economici, quando la riduzione del PIL su base trimestrale è stata rispettivamente pari al -2% e -2,6%⁴. Le ultime proiezioni della variazione del PIL Italiano su base annuale prevedono una riduzione pari al 5,5%⁵.

Mercato Immobiliare

¹ Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2009

² OCSE - Economic Outlook No. 85, Giugno 2009

³ Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2009

⁴ ISTAT – Conti Economici Trimestrali

⁵ OCSE - Economic Outlook No. 85, Giugno 2009

La crisi economica non ha risparmiato il settore immobiliare che, ovunque nel mondo, sta mostrando un forte rallentamento delle attività ad esso legate. Tuttavia in alcuni paesi, tra cui l'Italia, la frenata del settore è arrivata in ritardo rispetto ad altri paesi, in particolare Stati Uniti e Gran Bretagna. In Italia, infatti, prima dell'aggravarsi della crisi in Settembre il settore immobiliare era caratterizzato da rallentamento dei principali indicatori di mercato che però si mantenevano ancora, anche se per poco, in territorio positivo. Nelle 13 grandi aree urbane, ad esempio, i prezzi degli immobili erano dati ancora in lieve aumento, seppur con percentuali di crescita inferiori a quelle degli anni passati (Figura 2)⁶.

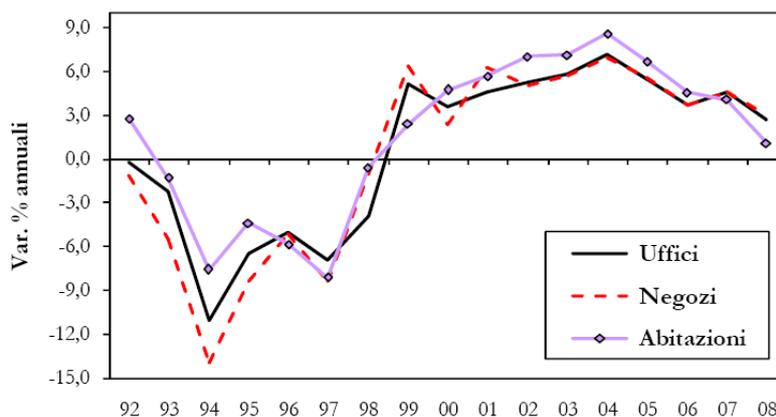


Figura 2: Media 13 grandi aree urbane – Variazioni % annuali dei prezzi medi reali degli immobili. Fonte: Nomisma (II Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2008)

Occorre osservare che in particolare nel mercato immobiliare italiano si hanno condizioni molto diverse a seconda che si guardi alla componente residenziale piuttosto che non a quella commerciale, da un lato, e a seconda che ci si occupi del mercato degli immobili "al dettaglio", come è prevalentemente quello della casa, piuttosto che non a quello all'"ingrosso" che è tipicamente quello di immobili commerciali cielo-terra come sono normalmente quelli dei fondi immobiliari. Per questa componente valgono soprattutto fattori come il rendimento da locazione, la sua sicurezza, il grado di liquidità del mercato locale in cui l'immobile è ubicato, il valore unitario, ecc. in rapporto alla disponibilità di fondi liquidi per l'acquirente e del loro costo. Ora è noto che l'acutizzarsi della percezione del rischio da parte degli istituti di credito ha fatto sì che la disponibilità a finanziare operazioni immobiliari fosse particolarmente scarsa a fronte di tassi di interesse effettivi spinti verso l'alto dagli spread sui tassi di riferimento.

• Investimenti

Il mercato degli investimenti diretti in immobili sembra in particolar modo risentire della crisi finanziaria: il volume di investimento nelle 8 principali città Europee⁷ è infatti crollato dal suo massimo storico di Euro 23 miliardi (toccato nel secondo trimestre del 2007) a poco più di Euro 2,5 miliardi nel primo trimestre del 2009. Il volume annuale di investimento, in queste città, è infatti diminuito del 60% nel 2008 rispetto l'anno precedente e questo *trend* è stato confermato anche nel primo trimestre dell'anno 2009 (-32,5% rispetto al trimestre precedente e -71,4% rispetto allo stesso periodo del 2008)⁸. Nel primo semestre dell'anno dunque i volumi di investimento sono diminuiti di circa il 65% rispetto al primo semestre del 2008⁹. Nel secondo trimestre dell'anno il crollo degli investimenti sembra essersi arrestato, anche se le variazioni permangono in territorio negativo.

In Italia, l'andamento degli investimenti nel suo complesso (non solo immobiliari) ha subito un brusco rallentamento nell'ultimo trimestre del 2008 a detta della Banca d'Italia: "la

⁶ Nomisma - II Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2008

⁷ Londra, Parigi, Milano, Madrid, Monaco, Francoforte, Berlino e Bruxelles

⁸ BNP Paribas Real Estate Research

⁹ BNP Paribas Real Estate Research

dinamica nel corso dell'anno è apparsa in rapido deterioramento, culminando, nell'ultimo trimestre, in un calo eccezionale¹⁰.

Il mercato degli investimenti diretti in immobili, per quanto riguarda gli investitori istituzionali, è stato ancor più fortemente colpito dalla crisi finanziaria a partire dal Settembre del 2008. Fino a quel momento infatti il volume di investimenti in Italia era pressoché in linea con i dati dell'anno precedente, mentre dall'ultimo trimestre del 2008 ad oggi il settore si è praticamente fermato. Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, negli ultimi tre mesi del 2008 si è verificata una diminuzione degli investimenti del 70% circa, decremento che da solo ha comportato un calo annuale degli investimenti di quasi il 30%¹¹.

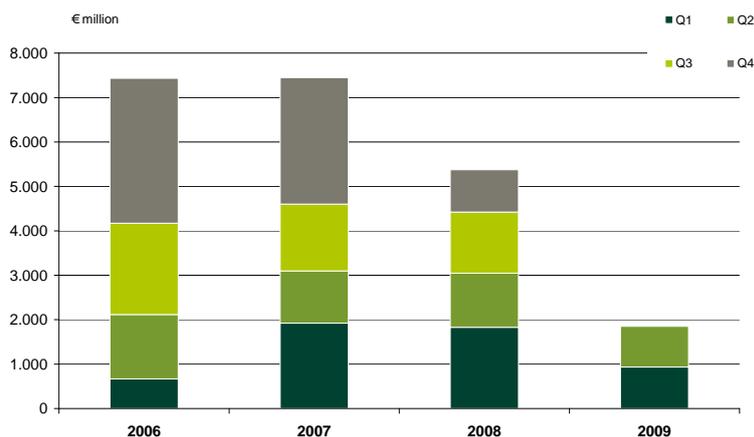


Figura 3: Volume di Investimento in Immobili in Italia.
Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

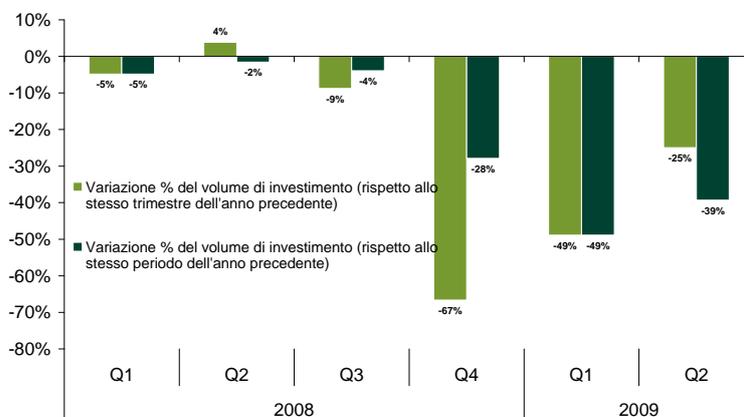


Figura 4: Volume di Investimento in Italia – Trend 2008 - 2009.
Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Questo *trend* è al momento confermato sia dai dati del primo trimestre del 2009 (-50% circa sul primo trimestre del 2008) sia sui dati del secondo trimestre (-25% circa sul secondo trimestre del 2008)¹². La riduzione del volume degli investimenti nel primo semestre di quest'anno rispetto al 2008 dovrebbe dunque attestarsi vicino al 40%. Scendendo nello specifico è possibile notare inoltre che, oltre ad essere diminuito il volume totale di investimento, è diminuito anche il taglio medio delle operazioni andate a buon fine. Con l'eccezione di poche operazioni di valore superiore agli Euro 80 milioni il mercato è stato caratterizzato da transazioni di taglio minore. La stretta creditizia che connota il

¹⁰ Banca d'Italia – Relazione Annuale (Maggio 2009)

¹¹ BNP Paribas Real Estate Research

¹² BNP Paribas Real Estate Research

sistema finanziario nell'ultimo periodo rende infatti molto più difficile portare a termine operazioni di grandi dimensioni che richiedono normalmente l'utilizzo di un alto ammontare di capitale a debito. Infine, per quanto riguarda le tipologie di immobili, gli investitori sembrano al momento decisamente preferire immobili di tipo *core* (localizzati in zone centrali, già ristrutturati, completamente locati...) a discapito di immobili di tipo *value-add* o *distressed*. A dimostrazione di questo è possibile notare che, come conseguenza della diminuzione dei valori, i rendimenti attesi dagli investitori per gli immobili *prime* sono cresciuti in Italia di meno rispetto alla media Europea, mentre i rendimenti degli immobili *non-core* hanno subito un forte rialzo anche in Italia in seguito alla modificata percezione del rischio che gli investitori hanno per questa tipologia di investimento sin dallo scoppio della crisi.

- **Terziario**

Il mercato delle locazioni di spazi ad uso terziario ha evidenziato un impatto della crisi meno evidente rispetto al mercato degli investimenti nel 2008: il take-up (assorbimento di uffici da parte degli utilizzatori) nelle 8 principali città Europee è diminuito complessivamente del 18%, con Milano e le città tedesche che sono risultate essere molto più stabili di Londra e Parigi¹³. Nel corso dei primi mesi dell'anno anche il mercato immobiliare dal lato dei tenant ha invece iniziato a mostrare non poche difficoltà. Infatti, se da una parte gli effetti del credit crunch si sono manifestati più velocemente sul mercato degli investimenti, nel mercato delle locazioni si sono notati solo negli ultimi mesi gli effetti del rallentamento dell'economia reale che si sono tradotti nell'adozione da parte delle aziende di politiche di cost saving più severe con inevitabili riflessi anche sulle scelte riguardanti la locazione di uffici. Il take-up ha dunque subito una più forte contrazione nella prima metà del 2009 facendo registrare una riduzione del 22% rispetto alla prima metà del 2008¹⁴.

- **Milano**

Nel mercato immobiliare di Milano, nel primo semestre del 2009, l'impatto della crisi economica è stato evidente. Il mercato delle locazioni a Milano ha mostrato un significativo rallentamento dovuto all'impatto della negativa situazione economica congiunturale. Infatti, nel primo semestre del 2009 il livello di assorbimento registrato si è fermato intorno ai 75.000 m², che corrisponde ad una diminuzione di oltre il 50% rispetto agli 158.000 m² registrati nello stesso periodo del 2008¹⁵. Anche i canoni stessi sono segnalati in forte ribasso, in particolare nelle zone fuori dal centro storico delle città; in centro infatti la scarsa disponibilità di immobili ad uso terziario permette ancora una maggiore stabilità dei canoni. I *prime rent* sono infatti diminuiti solo lievemente (-5% circa) attestandosi intorno ai 525 €/mq/anno¹⁶. La media ponderata dei canoni è invece diminuita in misura maggiore rispetto ai canoni *prime*, passando da una media nel mercato milanese di 250 €/mq/anno alla fine del 2008 a circa 235 €/mq/anno alla fine della prima metà del 2009¹⁷.

- **Roma**

Così come nel mercato milanese anche a Roma la crisi economica ha mostrato chiaramente il suo impatto nel corso del primo semestre dell'anno che ha fatto registrare un numero di transazioni chiuse molto basso, sia nel mercato delle locazioni sia nel mercato degli investimenti. Il volume di take up registrato nella prima metà 2009 è stato vicino ai 40.000 m² circa e una parte significativa del take up è stata rappresentata da transazioni che hanno coinvolto enti pubblici¹⁸. Le altre transazioni avvenute nel primo semestre dell'anno 2009 riguardano piccoli tagli, con una dimensione unitaria degli spazi locati inferiore ai

¹³ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁴ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁵ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁶ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁷ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁸ BNP Paribas Real Estate Research

1.000 m². Il valore del Prime Rent ha registrato nel corso del primo trimestre 2009 un lieve declino attestandosi intorno ai 420 - 450 euro/m²/anno¹⁹. Il canone di locazione medio calcolato su base annuale, in crescita fino al secondo semestre 2008, ha subito una prima fase di declino significativo nell'ultimo trimestre del 2008 e nel 2009 continua a scendere, anche se la scarsità di transazioni chiuse rende difficile quantificare con esattezza tale riduzione.

- **Residenziale**

Nel settore residenziale, almeno per il momento, la crisi economica sta mostrando in Italia i suoi effetti principalmente attraverso la riduzione delle quantità compravendute di immobili, piuttosto che attraverso un accentuato calo dei valori immobiliari, a differenza di quanto è avvenuto in altri mercati europei (Gran Bretagna, Spagna e Irlanda in particolare). Nel 2008 infatti le compravendite di immobili ad uso residenziale avevano già registrato un calo del 15%²⁰, con una diminuzione del valore decisamente più contenuto, stimato da molti operatori del mercato ben al di sotto del 10%. I primi mesi del 2009 sembrano aver confermato questo *trend*: nel primo trimestre la riduzione del numero di compravendite è stata del -18%²¹, mentre ancora non ci sono decisi segnali che inducano a pensare ad una forte svalutazione dei prezzi delle case. Questa staticità dei prezzi è spiegabile dal lato dell'offerta, e quindi dei proprietari degli immobili, dalla non necessità di vendere che induce ad allungare i tempi medi di vendita a discapito di eventuali sconti applicabili sul valore dell'immobile. Dal lato della domanda invece prevale ancora un forte clima di incertezza sul futuro che, insieme alle maggiori difficoltà che si incontrano oggi rispetto al recente passato ad ottenere un mutuo, fanno in modo che siano poche le famiglie che abbiano una reale volontà di acquistare una nuova casa in questo momento e che allo stesso tempo siano in grado di farlo dal punto di vista finanziario. I prezzi delle abitazioni (nelle 13 grandi aree urbane) sono così diminuiti solamente del 2,5% nel primo semestre del 2009 (-3,5% su base annuale). Le città che hanno mostrato una contrazione maggiore dei valori immobiliari sono Venezia (-4,1%), Milano (-3,7%), Firenze (-3,6%) e Napoli (-3,3%)²². Inquadrando però questo dato in una prospettiva storica è però possibile notare come questo sia il terzo decremento, su base semestrale, più forte dal 1994 ad oggi (Figura 5).

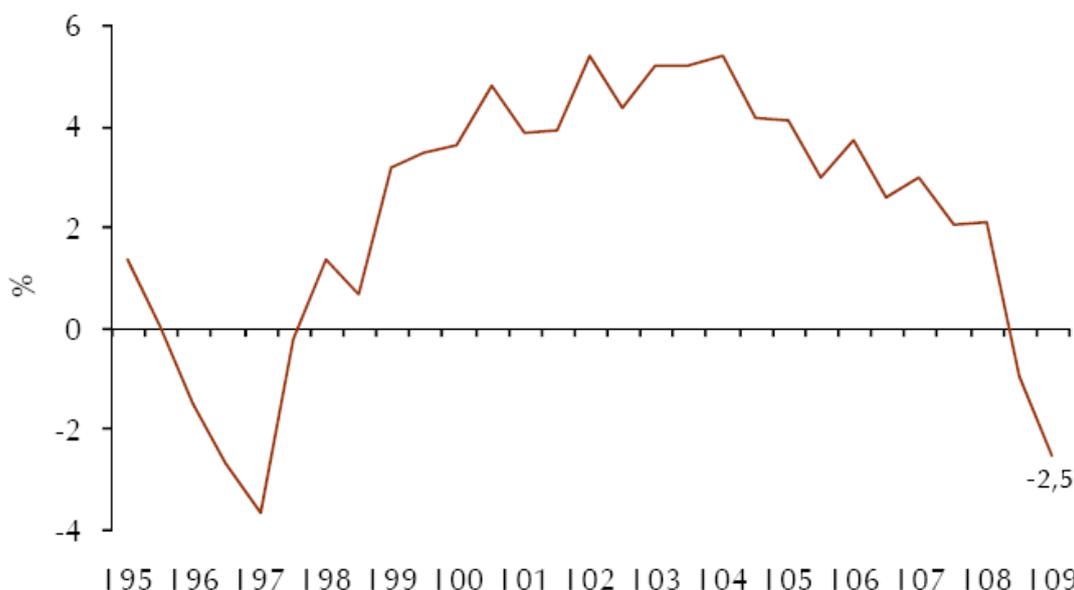


Figura 5: Abitazioni - Media 13 grandi aree urbane – Variazioni % semestrali dei prezzi medi correnti.
 Fonte: Nomisma - II Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2009

¹⁹ BNP Paribas Real Estate Research

²⁰ Agenzia del Territorio – Nota Trimestrale (IV trimestre 2008)

²¹ Agenzia del Territorio – Nota Trimestrale (I trimestre 2009)

²² Nomisma – II Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2009

- **Commerciale**

Il mercato degli immobili ad uso commerciale è al momento anch'esso fortemente condizionato dalla congiuntura economica. La crisi infatti ha avuto un effetto negativo sull'andamento dei consumi a livello nazionale e se uniamo a questo calo della domanda anche l'aumento dell'offerta rappresentato dalle molte aperture di grandi strutture commerciali è possibile intuire le difficoltà a cui va incontro nel breve periodo questo specifico comparto del settore immobiliare. Già nel corso del 2008 infatti il settore commerciale è stato quello che più ha risentito della crisi: il rendimento degli immobili *retail* è stato infatti mediamente nullo nel 2008 a fronte di rendimenti bassi ma ancora positivi per gli immobili ad uso terziario ed industriale/logistico²³. In particolar modo ha pesato nel calcolo di tale rendimento il risultato negativo della *capital growth* degli immobili commerciali²⁴.

- **Alberghiero**

Il mercato alberghiero sta vivendo, anch'esso, un periodo negativo dovuto alle conseguenze della crisi finanziaria. Il flusso di turisti, in particolar modo quelli provenienti dall'estero, rallenterà nel 2009 e questo avrà ovviamente ripercussioni sul tasso di occupazione delle camere alberghiere (TOC) e sui ricavi degli hotel. Secondo i dati di AICA²⁵, già nei primi quattro mesi del 2009 il TOC ha registrato una contrazione di oltre il 7% a livello nazionale, con punte di massimo a Torino e a Milano (rispettivamente -11% e -12%)²⁶. Tra le province rilevate solo in poche hanno fatto registrare un aumento di questo indicatore: Catania (+4%), Messina (+3%), Pisa (+2%) e Napoli (+0,5%)²⁷. In termini di RevPar (ricavo medio per camera occupata) la riduzione percentuale è stata anche più forte con un decremento a livello nazionale del 10% circa ad Aprile 2009. Tra le province che hanno subito una riduzione più accentuata del RevPar si trovano Firenze (-16%), Milano (-13%) e Roma (-12%)²⁸, che tuttavia mantengono il livello più alto del RevPar in Italia in termini assoluti, insieme a Venezia. Di riflesso anche il mercato degli investimenti in strutture alberghiere, già fortemente rallentato nella seconda metà del 2008, sembra essere sostanzialmente in attesa degli sviluppi della crisi economica. Nei primi sei mesi del 2009 infatti è stata registrata una sola transazione di dimensioni rilevanti in immobili a destinazione alberghiera.

- **Fondi Immobiliari**

Per quanto riguarda i fondi immobiliari quotati è stata registrata dalla seconda metà del mese di Marzo in poi una chiara ripresa del mercato, evidentemente correlata alla ripresa dei mercati finanziari. L'Indice BNP Paribas REIM che monitora l'andamento dei fondi immobiliari quotati ha avuto una performance mensile positiva nei mesi Marzo, Aprile (terza migliore performance mensile di sempre) e Maggio, mostrando una lieve ricaduta solo a Giugno (-0,94%)²⁹. Nonostante questo lo sconto sul NAV rimane molto elevato (39% a fine Giugno)³⁰.

²³ IPD – Indice Immobiliare Italiano Annuale Risultato al 31 Dicembre 2008 (il rendimento degli immobili è calcolato nel periodo che intercorre tra due valutazioni fornite dagli esperti indipendenti ed è calcolato come la variazione in percentuale del valore dell'immobile, meno le spese occorse nel periodo, più il reddito netto generato nel periodo)

²⁴ IPD – Indice Immobiliare Italiano Annuale Risultato al 31 Dicembre 2008 (la *capital growth* è calcolata nel periodo che intercorre tra due valutazioni fornite dagli esperti indipendenti come la variazione in percentuale del valore dell'immobile, meno le spese occorse nel periodo)

²⁵ Associazione Italiana Catene Alberghiere

²⁶ AICA – Osservatorio (Rilevazione dati statistici al 30 Aprile 2009)

²⁷ AICA – Osservatorio (Rilevazione dati statistici al 30 Aprile 2009)

²⁸ AICA – Osservatorio (Rilevazione dati statistici al 30 Aprile 2009)

²⁹ BNP Paribas Real Estate Research

³⁰ BNP Paribas Real Estate Research

La gestione del patrimonio immobiliare

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

Nell'ambito della ricerca ed analisi delle opportunità di mercato, nel corso del semestre non sono state concluse operazioni di acquisizione immobiliare.

E' stato effettuato l'aggiustamento prezzo previsto in relazione all'acquisto, perfezionatosi nel dicembre 2008, di n. 215 quote del Fondo "The Rockspring Paneuropean Limited Partnership" che ha portato ad una riduzione del prezzo in ragione di Euro 2.433.155; pertanto il prezzo complessivo di acquisto risulta pari a Euro 20.205.055.

Con riferimento al comparto residenziale, nel corso del 1° semestre 2009 sono state finalizzate le cessioni di 2 unità residenziali e di 2 posti auto relativi allo stabile sito in Venezia Lido, per un totale di Euro 804.000. In relazione allo stabile sito in Livorno è stata finalizzata la cessione di 1 posto moto per un corrispettivo di Euro 4.000. 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 328,5 milioni, con un incremento dell'1,29% rispetto al loro costo storico comprensivo degli eventuali oneri capitalizzati.

Al 30 Giugno 2009 il portafoglio degli immobili in capo al Fondo comprende i seguenti cespiti:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore mercato 30/06/2009 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
04/4/2006	Uffici (Ares e Athena)	Milano, Via Tortona 33	43.000	62.330.514	70.000.000	12,30	UniCredit
24/4/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50 (1)	5.250	2.640.855	3.100.000	17,39	Unità immobiliari ristrutturate e in maggior parte già cedute
27/4/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	6.300	10.012.716	12.600.000	25,84	Multitenant
29/5/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49 (1)	3.500	13.100.272	12.700.000	-3,06	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	36.964	14.754.963	14.800.000	0,31	Technicolor Milan
12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	15.508	12.049.800	12.800.000	6,23	GPP spa
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	18.167	10.536.375	12.100.000	14,84	Istituto Europeo di Oncologia
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	7.571	12.301.785	12.100.000	-1,64	Vari
12/04/2007	Uffici	Milano Gallarate 184	10.676	17.615.188	17.300.000	-1,79	Upim Srl

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore mercato 30/06/2009 Euro	Increment. Valore (%)	Conduttore principale
8/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	26.964	15.826.595	17.300.000	9,31	Vari
14/09/2007	Uffici	Milano Via Castellanza 11	15.000	19.108.712	19.000.000	-0,57	Reply Group
12/12/2007	Commerciale	Milano Via Pitteri 84	4.341	13.503.148	12.900.000	-4,47	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Cinisello Balsamo (MI), Viale Fulvio Testi 210	7.032	22.836.402	20.800.000	-8,92	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Brescia, Via Orzinuovi	3.810	7.593.415	7.160.000	-5,71	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Erbusco (BS) C.C. Le Porte Franche via Rovato	4.270	8.090.658	7.550.000	-6,68	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Parma C.C. Euro Torri P.za Balestrieri	4.301	10.769.846	10.200.000	-5,29	Media Market S.p.A.
10/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 5	9.460	8.271.321	8.000.000	-3,28	Mondo Convenienza
15/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 9	11.720	9.607.196	9.300.000	-3,20	Unieuro, Divani&Divani, Ovieste
31/07/2008	Uffici	Milano, Via Inverigo n 4/6	4.201	7.632.491	7.200.000	-5,67	Cattolica Assicurazioni Soc. Coop
31/07/2008	Uffici	Milano, Largo Nuvolari, n 1	15.505	45.731.654	41.600.000	-9,03	Duomo Assicurazioni e Riassicurazioni S.P.A.
TOTALI				324.313.906	328.510.000	1,29	

(*) comprende eventuali oneri sostenuti per la valorizzazione/ristrutturazione degli immobili e 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 13 milioni.

Alla data di riferimento la leva finanziaria utilizzata dal Fondo è pari a Euro 120 milioni, pari al 36,52% del valore di mercato degli immobili in portafoglio.

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

In particolare:

- ✓ in relazione alla Limited Partnership "German Retail Box Fund", durante il primo semestre sono stati richiamati gli impegni residui pari a Euro 366.903; al 30 giugno l'ammontare complessivamente investito dal Fondo è pari ad Euro 15 milioni ;
- ✓ in relazione al Fondo "Rockspring Portuguese", durante il primo semestre sono stati richiamati gli impegni residui pari ad Euro 561.071; al 30 giugno l'ammontare complessivamente investito dal Fondo è pari ad Euro 5 milioni.

Al 30 giugno 2009 il portafoglio degli investimenti effettuati direttamente o indirettamente dal Fondo negli strumenti finanziari non quotati comprende:

Data acquisto	Nome	Tipologia	Tipologia sottoscrittore	Impegni complessivi (in euro) *	Importo Richiamato (in euro)	Politica di investimento del Fondo
16 agosto 2006	German Retail Box Fund	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	15.000.000	15.000.000	Strutture commerciali in Germania
30 giugno 2006	AVIVA Central European Property Fund	Fond Commun de Placement	Investitori qualificati	5.000.000	5.000.000	Immobili a reddito, prevalentemente commerciali e uso uffici, nell'Europa dell'Est
22 settembre 2006	Rockspring Portuguese Property Partnership	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	5.000.000	5.000.000	Immobili di tipo Core, core Plus e value added esclusivamente in Portogallo
23 Dicembre 2008	Rockspring Pan European Property Limited Partnership	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	20.205.055	20.205.055	Immobili di tipo Core, core Plus e value added nell'area Euro.
19 agosto 2008	Fondo "Umbria-Comparto Monteluca"	Fondo Immobiliare chiuso a Sviluppo di diritto italiano	Investitori qualificati	10.143.223	10.143.223	Progetto di riqualificazione urbana dell'area Monteluca di Perugia
24 novembre 2008	OPCI "Technical property Fund-1" (1)	OPCI	Investitori qualificati	33.000.000	33.000.000	Gestione e dismissione di immobili di tipo core/core plus ubicati in Francia
31 luglio 2008	Fondo Immobiliare di tipo chiuso denominato "Scarlati"	Fondo Immobiliare chiuso di diritto italiano	Investitori qualificati	25.071.940	25.071.940	Gestione e dismissione di immobili ad uso uffici di tipologia core ubicati in Italia
17 luglio 2008	EPL, société par actions simplifiée (2)	Società immobiliare di diritto francese	Investitori qualificati	20.108.351	10.258.399	Gestione e dismissione di immobili ad uso uffici di tipologia core ubicati in Francia
TOTALI				133.528.569	123.678.617	

(*) L'impegno è indicato per le partecipazioni quale valore di acquisto o di capitale versato, per i fondi e le Limited Partnership al valore di acquisto o sottoscrizione, per i titoli di debito al valore nominale

(1) Investimento effettuato indirettamente attraverso società di diritto lussemburghese

(2) L'investimento comprende anche titoli di debito fruttiferi e infruttiferi per un impegno complessivo al valore nominale di Euro 18.195.963 di cui è stato richiamato un importo nominale di Euro 8.346.011

Il valore complessivo degli strumenti finanziari non quotati risulta pari a Euro 123.509.601 milioni, di cui: Euro 619.522 in partecipazioni di controllo, costituite dalle società non immobiliari Edilfuture S.r.l. e Repe Italia 1 S.r.l. con sede in Italia e dalla società immobiliare Dire Sarl con sede in Lussemburgo; Euro 1.912.388 in partecipazioni non di controllo, costituite da partecipazione del 10 % nella società EPL Sas con sede in Francia; Euro 47.074.811 in titoli di debito, costituiti da obbligazioni convertibili infruttifere emesse dalla società EPL Sas per Euro 9 milioni, da obbligazioni fruttifere emesse dalla società EPF Sas per Euro 5 milioni e da Bond Pec's emesso dalla società Dire Sarl per Euro 33 milioni; e Euro 73.902.880 in parti di OICR, costituiti da German Retail Box Fund per Euro 14 milioni, da AVIVA Central European Property Fund per Euro 4 milioni, da Rockspring Portuguese Property Partnership per Euro 4 milioni, da Rockspring Pan European Property Limited Partnership per Euro 18 milioni, da Fondo "Umbria-Comparto Monteluca" per Euro 10 milioni e dal Fondo "Scarlati" per Euro 24 milioni.

L'Esperto Indipendente, REAG-Real Estate Advisory Group SpA, ha valutato la partecipazione immobiliare di maggioranza del Fondo nella Dire Sarl, che detiene indirettamente immobili tipo core/core plus ubicati in Francia, al 30 giugno 2009 al patrimonio netto rettificato della società pari a Euro zero; la minusvalenza rispetto al prezzo di acquisto delle quote della società, pari a Euro 50.000, è dovuta alla svalutazione effettuata in capo alla società della partecipazione del 45,18% nella OPCI "Technical property Fund-1"; a seguito della minor valorizzazione degli immobili da questa indirettamente detenuti.

La partecipazione immobiliare di minoranza del 10% del Fondo nella società EPL Sas, che detiene indirettamente immobili ad uso uffici di tipologia core ubicati in Francia, è stata valutata al costo di acquisto. Solo a fine anno la partecipazione sarà oggetto di valutazione in base alla porzione di patrimonio netto della società.

Le partecipazioni di maggioranza non immobiliari del Fondo nelle società Edilfuture Srl e Repe Italia 1 Srl sono state valutate al costo di acquisto.

In relazione alle quote di partecipazione in titoli assimilati agli OICR, nel 1° semestre del 2009 sono stati registrati incassi di dividendi per un ammontare pari a Euro 214.046. A tale riguardo, i fondi "German Retail Box Fund" e "Rockspring Pan European Property Limited Partnership", data l'attuale congiuntura di mercato, hanno deliberato la momentanea sospensione della distribuzione di dividendi.

Quanto invece ai titoli di debito sono maturati alla fine del 1° semestre del 2009 interessi per complessivi Euro 1.040.611.

La liquidità del Fondo

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

Al 30 giugno 2009 il portafoglio titoli è pari a Euro 57 milioni, costituiti da Euro 20 milioni di titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro e da Euro 37 costituiti da parti di fondi comuni mobiliari quotati denominati in Euro.

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 15,4 milioni, depositata sui conti correnti accessi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities - Succursale di Milano.

Altre informazioni

Nel corso del primo semestre dell'anno i ricavi da locazione derivanti dagli immobili posseduti in Italia sono stati pari a Euro 10 milioni (Euro 7 milioni nell'analogo periodo dell'esercizio precedente).

Al 30 giugno 2009 i crediti IVA assommano a Euro 0,2 milioni (Euro 0,4 milioni al 31 dicembre 2008).

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

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2009

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30.06.2009		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	619.522	0,12 %	3.939.573	0,75 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	1.912.388	0,36 %	1.912.388	0,37 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	47.074.811	8,90 %	47.074.811	9,00 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	73.902.880	13,97 %	82.613.521	15,80 %
STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A6. TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A7. TITOLI DI DEBITO	19.990.581	3,78 %	37.061.980	7,09 %
A8. PARTI DI O.I.C.R.	37.060.543	7,01 %	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	312.710.000	59,12 %	324.570.000	62,06 %
B2 . IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA	0	0,00 %	0	0,00 %
B3 . ALTRI IMMOBILI	15.800.000	2,99 %	17.800.000	3,40 %
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	15.403.798	2,91 %	5.246.766	1,00 %
F2 . LIQUIDITA' DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
F3 . LIQUIDITA' IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1 . CREDITI PER P.C.T. ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0,00 %	0	0,00 %
G2 . RATEI E RISCONTI ATTIVI	1.413.533	0,27 %	710.269	0,14 %
G3 . RISPARMI DI IMPOSTA	255.446	0,05 %	475.202	0,09 %
G4 . ALTRE	2.803.283	0,53 %	1.600.646	0,31 %
TOTALE ATTIVITA'	528.946.785	100,00 %	523.005.155	100,00 %

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2009

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30.06.2009	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	2.917	50.063
M3 . RATEI E RISCOINTI PASSIVI	878.879	574.488
M4 . ALTRE	3.195.635	3.171.063
TOTALE PASSIVITA'	124.077.431	123.795.614
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	404.869.354	399.209.541
Numero delle quote in circolazione	1.503.930	1.425.702
Valore unitario delle quote	269,208	280,009
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	280,01
Proventi distribuiti per quota	0,00	2,40
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	0,00	0,00
Fidejussioni rilasciate a terzi	0,00	1.300.000,00
Titoli sottoscritti e in attesa di richiamo impegni	9.849.953,00	10.777.928,00

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 21/04/2005 FINO AL 30/06/2009

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 3275	24/04/06	€ 4.258.662	€ 4.828.697	giugno-09	€ 4.783.000	€ -	€ 140.275	€ 384.063
Via Della Droma - VENEZIA	mq 572,15	29/05/06	€ 1.234.270	€ 1.331.523	giugno-09	€ 1.372.000	€ -	€ 13.248	€ 124.482
Totale			€ 5.492.932	€ 6.160.220		€ 6.155.000	€ -	€ 153.523	€ 508.545

Il presente documento è composto di 14 (quattordici) pagine

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

RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2009

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE

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

RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2009

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE

Data di emissione rapporto : 27 luglio 2009

Numero rapporto : CCN/lsc - Rap. 811/2009

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

Ai Partecipanti al

Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso **Immobiliare Dinamico**

1. Abbiamo svolto la revisione contabile della relazione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso **IMMOBILIARE DINAMICO** per il periodo chiuso al 30 giugno 2009. 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 risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenute nella relazione semestrale, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 9 marzo 2009.

3. A nostro giudizio, la relazione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso **IMMOBILIARE DINAMICO** per il periodo chiuso al 30 giugno 2009 è conforme al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 che ne disciplina i criteri di redazione; essa pertanto è redatta con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione del patrimonio del fondo per il periodo chiuso a tale data.

Milano, 27 luglio 2009

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



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 € 2.703.000,00, VERSATO € 2.587.500,00 - SEDE LEGALE: C.SO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO

REA N. 1059307 - COD. FISC. N. 01507630489 - P. IVA 05902570158 - AUTORIZZATA AI SENSI DI L. 1966/39 - REGISTRO DEI REVISORI CONTABILI GU 60/1997
ALBO SPECIALE DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE CON DELIBERA CONSOB N° 10829 DEL 16/07/1997
UFFICI IN ITALIA: BOLOGNA - FIRENZE - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO - UDINE