

FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2007

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

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

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

Dal collocamento al 31 dicembre 2007 vi sono state quattro aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006 e 2007.

Nel 2006 il controvalore totale delle quote sottoscritte, al netto dei rimborsi, è stato pari a € 92.470.748.

La prima finestra dell'esercizio 2007, relativa al periodo maggio-giugno, ha registrato la sottoscrizione di ulteriori quote per un totale di € 54.090.665, al netto dell'importo di € 3.856.790, corrispondente al valore delle quote delle quali è stato richiesto il rimborso.

Il richiamo degli impegni ed il rimborso delle quote riscattate sono regolarmente avvenuti nel corso del mese di settembre.

La seconda riapertura dell'anno, relativa al periodo ottobre-dicembre, ha fatto registrare una raccolta per un ammontare complessivo di circa 52 milioni, al netto dell'ammontare delle quote per le quali è stato richiesto il rimborso, pari a circa € 4,2 milioni.

Il richiamo degli impegni ed il rimborso delle quote riscattate avverranno nel corso del prossimo mese di aprile.

Al 31 dicembre 2007 il valore della quota si è attestato a € 281,331, al netto del provento di € 5,34 a quota distribuito ai sottoscrittori in data 22 marzo 2007, rispetto ad un valore di € 266,961 rilevato al 31 dicembre 2006; l'incremento del valore della quota registrato nell'esercizio 2007, al lordo dello stacco del provento, è stato pari al 7,38%.

Tenendo conto del provento erogato, al 31 dicembre 2007 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale del 14,66%.

Alla stessa data il Patrimonio Netto del Fondo risulta pari a € 301.091.902, al netto dell'ammontare complessivo dei proventi sopra citati, pari a € 3.885.480; tale valore era di € 192.328.854 al 31 dicembre 2006.

L'esercizio chiude con un utile di € 18.626.872 (2006: € 6.648.001), che, al netto delle plusvalenze non realizzate, risulta pari a € 2.229.884 (2006: € 1.985.077).

Al 31 dicembre 2007 le attività ammontano a € 340.656.447 (€ 230.997.662 al 31 dicembre 2006).

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 31 dicembre 2007 risulta pari al 5,23%.

LO SCENARIO MACROECONOMICO

L'evento economico che ha maggiormente segnato il 2007 è stata la crisi dei mutui *subprime* nel mercato americano: sebbene sotto il profilo strettamente immobiliare la crisi coinvolga un'area geografica limitata, tuttavia le conseguenze coinvolgono l'economia globale. In primo luogo, infatti, il rallentamento del mercato immobiliare negli USA ha in parte favorito anche il rallentamento dell'economia con conseguenze su scala globale, sebbene parzialmente compensato dalla solidità dei paesi emergenti. In secondo luogo, la crisi ha portato ad un diffuso fenomeno di *credit crunch*, con forti riduzioni nella quantità di finanziamenti erogati ed un aumento del loro costo.

Un secondo elemento di rilievo, in parte legato al precedente, è stato il forte deprezzamento del Dollaro americano nei confronti delle altre principali valute. In risposta alla crisi dei mutui *subprime*, la Federal Reserve ha dovuto tagliare il costo del denaro per sostenere la domanda interna: nel periodo tra Settembre e Dicembre i tassi di interesse sono stati ridotti tre volte per una diminuzione complessiva del costo del denaro di un punto percentuale.

Nonostante tutto alla fine dell'anno il PIL americano ha fatto segnare un incremento del 2,2%¹, superiore alle previsioni degli economisti. Tuttavia questo dato si traduce in un rallentamento dell'economia americana, rispetto al recente passato, ed un inizio del 2008 con pericolo di inflazione e recessione.

Infine, non secondario è il notevole aumento del prezzo del petrolio nella seconda metà dell'anno (da 70 Dollari al barile di Giugno fino a 100 Dollari a fine anno). Tale incremento è solo in parte legato ad eventi straordinari con effetti di breve periodo, quali la chiusura di alcune raffinerie in Messico per i danni derivanti da un uragano, le rinnovate tensioni geopolitiche in Medio Oriente ed il calo delle scorte Usa. Ben più forti sono gli effetti derivanti da problemi strutturali dell'industria petrolifera quali la produzione Opec, ritenuta ancora insufficiente nonostante i continui aumenti, e la costante ascesa della domanda in tutto il mondo, soprattutto in India ed in Cina. L'alta volatilità del prezzo del greggio, dovuta al forte divario tra offerta e domanda, porta ad un aumento dei costi di produzione per le imprese e, conseguentemente, anche sui prezzi.

Al rallentamento dell'economia statunitense ha risposto la crescita costante a livelli molto elevati dell'economia asiatica. In Cina il saldo netto positivo tra il valore delle esportazioni e delle importazioni ha continuato a crescere, nonostante alcuni scandali scoppiati nel 2007 in merito alla qualità e pericolosità dei prodotti cinesi. Con un incremento del PIL di circa l'11,5% la Cina rafforza il proprio ruolo nella nuova mappa economica mondiale, segnando il maggior apporto in assoluto alla crescita globale. Buono anche l'andamento economico dell'India (PIL +9%), mentre gli altri paesi asiatici risentono maggiormente del rallentamento americano, comunque con crescite tra il 4 e il 6%².

In Giappone l'economia è stata caratterizzata da un'espansione decisamente più contenuta (+2% nel 2007), anche a causa dello Yen forte rispetto al Dollaro e dei pericoli di un possibile periodo di deflazione³.

In Europa non c'è stato il temuto contagio della crisi dei mutui, anche grazie al minore livello di indebitamento delle famiglie. La Banca Centrale Europea ha così mantenuto i tassi di interesse invariati temendo maggiormente una spirale inflazionistica dei prezzi. Il recente sostanziale aumento del petrolio e dei generi alimentari stanno avendo già un forte impatto sull'inflazione, il cui tasso dovrebbe attestarsi tra il 2% e il 2,2% nel 2007 e significativamente sopra il 2% nel prossimo futuro. Complessivamente i fondamentali

¹ U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

² IMF – World Economic Outlook 2007

³ IMF – World Economic Outlook 2007

economici rimangono solidi e la crescita economica piuttosto robusta: nel 2007 il PIL ha registrato un incremento tra il +2,2% e il +2,8%, nonostante la crescita più moderata nel quarto trimestre dell'anno. Infine, il deprezzamento del Dollaro preoccupa per quanto riguarda le esportazioni, che sembrano indirizzarsi sempre di più verso i mercati dei paesi emergenti asiatici⁴.

L'Italia nel 2007 ha vissuto una fase espansiva dell'economia, seppur il tasso di crescita del PIL è stato contenuto: le stime preliminari alla fine terzo trimestre dell'anno registrano una crescita annuale dell'1,9%⁵, stesso tasso di crescita previsto sull'arco di tutto il 2007 dalla Commissione Europea⁶. Le principali situazioni di criticità sono rappresentate dal calo dei consumi delle famiglie e dagli alti livelli raggiunti dall'inflazione a fine anno.

La crescita dei consumi si conferma l'elemento più critico della congiuntura economica in Italia (+1,5%)⁷. Tra le cause la brusca accelerazione del tasso di inflazione registrata tra Ottobre e Dicembre, culminato con un aumento del 2,6% nell'ultimo mese dell'anno. Tale accelerazione dovrebbe portare il saggio annuo di inflazione al di sopra del 2%⁸.

È negativo anche il saldo tra export e import, principalmente a causa dell'Euro forte; in particolare le importazioni, che erano diminuite nella prima metà dell'anno, hanno registrato nel terzo trimestre un consistente aumento (+2,4%) che ha più che compensato l'esiguo incremento delle esportazioni⁹.

I conti pubblici sono positivi, con una riduzione del rapporto deficit/PIL dal 4% all'1,3% nel corso dei primi nove mesi rispetto allo stesso periodo del 2006, mentre l'avanzo primario è aumentato da 6,5 a 40 miliardi di Euro (dallo 0,6% al 3,5% del PIL)¹⁰.

ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare europeo

La crisi dei mutui *subprime* americani ha introdotto anche in Europa molta incertezza, soprattutto riguardo l'impatto che avrà sul sistema economico generale e sui flussi di investimento. Le conseguenze sul mercato immobiliare europeo dovrebbero comunque essere limitate, tuttavia la crisi del debito ed il rallentamento della crescita dell'economia americana ed europea ha inevitabilmente avuto effetti negativi sulla fiducia degli investitori e sulla loro propensione ad investire. Alcune previsioni indicano che il periodo negativo non perdurerà oltre la metà 2008, quando lo stabilizzarsi delle condizioni di credito e un lieve calo dei prezzi (soprattutto nel comparto residenziale) dovrebbero attirare di nuovo importanti investimenti nel settore¹¹.

Il **mercato terziario** è stato positivo nel 2007: la domanda di uffici è stata elevata soprattutto grazie al diffuso calo del tasso di occupazione in tutta Europa e la crescita economica. Si è registrata una maggiore richiesta di spazi, in particolar modo per prodotto di alta qualità che nei maggiori paesi europei rappresenta ancora (in media) solo il 19% del

⁴ IMF – World Economic Outlook 2007

⁵ ISTAT

⁶ Commissione Europea - Previsioni economiche intermedie dell'UE

⁷ Focus n°1 2008 BNL Centro Studi

⁸ Focus n°1 2008 BNL Centro Studi

⁹ Focus n°43 2007 BNL Centro Studi

¹⁰ Focus n°1 2008 BNL Centro Studi

¹¹ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

totale¹². Tale situazione ha favorito un aumento dei canoni degli immobili di miglior qualità (classe A), con una riduzione graduale ma costante, del *vacancy rate*; infine, i rendimenti si sono lievemente ridotti nelle zone centrali delle maggiori città europee, mentre nelle zone semi-centrali o periferiche sono stabili¹³.

Nonostante la crescita del prezzo del petrolio il mercato degli **immobili industriali** europeo è stato caratterizzato da un andamento positivo. Come per il settore terziario anche il settore industriale sta procedendo a doppia velocità: da una parte ci sono i capannoni di alta qualità in crescita costante e dall'altra gli immobili più vecchi e di qualità inferiore caratterizzati da una situazione più stabile. Da sottolineare, inoltre, il boom di richieste nelle principali aree dell'Europa dell'Est: alla domanda interna, peraltro in crescita, è da aggiungere la rilevante crescita di richieste da parte di società internazionali pronte ad estendere le loro attività nei mercati di questi paesi¹⁴.

Il **settore commerciale** mantiene i *trend* del 2006, con una continua crescita in Europa, soprattutto nei paesi Orientali. Infatti, se durante il 2006 i maggiori progressi nel settore erano stati registrati in Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca, nel 2007 l'interesse per la regione ha coinvolto anche Russia, Bulgaria e Romania. Rallentano solamente la Gran Bretagna e l'Italia, ma per due ragioni diverse: la prima ha sofferto soprattutto per il calo del potere di spesa dovuto all'aumento del costo del denaro e l'alto indebitamento delle famiglie britanniche; il mercato italiano, dopo essere cresciuto a livelli sostenuti negli ultimi anni, vede ora ridursi gli spazi per lo sviluppo della GDO. Tuttavia i prezzi del commerciale sono aumentati del 3,9% nel 2007, con un contributo particolarmente positivo dei negozi delle zone centrali delle città¹⁵.

Per il 2007 il risultato complessivo del **settore residenziale** è positivo, nonostante la maggiore cautela nella concessione dei mutui per l'acquisto delle abitazioni per effetto della crisi americana, effetto che colpisce maggiormente le categorie più deboli e dipendenti dai mutui (giovani e immigrati). Il numero di compravendite nel 2007 è comunque in aumento rispetto l'anno passato (circa 2%).

L'aumento annuale medio dei prezzi in Europa nel 2007 è stato del 4,1%, anche se in tutte le principali città europee si allargano le differenze tra immobili di alta qualità e centrali rispetto ad immobili periferici ed obsoleti¹⁶. I prezzi di quest'ultimo tipo di immobili non registrano variazioni significative ed in alcuni casi evidenziano le prime riduzioni, almeno nei mercati maturi, che con molta probabilità continueranno anche nella prima metà del 2008. Osservando singolarmente i principali paesi, è da evidenziare il buon andamento del mercato residenziale francese e la ripresa di quello tedesco che ha registrato aumenti dopo diversi anni di crisi; stabile il mercato britannico, mentre quello spagnolo, dopo un primo semestre positivo, ha avuto qualche difficoltà a causa della saturazione di alcuni mercati, dell'aumento eccessivo dei prezzi e della difficoltà nella concessione dei mutui ipotecari¹⁷.

Il mercato immobiliare italiano

In generale il 2007 è stato un anno positivo, con un ciclo espansivo che dura da 9 anni. Si avvertono, tuttavia, i primi segnali di una possibile correzione, con una flessione per il momento limitata solo al numero di compravendite. Anche i prezzi però stanno registrando

¹² Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

¹³ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

¹⁴ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

¹⁵ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

¹⁶ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

¹⁷ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

tassi di crescita sempre più contenuti, con la possibilità di riduzioni se la domanda dovesse indebolirsi ulteriormente.

Il rallentamento dell'economia ed il razionamento del credito hanno portato già nella prima metà dell'anno ad un decremento nelle compravendite di immobili del 3,9% rispetto allo stesso periodo del 2006¹⁸. Per quanto riguarda l'intero 2007 la flessione nel numero di compravendite dovrebbe attestarsi intorno al -3,3%, ma con punte superiori al 10% nei grandi centri urbani.

Tale riduzione ha portato inevitabilmente anche ad un allungamento nei tempi medi di vendita e ad un innalzamento nello sconto praticato in sede di trattativa. I tempi medi di vendita nelle aree urbane hanno raggiunto quasi i 5 mesi per le abitazioni, 5,5 mesi per i negozi e 6 mesi circa per gli uffici¹⁹.

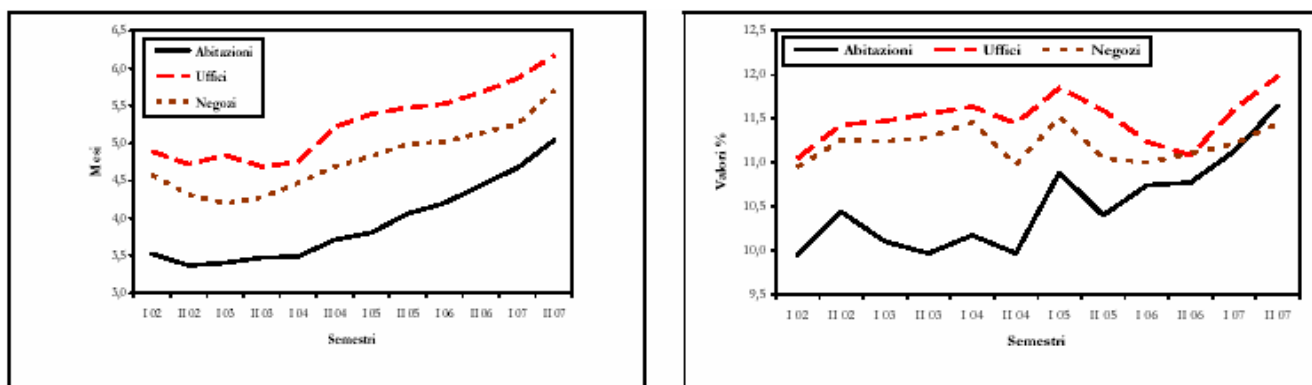


Figura 1: Media 13 Aree Urbane – Tempi medi di vendita e sconto medio praticato (Abitazioni, uffici e negozi).

Fonte: Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007.

Continua l'incremento dei prezzi, seppur con un rallentamento dei tassi di crescita; in particolare, nel secondo semestre dell'anno i prezzi sono aumentati tra il 2% e il 2,7%.

	Var. % semestrale	Var. % annuale
Abitazioni	2,0	5,1
Uffici	2,7	6,3
Negozi	2,3	5,8
Capannoni Industriali		7,1
Box e Garage (1)		6,5

Tabella 1: Media 13 Grandi Aree Urbane – Variazioni percentuali dei prezzi medi correnti degli immobili.

(1) Giugno 2006- Giugno 2007.

Fonte: Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007.

¹⁸ Agenzia del Territorio – Il Mercato Immobiliare nel Primo Semestre 2007

¹⁹ Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

Il rallentamento nella crescita dei prezzi degli immobili, iniziato debolmente già nel 2004, è continuato costantemente negli ultimi anni, compreso il 2007.

La flessione è dovuta principalmente alla fine di un ciclo espansivo del settore, piuttosto che allo scoppio di una bolla speculativa che avrebbe portato ad una riduzione improvvisa e forte.

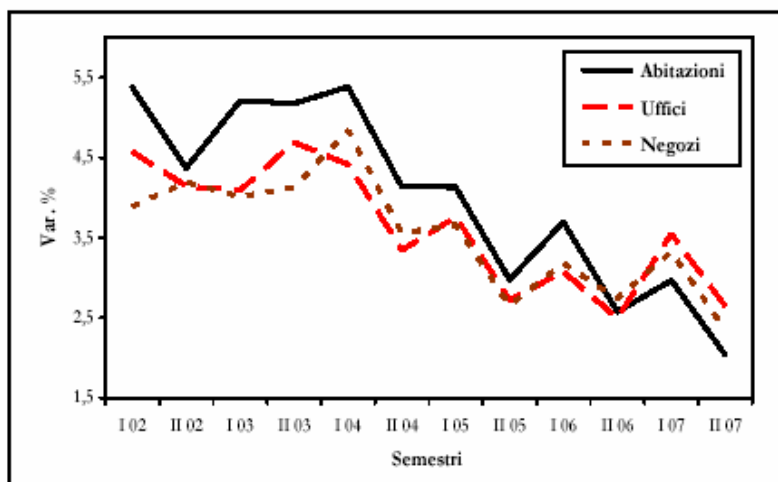


Figura 2: Media 13 Grandi Aree Urbane – Prezzi medi di abitazioni, uffici e negozi.

Fonte: Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007.

Il mercato degli investimenti rimane positivo e superiore rispetto alla media dell'ultimo quinquennio, seppure il volume totale si sia ridotto rispetto all'anno precedente: nel 2007 gli investimenti in immobili (escluso il residenziale) sono risultati superiori a € 7,5 miliardi, nonostante un lieve rallentamento nella seconda metà dell'anno causato dalla crisi dei mutui.

Il mercato è stato trainato principalmente dagli investitori italiani (oltre il 65% circa del volume totale) e dal settore terziario, che rimane il principale per dimensione degli investimenti.

- Terziario

Gli immobili ad uso ufficio in Italia rappresentano poco più del 5% dello stock immobiliare complessivo, pari a circa 168 milioni di mq. Solamente il 9,2% di tale superficie è di classe A, mentre gli uffici di classe B e C rappresentano rispettivamente il 24,6% e il 66,2%²⁰.

Il valore degli scambi è in crescita del 5,7% rispetto al 2006, raggiungendo 7,4 miliardi di Euro. Sono richiesti prevalentemente immobili di classe A, mentre è in aumento il *vacancy rate* degli immobili di qualità più bassa²¹.

Nel 2007 i canoni di locazione sono aumentati lievemente, mentre i prezzi sono aumentati del 6,3%²².

²⁰ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

²¹ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

²² Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

- Milano

Il mercato direzionale milanese si conferma, insieme a quello romano, come il principale mercato di investimento in Italia, attraendo molti investitori italiani ed esteri. Lo stock totale è stimato intorno a 11,5 milioni di mq. alla fine del 2007²³.

Il mercato delle locazioni ha presentato un assorbimento pari a 255.000 mq durante l'anno, valore inferiore rispetto al 2006 (300.000 mq) soprattutto a causa della scarsa offerta di uffici di alta qualità, tipologia che rimane di gran lunga la più richiesta.

Nel 2007 solo 75.000 mq di uffici nuovi o ristrutturati sono stati consegnati, meno della metà rispetto al 2006. Conseguentemente il tasso di sfritto è diminuito anche durante il 2007 (da circa il 7,5% del 2006 al 7%), con uno stock per l'intera area economica milanese di 850.000 mq; il valore della sola area centrale e periferica della città di Milano è pari ad oltre 600.000 mq.

Il canone massimo è aumentato nel 2007 fino a 500 €/mq/anno e per effetto dell'aumento dei prezzi i rendimenti sono lievemente diminuiti intorno al 5% (5,4% in periferia e *prime yield* nelle zone centrali del 4,7%)²⁴.

- Roma

Il mercato direzionale romano presenta uno stock totale stimato intorno a 9,7 milioni di mq. Permane la prudenza degli operatori che sviluppano quasi unicamente solo dopo aver individuato un conduttore. Durante i prossimi anni, tuttavia, si dovrebbero concludere i lavori di alcuni importanti progetti (come ad esempio la nuova Fiera, Europarco, Città dello Sport, Tecnopolo Tiburtino, Da Vinci Center, Parco Leonardo) che daranno nuovo vigore al mercato direzionale romano.

La scarsa offerta di uffici nuovi ha contribuito al ridotto volume di assorbimento (solamente 80.000 mq, oltre il 60% in meno rispetto al 2006), concentrati soprattutto nella zona EUR.

Il canone massimo di locazione è rimasto piuttosto stabile (intorno a 400 €/mq/anno), così come i rendimenti sono del 5,3% nelle zone centrali e più elevati nelle zone semicentrali o periferiche, dove si raggiunge anche il 6,5%.

Lo stock di spazio sfritto è in diminuzione da 710.000 mq del 2006 a 650.000 mq nel 2007, equivalenti ad un *vacancy rate* in riduzione al 6,7%: la diminuzione è però dovuta soprattutto alla mancanza di nuove consegne durante l'anno²⁵.

- Residenziale

Il settore immobiliare residenziale è di gran lunga il più importante in Italia in quanto a superficie complessiva (79,8%). Durante il 2007 per la prima volta dopo molti anni il numero di compravendite si è ridotto. Il numero delle compravendite è stato pari a 817.269 (-3,3% rispetto al 2006); la riduzione è del 9,7% considerando solo le grandi città.

	Numero di Compravendite			Var. % Annuale
	I Semestre 2007	II Semestre 2007 (*)	Totale 2007	2006/2007
13 Grandi Aree Urbane	64.101	57.104	121.204	-9,7
Totale Italia	412.774	404.494	817.269	-3,3

Tabella 2: Numero di compravendite di abitazioni nel corso del 2007. (*) Stime.

²³ JLL

²⁴ Nomisma - La congiuntura immobiliare in Italia II Semestre 2007

²⁵ DTZ Research – Newsletter 4° Trimestre 2007

Fonte: Elaborazione e stime Nomisma su dati Agenzia del Territorio.

La riduzione sembra essere dovuta soprattutto a causa della maggiore cautela nella concessione dei mutui alle categorie più deboli, quali i giovani e gli immigrati.

Nonostante la debolezza della domanda, i prezzi sono aumentanti ulteriormente, sebbene con tassi di crescita inferiori rispetto al recente passato (2% su base semestrale e 5,1% sull'intero 2007)²⁶. Osservando però i mercati di singole città, è possibile notare come in alcuni casi la crescita sia stata ancora più ridotta, come nel caso di Milano dove la variazione semestrale è stata del 1,4%, se non addirittura negativa, come nel caso di Firenze dove i prezzi sono diminuiti dello 0,5%²⁷. Le previsioni per i prezzi degli immobili residenziali sono di riduzione fino all'inizio del secondo semestre del 2008, quando il rapporto tra domanda ed offerta sarà più equilibrato, pur non dimenticando che le decisioni di spesa subiranno l'influenza del clima di fiducia, positivo e negativo, in funzione dell'evolversi del quadro politico e finanziario a livello locale ed internazionale²⁸.

- Commerciale

Il settore commerciale rappresenta in Italia solo il 3% dello stock complessivo di immobili, per un totale di circa 521 milioni di metri quadri alla fine del 2007, di cui 97 milioni di metri quadri costituisce la superficie dei centri commerciali in Italia²⁹. Il mercato dei centri commerciali ha assunto un ruolo sempre più importante in Italia, fattore rilevante in un paese in cui, a differenza di altri paesi europei, la distribuzione è caratterizzata dalla forte presenza di negozi di ridotta superficie.

Per il 2007 le stime degli investimenti in centri commerciali sono di circa 2 miliardi di Euro, in lieve riduzione rispetto al 2006, anno in cui si è registrato il record di quasi 2,5 miliardi di Euro³⁰.

Le stime di nuove aperture di centri commerciali, inoltre, confermano la crescita del settore, che nel solo 2007 ha visto l'apertura di oltre un milione di nuovi mq, con un aumento della superficie totale di centri commerciali in Italia pari al 14%³¹. C'è maggiore interesse da parte degli investitori per il Centro-Sud, in quanto il Nord appare vicino al livello di saturazione, con valori in linea con gli altri paesi europei. Nel primo semestre dell'anno, infatti, quasi il 70% degli investimenti in questo settore è stato effettuato nelle regioni del Centro-Sud.

- Industriale

Il settore industriale rappresenta in Italia circa il 12% dello stock complessivo di immobili, per un totale di circa 2.117 milioni di metri quadri alla fine del 2007³², con un valore degli scambi vicino a 4,5 miliardi di Euro. Il risultato positivo rappresenta la fine di una crisi che si registrava da alcuni anni, dovuta prevalentemente al rallentamento della crescita economica italiana e alla decisione di numerose imprese di delocalizzare all'estero alcune attività produttive.

²⁶ Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

²⁷ Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

²⁸ UBH

²⁹ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

³⁰ JLL – Italian Shopping Center

³¹ JLL – Italian Shopping Center

³² Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

Il settore in maggiore crescita è sicuramente la logistica, soprattutto per le strutture di ampia dimensione. Buono anche l'andamento dei capannoni di media dimensione per l'artigianato o per attività leggere³³.

Anche per quanto riguarda i prezzi, i capannoni industriali si sono rivelati il segmento con l'andamento maggiormente positivo (+7,1% su base annuale)³⁴.

- Alberghi

Il mercato turistico italiano è tradizionalmente molto solido: a livello mondiale, infatti, l'Italia rappresenta il quinto paese per gli arrivi turistici³⁵. Inoltre, negli ultimi anni gli arrivi nelle strutture alberghiere italiane sono costantemente aumentati sfiorando i 77 milioni nel 2006³⁶, di cui più della metà concentrati nel Nord, mentre la categoria di alberghi più richiesta sono i 3 stelle e le residenze turistico alberghiere che attraggono poco meno della metà degli arrivi. Tuttavia, negli ultimi anni, i flussi di arrivi sono sempre più consistenti nel centro sud dell'Italia e in alberghi di categorie elevate, quali i 4 e i 5 stelle³⁷.

Il settore alberghiero italiano presenta però una struttura di offerta piuttosto obsoleta, caratterizzata da complessi alberghieri di dimensioni ridotte e spesso condotti a gestione familiare. Il numero di alberghi in Italia è elevato, superando le 30.000 unità, ma le dimensioni medie sono piuttosto piccole, superando di poco le 30 camere³⁸.

La frammentazione del settore alberghiero pone una sfida al settore turistico che sta cercando di diversificare l'offerta per poter rispondere ad una domanda sempre più esigente in termini di prodotti e più selettiva nei confronti della qualità dell'*hospitality*³⁹.

Si registra una riduzione nel tasso di occupazione delle camere (TOC) dopo quattro anni di crescita costante (-1,4%), passando dal 64,6% del 2006 al 63,7% del 2007⁴⁰. Tale flessione ha riguardato, eccetto rare eccezioni, tutte le principali città italiane ed in particolar modo Catania, Napoli e Torino (quest'ultima però nel 2006 aveva potuto contare sull'attrazione esercitata dalla Olimpiadi invernali).

In termini di redditività per camera disponibile (RevPar) il 2007 ha confermato il buon risultato dell'anno precedente, risultando pari a € 87,59, con un minimo incremento (€0,26) durante il 2007⁴¹. In particolare, i risultati degli alberghi a 5 stelle sono stati superiori alla media con un incremento del RevPar del 5%, con punte a Venezia e Firenze (rispettivamente +9,5% e +8,1%); mentre le strutture a 4 stelle hanno riportato risultati più contenuti, eccezion fatta per Genova, Firenze e Milano (+5,8% la prima e +3,2% le altre)⁴².

Il 2007 è stato estremamente positivo anche riguardo ai volumi di investimento confluiti nel settore alberghiero: l'interesse degli investitori istituzionali e delle grandi catene alberghiere sembra essere sempre maggiore. Le preferenze degli investitori sono indirizzate soprattutto a strutture alberghiere di alta categoria (4 o 5 stelle) recentemente ristrutturate o nuove, preferibilmente con servizi aggiuntivi quali *meeting rooms* e Spa e localizzate nei centri delle

³³ Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

³⁴ Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

³⁵ Organizzazione Mondiale del Turismo

³⁶ ISTAT

³⁷ ISTAT

³⁸ ISTAT

³⁹ REAG

⁴⁰ Osservatorio AICA (Associazione Italiana Catene Alberghiere)

⁴¹ Osservatorio AICA

⁴² Osservatorio AICA

maggiori città o nelle vicinanze di poli terziario/direzionali⁴³. A fine 2007 i flussi di investimento nel settore dovrebbero avvicinarsi alla quota record del 2006⁴⁴.

Inoltre, il settore alberghiero sembra presentare ancora notevoli margini di crescita infatti sono già molte le catene che hanno programmato nuove aperture o ristrutturazioni per il 2008. Tra le principali operazioni, Nh Hoteles progetta di investire € 100 milioni nella ristrutturazione dei 39 alberghi acquisiti da Jolly, il gruppo Intercontinental Hotels aprirà nel 2008 il Crowne Plaza Milan City, il gruppo Statuto intende rilanciare l'Hotel Danieli di Venezia (Starwood Hotels & Resorts) con un restauro del valore di € 45 milioni, Soglia Hotels prevede nuovi city hotel ed infine Accor nel 2008 aprirà 5 nuovi alberghi in Italia con un investimento per oltre € 100 milioni⁴⁵.

IL QUADRO NORMATIVO

Il Ministero dell'economia e delle finanze, con decreto del 25 maggio 2007, ha introdotto con decorrenza 1° ottobre 2007 l'applicazione del meccanismo dell'inversione contabile ("reverse charge") a talune operazioni di cessione di fabbricati strumentali.

Attraverso l'applicazione del citato meccanismo, l'imposta sul valore aggiunto, invece di essere addebitata in fattura al cessionario dal cedente che la riscuote e la versa all'erario, è applicata direttamente dal cessionario.

Il citato meccanismo, infatti, impone al cessionario l'obbligo di integrare la fattura emessa dal cedente con l'indicazione dell'imposta, nonché di annotarla nel registro delle fatture emesse e nel registro degli acquisti; tale duplice annotazione consente, in sede di liquidazione del tributo, la compensazione dell'imposta a debito con quella a credito.

Restano invece soggette alle ordinarie regole di applicazione dell'imposta le cessioni di fabbricati strumentali effettuate da imprese di costruzione, o da quelle che vi hanno effettuato interventi di recupero, entro 4 anni dalla data di ultimazione della costruzione o dell'intervento, nonché quelle di fabbricati abitativi soggette all'imposta.

L'applicazione del "reverse charge" è stata infine modificata, con effetto 1° marzo 2008, dalla legge Finanziaria 2008, la quale all' art. 1, comma 156, prevede che anche le cessioni di immobili strumentali effettuate nei confronti di soggetti IVA con limitato diritto alla detrazione saranno soggette al meccanismo dell' inversione contabile.

Tra le modifiche di maggior rilievo intervenute nel corso dell'esercizio 2007 nel quadro normativo relativo ai servizi e ai mercati finanziari occorre innanzitutto dare conto del Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164, con il quale il legislatore ha recepito la Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (di seguito la Direttiva MiFID).

In tale contesto, il regolatore nazionale ha esteso alla gestione collettiva del risparmio, pur estranea al campo di applicazione della Direttiva MiFID, l'applicazione di talune previsioni dettate in attuazione della medesima e, nella specie, delle disposizioni contenute nel Libro IV della Delibera Consob 29 ottobre 2007 n. 16190 (di seguito il Regolamento Intermediari) nonché, per quel che attiene ai profili organizzativi, delle disposizioni della parte V del Regolamento Congiunto Consob - Banca d'Italia dello scorso 29 ottobre.

Si segnala, tra le principali novità, la possibilità per le SGR di commercializzare direttamente tanto OICR di terzi quanto OICR propri e di dare seguito direttamente alle proprie decisioni di investimento anche senza essere abilitate alla prestazione del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

⁴³ REAG

⁴⁴ JLL

⁴⁵ REAG

Con il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 7 settembre 2007, n. 174, sono state adottate le misure attuative della Legge 27 dicembre 2006, n. 296 (Legge finanziaria 2007) con cui è stata introdotta nell'ordinamento la figura delle SIIQ "Società di investimento immobiliare quotate".

Il citato Regolamento definisce il quadro normativo di riferimento cui le SIIQ sono soggette, recando disposizioni di dettaglio in materia di esercizio dell'opzione per l'accesso alla particolare qualifica societaria, in materia di regime fiscale e contabile, nonché in tema di vigilanza.

Ancora con riferimento alle SIIQ, si segnala che la Consob, con delibera del 26 giugno 2007, n. 15966 ha approvato il nuovo Regolamento di Borsa Italiana S.p.A. e le relative Istruzioni, in cui si stabilisce una specifica disciplina per il *listing* delle società immobiliari. Più in particolare, il nuovo regolamento introduce previsioni *ad hoc* per l'ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi delle c.d. *Real Estate Investment Companies* ("Reic"), società per azioni che svolgono in via prevalente attività di investimento e/o locazione in campo immobiliare.

Con specifico riferimento alla gestione collettiva del risparmio, occorre menzionare il provvedimento del 21 giugno 2007, con il quale la Banca d'Italia ha modificato il Regolamento 14 aprile 2005 ("Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio"), da un lato adottando disposizioni volte ad ampliare i casi di applicazione dell'istituto di approvazione in via generale dei regolamenti di gestione dei fondi, dall'altro eliminando l'obbligo di specializzazione delle SGR che istituiscono e gestiscono fondi speculativi.

Con Decreto Legislativo 6 novembre 2007, n. 195 è stata data attuazione alla Direttiva 2004/109/CE e alle relative misure di attuazione contenute nella Direttiva 2007/14/CE (c.d. "Direttiva *Transparency*").

Il decreto incide sugli obblighi cui sono soggetti gli emittenti nazionali quotati, dettando, in particolare, norme relative agli obblighi informativi degli emittenti e dei loro azionisti nei confronti del pubblico, della Consob e delle società di gestione dei mercati, prevedendo specifici poteri di vigilanza regolamentare in capo alla Consob.

Il Decreto Legislativo 28 marzo 2007, n. 51, dando attuazione alla Direttiva 2003/71/CE (c.d. "Direttiva Prospetto"), apporta modifiche ed integrazioni al TUF (artt. 93-*bis* – 100-*bis*) per quel che attiene al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari.

Il Decreto fornisce la definizione di strumenti finanziari comunitari e disciplina, in un'apposita sezione, gli obblighi in materia di offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti. Vengono inoltre previste norme di dettaglio sul contenuto, sul procedimento di approvazione, sugli obblighi informativi e sulla validità comunitaria del prospetto.

Con Decreto Legislativo 19 novembre 2007 n. 229 è stata recepita la Direttiva 2004/25/CE ("Direttiva Opa"), concernente le offerte pubbliche di acquisto e di scambio. La nuova disciplina, pur introducendo talune modifiche al TUF, tra cui l'obbligo di prevedere in statuto le difese di cui la Società intende avvalersi nel caso di Opa ostile, preserva gli indirizzi di fondo già consolidati in materia (protezione degli azionisti minoritari, incoraggiamento alla contendibilità del controllo) e conferma le regole della passività e dell' "obbligo di neutralizzazione", già previste dall'ordinamento.

Si segnala, infine, il Decreto Legislativo 8 ottobre 2007, n. 179 che ha istituito una camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob, per la risoluzione di controversie sorte tra investitori ed intermediari, nonché un sistema di indennizzo e un apposito fondo di garanzia in favore degli investitori danneggiati.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

Direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e linee strategiche future

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

Gestione immobiliare

Nel 2007 non vi sono state ulteriori investimenti diretti nel comparto *residenziale*; l'attività si è concentrata sulla dismissione delle unità residue dei due complessi residenziali acquistati precedentemente dal Fondo.

Per quanto riguarda il complesso Immobiliare sito in Livorno, si è proceduto ai rogiti di 26 unità immobiliari, su un complessive 30 unità, oltre ad 5 box auto coperti, 19 posti auto ed 2 posti moto. L'incasso complessivo derivante dalle suddette vendite è stato di € 3.701.000.

Con riferimento al complesso residenziale sito in Venezia Lido, prosegue l'attività di commercializzazione di cui si avrà un riscontro nel 2008, anno nel corso del quale termineranno i lavori.

Con riferimento al comparto *non residenziale* sono state perfezionate le seguenti operazioni:

- * avendo come controparti venditrici società facenti capo a Carlyle Group, sono state finalizzate le acquisizioni dei seguenti immobili, in parte interamente locati ed in parte da valorizzare:

dalla società Juppiter 7 S.A.S, un immobile ad uso direzionale sito in Milano, Via Ramusio 1; l'investimento complessivo è stato pari ad € 10.3 milioni, per circa mq. 18.000 di superficie lorda.

Attualmente risulta parzialmente locato all'istituto Europeo di Oncologia e presenta un tasso di vacancy del 70%.

dalla società Juppiter 7 S.A.S, un immobile ad uso direzionale sito in Milano, Via Patecchio 2; l'investimento complessivo è stato pari ad € 11,8 milioni, per circa mq. 15.000 di superficie lorda.

E' attualmente locato al gruppo editoriale GPP Spa.

dalla società Juppiter 7 S.A.S, un immobile ad uso direzionale sito in Roma, Via Berio 91/97; l'investimento complessivo è stato pari ad € 12,0 milioni, per circa mq. 7.000 di superficie lorda.

E' attualmente locato a vari conduttori di cui i principali sono Soc. istituto podologico Italiano S.r.l. e Space Engineering s.p.a; il tasso di vacancy è pari al 55%.

dalla società Cerep Gallarate Srl, un immobile ad uso direzionale sito in Milano, Via Gallarate 184; l'investimento complessivo è stato pari ad € 17.250.000, per circa mq. 11.000 di superficie lorda.

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

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

in data 8 Giugno 2007, dalla società Juppiter 7 S.A.S, un immobile ad uso direzionale sito in Milano, Via Stephenson 94; l'investimento complessivo è stato pari ad € 15,5

milioni, per circa mq. 27.000 di superficie lorda. E' attualmente locato a vari conduttori di cui i principali sono Merck Spa, VWR International Srl, Consorzio EUROCONS, Moneta Impianti Spa, Medacta Italia Srl.

Il tasso di vacancy dell'immobile è pari al 49%.

In data 14 novembre 2007, dalla società Ares S.A.S di Ares MP S.R.L, un immobile ad uso direzionale sito in Milano, Via Castellanza 11; l'investimento complessivo è stato pari ad € 18,7 milioni, per circa mq. 15.000 di superficie lorda. L'immobile è interamente locato ad Alike Srl – Reply Group.

In merito alla acquisizione del suddetto portafoglio di immobili, è stato stipulato con la parte venditrice un accordo della durata di due anni inerente la commercializzazione degli spazi "vacant".

A seguito della locazione degli spazi sarà riconosciuto alla controparte un ammontare pari alla valorizzazione potenziale dell'immobile stesso.

L'incarico ha permesso di locare, nei soli primi mesi di efficacia, l'intero immobile di Milano via Patecchio e, parzialmente, quello di Milano, Via Stephenson.

* In data 12 Dicembre 2007 è stato stipulato il contratto di acquisto dalla società Metro Fim S.p.A. di 5 immobili a destinazione commerciale siti in Milano, via Pitteri; Erbusco (BS), via Rovato; Parma, p.zza Balestrieri; Brescia, via Orzinuovi; Cinisello Balsamo (MI), via F. Testi, il cui prezzo di acquisto complessivo è stato pari ad euro 61,5 milioni. Gli immobili sono interamente locali ad Media Market S.p.A.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti, REAG-Real Estate Advisory Group Srl, gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a € 272.760.000, con un incremento del 10,24% rispetto al loro costo storico.

Le plusvalenze non realizzate su immobili contabilizzate nell'esercizio ammontano complessivamente a € 15,7 milioni.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo alla data del 31 dicembre 2007:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro	Valore mercato 31/12/2007 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
04/4/2006	Uffici (Ares e Athena)	Milano, Via Tortona 33	43.000	60.100.000	69.970.000	16,4	UniCredit
24/4/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50	5.250	2.891.409 (1)	3.540.000	22,4	Unità immobiliari ristrutturate e parzialmente già cedute (3)
27/4/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	6.300	9.250.000	12.600.000	36,2	Multitenant

29/5/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.500	13.609.657 (2)	15.500.000	13,8	Immobile in ristrutturazione, non locato
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	36.964	14.450.000	15.300.000	5,9	Technocolor Milan
12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	15.508	11.795.800	12.800.000	8,6	GPP spa
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	18.167	10.312.500	11.900.000	15,4	Istituto Europeo di Oncologia
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	7.571	12.045.000	13.700.000	13,8	Vari
12/04/2007	Uffici	Milano Gallarate 184	10.676	17.250.000	18.200.000	5,6	Upim Srl Vari
8/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	26.964	15.498.500	17.500.000	13,0	Vari
14/09/2007	Uffici	Milano Via Castellanza 11	15.000	18.716.200	19.100.000	2,1	Reply Group
12/12/2007	Commerciale	Milano Via Pitteri 84	4.341	13.225.000	13.530.000	2,3	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Cinisello Balsamo (MI), Viale Fulvio Testi 210	7.032	22.366.000	22.570.000	0,9	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Brescia, Via Orzinuovi	3.810	7.437.000	7.680.000	3,2	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Erbusco (BS) C.C. Le Porte Franche via Rovato	4.270	7.924.000	8.300.000	4,7	Media Market S.p.A.
12/12/2007	Commerciale	Parma C.C. Euro Torri P.za Balestrieri	4.301	10.548.000	10.570.000	0,2	Media Market S.p.A.
TOTALI				247.419.066	272.760.000	10,24	

(1) compresi costi di ristrutturazione

(2) compresi costi di ristrutturazione

(3) nel corso dell'anno sono state vendute circa il 60% delle unità del complesso residenziale, per un ammontare totale di € 3.701.000. Nella tabella è indicato il valore delle unità residue.

Al 31 dicembre 2007 la leva finanziaria risulta utilizzata per € 35 milioni ed è riferibile all'acquisto dell'immobile sito in Milano, Via Tortona 33.

Nel corso dell'anno i ricavi da locazione sono stati pari a € 8,9 milioni; nell'esercizio precedente la voce era pari a € 1,2 milioni.

Il Fondo è titolare del 100% delle quote della società Repe Italia 1 s.r.l.; la società, a seguito della cessione avvenuta nel corso dell'esercizio 2006 degli immobili siti in via Tortona n 33 a favore del medesimo Fondo "Immobiliare Dinamico", verrà posta in liquidazione volontaria che, presumibilmente, vedrà il termine entro il 2008.

È inoltre proseguita l'attività di richiamo degli impegni da parte dei fondi immobiliari esteri per i quali il Fondo ha sottoscritto degli impegni negli anni passati: al 31 dicembre 2007, in base alle rendicontazioni rilasciate dai gestori, il valore complessivo delle quote già sottoscritte risulta pari a € 20,7 milioni.

In particolare:

“German Retail Box Fund” nel 2007 ha richiamato complessivamente equity per un ammontare pari a € 1.465.603. L'ammontare complessivamente investito dal Fondo è, pertanto, pari ad € 12.030.903, rispetto a complessivi € 15.000.000 impegnati;

“AVIVA CEPF” nel 2007 ha richiamato complessivamente equity per un ammontare pari ad € 1.628.708. L'ammontare complessivamente investito dal Fondo è, pertanto, pari ad € 4.627.648, rispetto a complessivi € 5.000.000 impegnati;

“Rockspring Portuguese” nel 2007 ha richiamato complessivamente equity per un ammontare pari ad € 1.189.865. L'ammontare complessivamente investito dal Fondo è, pertanto, pari ad € 2.699.035, rispetto a complessivi € 5.000.000 impegnati.

Al 31 Dicembre 2007 il portafoglio delle quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (parti di O.i.c.r.) e di Limited Partnership possedute dal Fondo comprende:

Data acquisto	Nome	Tipologia O.i.c.r.	Tipologia sottoscrittore	Impegni complessivi (in euro)	Richiamo impegni 31/12/2007 (in euro)	Politica di investimento del Fondo
16 agosto ⁴⁶	German Retail Box Fund	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	15.000.000	12.030.903	Strutture commerciali in Germania
30 giugno ⁴⁷	AVIVA Central European Property Fund	Fond Commun de Placement	Investitori qualificati	5.000.000	4.627.648	Immobili a reddito, prevalentemente commerciali e uso uffici, nell'Europa dell'Est
22 settembre ⁴⁸	Rockspring Portuguese Property Partnership	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	5.000.000	2.699.035	Immobili di tipo Core, core Plus e value added esclusivamente in Portogallo
Totale				25.000.000	19.357.586	

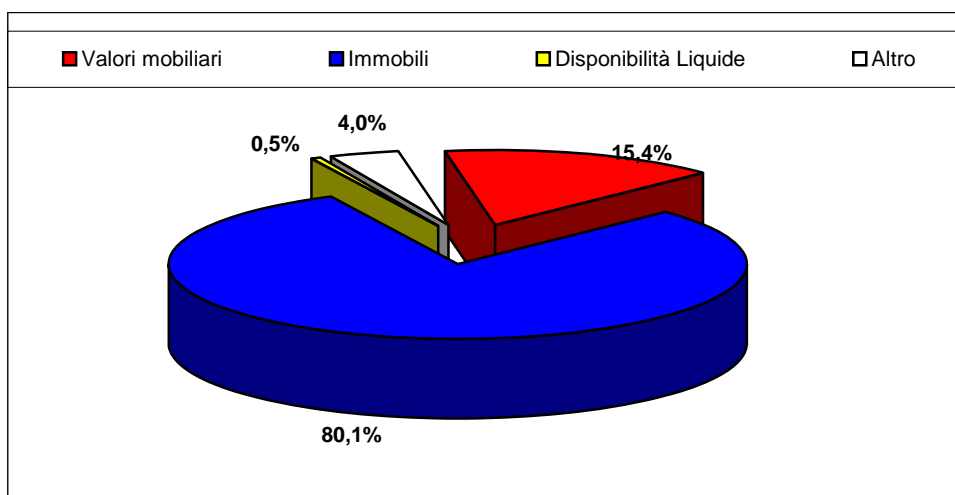
In relazione a dette quote di partecipazione, nel 2007 sono stati registrati incassi di dividendi per un ammontare pari a Euro 727.762.

Il grafico sottostante espone la composizione delle attività del Fondo al 31 dicembre 2007:

⁴⁶ Il richiamo degli impegni è direttamente legato all'individuazione delle opportunità di investimento.

⁴⁷ Il richiamo degli impegni è direttamente legato all'individuazione delle opportunità di investimento.

⁴⁸ Il richiamo degli impegni è direttamente legato all'individuazione delle opportunità di investimento.



Al 31 dicembre 2007 i crediti IVA assommano a € 12,5 milioni; essi sono riferibili agli investimenti immobiliari effettuati nel corso dell'esercizio e ne verrà richiesto il rimborso all'Agenzia delle Entrate.

Continua la attività di analisi e di ricerca di potenziali investimenti; si segnalano, in particolare, due operazioni per le quali la valutazione di opportunità è in fase avanzata:

- l'acquisizione per circa € 20 milioni di quote di un Fondo immobiliare estero, promosso da BNP Paribas Reim, che sarà totalmente investito in Francia, avente ad oggetto immobili ad uso uffici;
- l'acquisizione di uno spazio commerciale situato nel nord-est Italia, con ampie prospettive di sviluppo futuro.

GESTIONE MOBILIARE

Nel corso dell'esercizio la gestione della liquidità del Fondo, delegata a BNP Paribas Asset Management Sgr, è stata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro.

Al 31 dicembre 2007 il portafoglio titoli è pari a € 31,5 milioni.

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 4,1 milioni, depositata sui conti correnti accesi presso la nuova Banca Depositaria BNP Securities – Succursale di Milano, subentrata a BNL S.p.A. in data 1° ottobre 2007, di cui € 2,5 milioni liquidità impegnata per operazioni di acquisto titoli da regolare, e per Euro 40.764 sui conti correnti accesi presso Banca Nazionale del Lavoro, Area Territoriale Lombardia – P.zza San Fedele n.3, Milano, liquidità momentaneamente depositata in relazione ad operatività bancarie al momento non ancora coperte 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.

Il saldo totale risulta pari a Euro 4.102.862.

ALTRE INFORMAZIONI

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 si è proceduto alla richiesta di ammissione alla negoziazione dei certificati rappresentativi delle quote del

Fondo sul mercato telematico azionario, segmento MTF - MTA, organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A.; al momento la procedura è ancora in corso.

RAPPORTI CON SOCIETA' DEL GRUPPO

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

Con altra società del Gruppo, BNL Broker Assicurazioni S.p.A., sono in corso rapporti di carattere assicurativo.

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

Con ATIS REAL Spa è in essere un contratto per attività di Agency concernente la locazione di un immobile appartenente al Fondo.

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

FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

Dopo la chiusura dell'esercizio non si sono verificati altri eventi significativi.

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

PROPOSTA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Il Rendiconto del Fondo relativo all'esercizio 2007, chiusosi con un utile di € 18.626.872, di cui € 15.650.704 da plusvalenze immobiliari non realizzate e € 746.284 da plusvalenze su strumenti finanziari non quotati (O.I.C.R. immobiliari esteri), presenta un valore complessivo netto pari a € 301.091.902.

In relazione all'andamento dell'attività ed in coerenza con le indicazioni del Regolamento del Fondo, si propone al Consiglio di Amministrazione di approvare il Rendiconto dell'esercizio 2007 e di deliberare la distribuzione di un provento complessivo di € 2.568.578, comprensivo della plusvalenza realizzata al 31 dicembre 2007 dalla cessione di parte delle unità immobiliari del cespite di Livorno, pari a € 347.708; a ciascuna delle quote rappresentative già emesse verrà pertanto distribuito un provento pari a € 2,40, al lordo delle imposte.

Lo stacco del provento viene fissato per il giorno 17 marzo 2008, mentre il pagamento ai quotisti avverrà il successivo 20 marzo.

per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
(Francois Benfeghoul)

RENDICONTO DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31 dicembre 2007

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 31 dicembre 2007		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo	€ 507.522	0,15%	€ 10.347.505	4,48%
A2. Partecipazioni non di controllo	€ 0		€ 0	
A3. Altri titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A4. Titoli di debito	€ 0		€ 0	
A5. Parti di O.I.C.R.	€ 20.678.561	6,07%	€ 15.648.102	6,77%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 31.460.305	9,24%	€ 56.438.122	24,43%
A8. Parti di O.I.C.R.	€ 0		€ 0	
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	€ 0		€ 0	
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0		€ 0	
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0		€ 0	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. Immobili dati in locazione	€ 253.720.000	74,48%	€ 88.700.000	38,40%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 19.040.000	5,59%	€ 18.800.000	8,14%
B4. Diritti reali immobiliari	€ 0		€ 0	
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	€ 0		€ 0	
C2. Altri	€ 0		€ 0	
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista	€ 0		€ 0	
D2. Altri	€ 0		€ 0	
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'				
F1. Liquidità disponibile	€ 4.102.862	1,20%	€ 29.618.389	12,82%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-€ 2.501.736	-0,73%	€ 0	
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	€ 0		€ 0	
G2. Ratei e risconti attivi	€ 399.691	0,12%	€ 434.407	0,19%
G3. Risparmi di imposta	€ 12.531.529	3,68%	€ 10.978.177	4,75%
G4. Altre	€ 717.713	0,21%	€ 32.960	0,01%
	€ 0		€ 0	
TOTALE ATTIVITA'	€ 340.656.447	100,00%	€ 230.997.662	100,00%

RENDICONTO DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31 dicembre 2007

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31 dicembre 2007	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 35.000.000	€ 35.000.000
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	€ 0	€ 0
H3. Altri	€ 0	€ 0
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0	€ 0
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati derivati non quotati	€ 0	€ 0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire	€ 0	€ 0
L2. Altri debiti verso i partecipanti	€ 0	€ 43
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	€ 0	€ 0
M2. Debiti di imposta	€ 472	€ 2.669
M3. Ratei e risconti passivi	€ 568.344	€ 315.223
M4. Altre	€ 3.995.730	€ 3.350.874
TOTALE PASSIVITA'	€ 39.564.545	€ 38.668.808
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	€ 301.091.902	€ 192.328.854
Numero delle quote in circolazione	1.070.241	720.437
Valore unitario delle quote	€ 281,331	€ 266,961
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	€ 5,34	€ 0,00
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	€ 0	€ 0
Fidejussioni rilasciate a terzi	€ 3.743.240	€ 0
O.I.C.R. sottoscritti in attesa di richiamo impegni	€ 5.642.414	€ 9.926.590

RENDICONTO DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SEZIONE REDDITUALE AL 31 dicembre 2007

importi in Euro

	Rendiconto al 31 dicembre 2007		Rendiconto esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi e altri proventi	€0		€0	
A1.2 utili/perdite da realizzi	€0		€0	
A1.3 plus/minusvalenze	€0		-€2.020.330	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	€727.762		€2.787.581	
A2.2 utili/perdite da realizzi	€200.287		€1.073.423	
A2.3 plus/minusvalenze	€746.284		€574.691	
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	€2.807.374		€2.068.133	
A3.2 utili/perdite da realizzi	-€292.812		-€28.685	
A3.3 plus/minusvalenze	-€32.565		-€42.796	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura	€12.465		-€31.873	
A4.2 non di copertura	€0		€0	
Risultato gestione strumenti finanziari		€ 4.168.795		€ 4.380.144
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	€8.819.551		€1.243.662	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	€24.540		€0	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	€15.650.704		€4.662.924	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-€2.583.839		-€201.533	
B5. AMMORTAMENTI	€0		€0	
B6. ICI	-€531.692		-€61.345	
Risultato gestione beni immobili		€ 21.379.263		€ 5.643.708
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati	€0		€0	
C2. Incrementi/decrementi di valore	€0		€0	
Risultato gestione crediti		€ -		€ -
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	€0		€0	
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi	€0		€0	
E2. Utile/perdita da realizzi	€0		€0	
E3. Plusvalenze/minusvalenze	€0		€0	
Risultato gestione investimenti	€0	€25.548.058	€0	€10.023.853

F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati	€0			€0
F1.2 Risultati non realizzati	€0			€0
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati	€0			€0
F2.2 Risultati non realizzati	€0			€0
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati	€0			€0
F3.2 Risultati non realizzati	€0			€0
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE	€0			€0
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	€0			€0
Risultato lordo della gestione caratteristica		€ 25.548.058		€ 10.023.853
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-€ 1.743.476			-€ 280.408
H1.2 su altri finanziamenti	€0			€0
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	€0			€0
Risultato netto della gestione caratteristica	-€ 1.743.476	€ 23.804.582	-€ 280.408	€ 9.743.444
I. ONERI DI GESTIONE				
I1. Provvigione di gestione SGR	-€ 3.782.697			-€ 2.447.771
I2. Commissioni banca depositaria	-€ 137.589			-€ 95.654
I3. Oneri per esperti indipendenti	-€ 81.192			-€ 42.170
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-€ 45.545			-€ 51.323
I5. Altri oneri di gestione	-€ 1.425.404			-€ 589.605
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	€ 222.745			€ 58.598
L2. Altri ricavi	€ 172.033			€ 99.936
L3. Altri oneri	-€ 96.004			-€ 27.454
Risultato della gestione prima delle imposte		€ 18.630.929		€ 6.648.001
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	€0			€0
M2. Risparmio di imposta	€0			€0
M3. Altre imposte	-€ 4.057			€0
Utile/perdita dell'esercizio		€ 18.626.872		€ 6.648.001

FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2007

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	2
PARTE B – LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	3
SEZIONE I – CRITERI DI VALUTAZIONE	3
SEZIONE II – LE ATTIVITA'	4
SEZIONE III – LE PASSIVITA'	12
SEZIONE IV – IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	12
SEZIONE V – ALTRI DATI PATRIMONIALI	13
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	15
SEZIONE I – RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI	15
SEZIONE II – BENI IMMOBILI	15
SEZIONE VI – ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI	16
SEZIONE VII – ONERI DI GESTIONE	16
SEZIONE VIII – ALTRI RICAVI E ONERI	16
SEZIONE IX – IMPOSTE	16
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI	17

PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Valore quota		provento distribuito	valore quota al lordo del provento
valore nominale di sottoscrizione	€ 250,000		€ 250,00
31 dicembre 2005	€ 254,669		€ 254,669
31 dicembre 2006	€ 266,961		€ 266,961
31 dicembre 2007	€ 281,331	€ 5,34	€ 286,671

Il fondo "Immobiliare Dinamico", primo fondo semi-aperto offerto sul mercato italiano dei fondi immobiliari, è stato istituito con deliberazione del Consiglio di Amministrazione della società in data 25 marzo 2004.

Nel corso del 2007 hanno avuto luogo due riaperture semestrali delle sottoscrizioni di quote del fondo per il tramite degli sportelli della Banca Nazionale del Lavoro, nonché delle reti dei promotori di Simgest; la prima, relativa alla "finestra" maggio-giugno, ha registrato la sottoscrizione di nuove quote per un totale di Euro 54 milioni al netto di riscatti per Euro 3,8 milioni; il richiamo degli impegni è avvenuto nel corso del mese di settembre.

Nella seconda "finestra", ottobre-dicembre, l' equity raccolto è stato pari circa Euro 52 milioni, mentre i riscatti sono stati pari a circa € 4,2 milioni; il richiamo degli impegni avverrà nel prossimo mese di aprile.

Il valore della quota del fondo, che alla fine dell'esercizio 2006 era pari a Euro 266,961 è passato a Euro 274,134 al 30 giugno 2007 per attestarsi alla fine dell'esercizio 2007 a Euro 281,331.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 31 dicembre 2007 risulta pari al 5,23%.

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

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

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

Sezione I – Criteri di valutazione

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

Strumenti finanziari non quotati

Tali strumenti finanziari sono costituiti:

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

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

Le partecipazioni di controllo sono iscritte a bilancio:

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

Strumenti finanziari quotati

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

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

Immobili e diritti reali immobiliari

I beni immobili e diritti reali immobiliari sono iscritti al loro costo di acquisto, incrementato degli oneri e dei costi di diretta imputazione. Le relazioni di stima, effettuate da esperti indipendenti, come previsto dalla normativa della Banca d'Italia, vengono aggiornate semestralmente sulla base di criteri valutativi generalmente accettati nel settore immobiliare e che prevedono l'analisi di molteplici fattori quali i flussi finanziari generati, il valore di mercato realizzato per immobili di caratteristiche comparabili ed altri fattori specialistici utilizzati nel settore.

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

Crediti

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

Ratei e risconti

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

Fondi imposte e tasse

Il D.L. n. 269 del 30 settembre 2003 ha sostanzialmente modificato il trattamento fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliare ai fini delle imposte sui redditi ed il regime fiscale dei partecipanti, sopprimendo l'imposta patrimoniale dell' 1 per cento a carico dei fondi e introducendo, in capo ai partecipanti, ad eccezione dei soggetti non residenti, la ritenuta del 12,5% sull'ammontare dei proventi percepiti nonché sulla differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote ed il costo di sottoscrizione o acquisto delle stesse.

Costi e ricavi

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

Sezione II – Le attività

Il portafoglio titoli in essere al 31 dicembre 2007 è costituito da Titoli di Stato Italiani quotati, il cui ammontare supera il 5% delle attività del Fondo. Qui di seguito si fornisce l'elenco analitico degli strumenti finanziari:

Emittente	Descrizione	Valore al 31/12/07	In percentuale dell'attivo
Stato Italiano	BTP 5% 01/05/98-2011	10.030.400,00	2,94%
Stato Italiano	CCT TV 01/04/02-2011	10.022.000,00	2,94%
Stato Italiano	BTP 2,5% 05-15/6/2009	8.937.180,00	2,62%
Stato Italiano	BTP 3% 01/02/06-2012	2.470.725,00	0,73%
Totale		31.460.305,00	9,24%

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Le partecipazioni di controllo sono costituite da:

- "REPE ITALIA 1 SRL, società acquistata in data 04 aprile 2006, proprietaria di due edifici, destinati ad uso ufficio, denominati "Athena" ed "Ares", ubicati in Milano, in via Tortona nr.33. Il prezzo di acquisto della partecipazione è stato pari a € 12.356.546,00. In data 20 ottobre 2006 Repe Italia 1 srl ha ceduto al Fondo gli immobili di cui sopra.

A Titoli nel portafoglio del fondo

Dati patrimoniali	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend.prec.
1) Titoli di capitale con diritto di voto	10.000	100,00%	€ 12.367.835	€ 507.522	€ 10.347.505
2) Titoli di capitale senza diritto di voto					
3) Obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) Obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) Altri strumenti finanziari					

B Dati di Bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio 31/12/2007	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Totale attività	€ 6.249.284	€ 16.357.326	
2) Partecipazioni	€ -		
3) Immobili	€ -		
4) Indebitamento a breve termine	€ 1.305.159	€ 330.321	
5) Indebitamento a medio/lungo termine	€ -		
6) Patrimonio netto	€ 1.244.945	€ 10.347.505	
• capitale circolante lordo	€ 6.173.585	€ 16.256.542	
• capitale circolante netto	€ 4.868.426	€ 15.926.221	
• capitale fisso netto	€ -	€ 4.989	
• posizione finanziaria netta	€ 4.921.495	€ 15.973.437	

Dati reddituali	Ultimo esercizio 31/12/2007	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Fatturato	€ -	€ 3.092.897	
2) Margine operativo lordo	-€ 32.457	€ 878.842	
3) Risultato operativo	-€ 36.602	-€ 1.104.315	
4) Saldo proventi/oneri finanziari	€ 116.106	-€ 1.301.867	
5) Saldo proventi/oneri straordinari	-€ 12.401	€ 19.882.641	
6) Risultato prima delle imposte	€ 67.103	€ 15.821.983	
7) Utile (perdita) netto	€ 737.423	€ 9.991.983	
8) Ammortamenti dell'esercizio	€ -	€ 1.654.476	

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione, società non immobiliare, è iscritta a bilancio al patrimonio netto dell'esercizio 2006 al netto del pagamento del dividendo di Euro 9.839.983 effettuato nel 2007, in quanto non si ritiene opportuno adeguare il valore al patrimonio netto dell'esercizio corrente.

D) La società Repe Italia 1 srl sarà messa in liquidazione nel corso del 2008.

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

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli di capitale (diversi dalle partecipazioni)				
Titoli di debito: - di Stato - di altri enti pubblici - di banche - di altri				
Parti di O.I.C.R.: - aperti armonizzati - aperti non armonizzati - chiusi	€ -	€ 20.678.561		
Totali: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	€ - 0%	€ 20.678.561 6,07%		

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Partecipazioni di controllo		
Partecipazioni non di controllo		
Altri titoli di capitale		
Titoli di debito		
Parti di O.I.C.R.	€ 4.284.176	€ 0
Totale	€ 4.284.176	€ 0

In data 10 agosto 2005 è stato sottoscritto un impegno all'acquisto di Euro15.000.000 in quote di "German Retail Box Fund", Limited Partnership Interest non quotata, gestita dalla società Rockspring P.I.M. LTD.

Nel corso del 2007 sono stati effettuati due richiami degli impegni, seguiti dai relativi versamenti, per un totale di Euro 1.465.603.

In data 18 maggio 2006 è stato sottoscritto un impegno all'acquisto per complessivi € 5.000.000 di quote di "AVIVA Central European Proporti Fund", Fond Commun de Placement di diritto lussemburghese gestito da Morley Fund Management. Nel corso del 2007 è stato effettuato un richiamo degli impegni, seguito dal relativo versamento, per un totale di Euro 1.628.708 pari a nr. 1.357.256,67 quote.

In data 22 settembre 2006 è stato sottoscritto un impegno all'acquisto di € 5.000.000 in quote di "Rockspring Portuguese Property Partnership I.p.", Limited Partnership Interest non quotata gestita dalla società Rockspring PIM LTD. Nel corso del 2007 sono stati effettuati tre richiami degli impegni, seguiti dai relativi versamenti, per un totale di Euro 1.189.865.

II.2 Strumenti finanziari quotati**RIPARTIZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI PER PAESE DI RESIDENZA DELL'EMITTENTE**

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli di debito:				
- di Stato	€ 31.460.305			
- di altri enti pubblici				
- di banche				
- di altri				
Titoli di capitale:				
- con diritto di voto				
- con voto limitato				
- altri				
Parti di O.I.C.R.:				
- aperti armonizzati				
- aperti non armonizzati				
- chiusi				
Totali:				
- in valore assoluto	€ 31.460.305			
- in percentuale del totale delle attività	9,24%			

RIPARTIZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI PER MERCATO DI QUOTAZIONE

	Mercato di quotazione			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli quotati	€ 31.460.305			
Titoli in attesa di quotazione				
Totali: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	€ 31.460.305 9,24%			

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Titoli di capitale		
Titoli di debito	€ 152.763.370	€ 177.415.810
Parti di O.I.C.R.		
Totale	€ 152.763.370	€ 177.415.810

II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria	Locazione finanziaria	Importo totale	% sui canoni
Fino a 1 anno	€ 3.005.780	€ 126.971		€ 126.971	1,09%
Da oltre 1 a 3 anni	€ 39.851.744	€ 2.161.790		€ 2.161.790	18,64%
Da oltre 3 a 5 anni	€ 60.198.085	€ 3.178.326		€ 3.178.326	27,41%
Da oltre 5 a 7 anni	€ 55.059.595	€ 3.060.604		€ 3.060.604	26,39%
Da oltre 7 a 9 anni	€ 56.001.689	€ 3.068.493		€ 3.068.493	26,46%
Oltre 9 anni	€ 0	€ 0		€ 0	0,00%
A) Totale beni immobili locati	€ 214.116.893	€ 11.596.185		€ 11.596.185	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	€ 58.643.107				

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 21/04/2005 FINO AL 31/12/2007

Cespiti disinvestiti	Quantità	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo Acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Via Crispi, 50 - LIVORNO	m q 3089	24/04/06	€ 4.105.752	€ 4.522.139	dicembre-07	€ 4.478.000	€ -	€ 130.099	€ 242.149

ELENCO BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipotecche	Ulteriori informazioni
					Canone per m2/m3	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	VIA DELLA DROMA 49 - VENEZIA	Abitazione	1968	6.581		vendita		Famiglie	€ 15.500.000		
2	VIA DELLA DROMA 49 - VENEZIA	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
3	VIA DELLA DROMA 49 - VENEZIA	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
4	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Abitazione	1960	5248		vendita		Famiglie	€ 3.540.000		
5	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Posto auto	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
6	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
7	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
8	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
9	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Altro Uso	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
10	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Box	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
11	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Posto Auto	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
12	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Posto Moto	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
13	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Posto Moto	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
14	VIA FRANCESCO CRISPI, 50 - LIVORNO	Ufficio	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
15	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	1983	10.975	€ 112,89	Locazione	31/01/2010	Impresa commerciale	€ 12.600.000		
16	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	30/11/2008	Impresa commerciale	v.s.		
17	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	31/01/2013	Impresa commerciale	v.s.		
18	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	31/12/2010	Impresa commerciale	v.s.		
19	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	30/11/2009	Impresa commerciale	v.s.		
20	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.		Sfitto			v.s.		
21	VIA TORTONA, 33 - TORRE ARES - MILANO	Ufficio	1985	20.641	€ 162,78	Locazione	31/12/2013	Impresa commerciale	€ 29.300.000	€ 14.448.000	
22	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	1985	28.231	€ 214,00	Locazione	31/12/2011	Impresa commerciale	€ 40.670.000	€ 20.552.000	
23	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	30/09/2008	Impresa commerciale	v.s.		
24	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	v.s.		
25	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	31/03/2008	Impresa commerciale	v.s.		
26	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	29/02/2012	Impresa commerciale	v.s.		
27	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Altre destinazioni	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	30/04/2013	Impresa commerciale	v.s.		
28	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	v.s.		
29	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	28/02/2008	Impresa commerciale	v.s.		
30	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.		Sfitto			v.s.		
31	VIA PO 13/15 - SAN GIULIANO M.SE	Magazzino	1980	17.814	€ 57,87	Locazione	31/12/2012	Impresa commerciale	€ 15.300.000		
32	VIA GALLARATE 184 - MILANO	Ufficio	1955	8.927	€ 101,80	Locazione	31/12/2012	Impresa commerciale	€ 18.200.000		
33	VIA GALLARATE 184 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	08/06/2010	Impresa commerciale	v.s.		
34	VIA GALLARATE 184 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	27/11/2006	Impresa commerciale	v.s.		
35	VIA GALLARATE 184 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	Locazione	14/07/2010	Impresa commerciale	v.s.		
36	VIA PATECCHIO 2 - MILANO	Ufficio	1986	14.527	€ 124,64	Locazione	31/12/2010	Impresa commerciale	€ 12.800.000		
37	VIA RAMUSIO 1 - MILANO	Ufficio	1986	15.321	€ 134,49	Locazione	31/05/2011	Impresa commerciale	€ 11.900.000		
38	VIA RAMUSIO 1 - MILANO	Ufficio	v.s.	v.s.		Sfitto			v.s.		

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati			Costo storico	Ipotecche	Ulteriori informazioni	
					Canone per m2/m3	Tipo contratto	Scadenza contratto				Locatario
39	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	1986	15.982	€ 110,64	Locazione	30/06/2011	Impresa commerciale	€ 13.700.000		
40	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/05/2009	Impresa commerciale	v.s		
41	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/06/2011	Impresa commerciale	v.s		
42	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2016	Impresa commerciale	v.s		
43	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2012	Impresa commerciale	v.s		
44	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/03/2010	Impresa commerciale	v.s		
45	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/08/2013	Impresa commerciale	v.s		
46	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s		Sfitto			v.s		
47	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	1986	19.995	€ 104,73	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	€ 17.500.000		
48	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	v.s		
49	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	v.s		
50	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	14/09/2010	Impresa commerciale	v.s		
51	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2012	Impresa commerciale	v.s		
52	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Bar - Trattoria	v.s	v.s	v.s	Locazione	24/11/2011	Impresa commerciale	v.s		
53	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Magazzino	v.s	v.s	v.s	Locazione	15/10/2010	Impresa commerciale	v.s		
54	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/08/2013	Impresa commerciale	v.s		
55	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/07/2013	Impresa commerciale	v.s		
56	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	v.s		
57	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s		Sfitto			v.s		
58	VIA CASTELLANZA, 11- MILANO	Ufficio	1993	13.047	€ 17,92	Locazione	31/03/2013	Impresa commerciale	€ 19.100.000		
59	VIA DALMAZIA 90/D - BRESCIA	Negozi	1996	3.839	€ 110,42	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 7.680.000		
60	VIA ROVATO, 44 - ERBUSCO	Negozi	1996	4.270	€ 104,94	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 8.300.000		
61	PIAZZA BALESTRIERI - PARMA	Negozi	2004	4.301	€ 138,68	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 10.570.000		
62	VIALE F. TESTI 210 - CINISELLO BALSAMO	Negozi	1996	7.032	€ 194,52	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 22.570.000		
63	VIALE F. TESTI 210 - CINISELLO BALSAMO	Negozi	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/11/2009	Impresa commerciale	v.s		
64	VIALE F. TESTI 210 - CINISELLO BALSAMO	Negozi	v.s	v.s	v.s	Locazione	14/11/2009	Impresa commerciale	v.s		
65	VIA PITTERI 84 MILANO	Negozi	1999	4.341	€ 173,53	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 13.530.000		
TOTALE									€ 272.760.000	€ 35.000.000	

In relazione al contratto di appalto stipulato in data 29 dicembre 2005 tra la BNL Fondi Immobiliari e la società Immobiliare San Trovaso SRL per i lavori da eseguirsi sull'immobile sito in Venezia Lido, Via Della Droma 49, in data 23 maggio 2006 è stata rilasciata una fideiussione di € 700.000,00, pari al 10% dell'importo complessivo dell'appalto.

L'importo garantito con la fideiussione viene ridotto contestualmente ai pagamenti effettuati alla società Immobiliare San Trovaso, pari al 31 dicembre 2007 Euro 315.000; a tutt'oggi risulta quindi una fideiussione residua di Euro 385.000.

In relazione al contratto di appalto tra BNL Fondi Immobiliari e la società I.AR.I.CO. srl per i lavori da eseguirsi sull'immobile sito in Livorno, via Crispi 50, in data 21 aprile 2006 è stata rilasciata una polizza fideiussoria di € 100.000,00.

II.8 Posizione netta di liquidità

- La posizione netta di liquidità è costituita per la totalità da liquidità disponibile che risulta attualmente presente per Euro 4.060.848 sui conti correnti accesi presso la nuova Banca Depositaria BNP Securities – Succursale di Milano, subentrata a BNL S.p.A. in data 1° ottobre 2007, e per Euro 40.764 sui conti correnti ancora accesi presso Banca Nazionale del Lavoro, Area Territoriale Lombardia – P.zza San Fedele n.3, Milano, liquidità momentaneamente depositata in relazione ad operatività bancarie al momento non ancora coperte 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. Il saldo totale è pari a Euro 4.102.862.
- La liquidità impegnata per operazioni da regolare pari a Euro 2.501.736 è dovuta ad un ordine di acquisto titoli di Euro 2,5 milioni impartito a BNP Paribas Asset Management SGR S.p.A. in relazione alla convenzione in essere per la gestione della liquidità del Fondo, che ha avuto esecuzione il 27 dicembre 2007 e regolato il 2 gennaio 2008.

II.9 Altre attività

- Ratei attivi e risconti attivi per Euro 399.691 relativi a:
 - Ratei della gestione finanziaria per Euro 344.255 di cui Euro 230.553 per ratei su cedole Titoli di Stato in portafoglio e Euro 113.702 per ratei su interessi da liquidità;
 - Rateo per margine attivo su contratto swap a copertura del contratto di finanziamento per Euro 35.096;
 - Risconti attivi relativi a commissioni su fideiussioni rilasciate e pagamento imposta di registro su contratti di locazione per Euro 20.340.
- Risparmi d'imposta per un totale di Euro 12.531.529 relativo a imposta sul valore aggiunto costituitosi in relazione agli acquisti immobiliari dell'anno.
- Altre attività per un totale di Euro 717.713 sono rappresentati da:
 - crediti verso clienti per fatture da emettere per Euro 337.027;
 - Crediti verso clienti per Euro 306.236;
 - Depositi cauzionali utenze per Euro 17.345;
 - Anticipi a fornitori per Euro 48.366;
 - Crediti verso la SGR per Euro 270 per sanzioni e interessi sul pagamento dell'imposta di registro relativa ai contratti di locazione e crediti verso il Portfolio Immobiliare per Euro 8.469.

Sezione III – Le passività

III.1 Finanziamenti ricevuti

FINANZIAMENTI IPOTECARI

Nominativo controparte	Categoria controparte	Importo erogato	Durata anni	Forma tecnica	Attività del fondo date a garanzia	
					Immobile	Costo storico rivalutato
AAREAL BANK AG - Filiale Italiana	Banca Italiana	€ 35.000.000	10	mutuo fondiario	Immobile-Milano-Via Tortona, 33 - Immobile ARES	29.300.000
					Immobile-Milano-Via Tortona, 33 - Immobile ATHENA	40.670.000

Il finanziamento è relativo al subentro del Fondo nel finanziamento già erogato alla società Repe Italia 1 S.r.l. dalla quale, come detto sopra, il Fondo ha acquistato gli immobili in data 20 Ottobre 2006.

III.5 Altre passività

- ❑ Debito d'imposta per Euro 472 relativo a ritenute d'acconto di competenza del mese di dicembre 2007 e versate in data 16 gennaio 2008.
- ❑ Ratei e risconti passivi, pari a Euro 568.344 sono costituiti da costi/oneri di competenza dell'esercizio inerenti alla gestione immobiliare, a interessi passivi su finanziamenti ipotecari ed a ricavi non di competenza dell'esercizio inerenti la gestione locativa;
- ❑ Altre passività per Euro 3.995.730 relative a:
 - Debiti verso fornitori per Euro 1.180.156;
 - Fatture da ricevere per forniture di competenza dell'esercizio per Euro 1.310.079;
 - Debiti verso la SGR per Euro 780.042;
 - Debiti verso la Banca depositaria per Euro 33.853;
 - Debiti per caparre e acconti su preliminari relativi alla vendita di unità immobiliari del cespite sito a Livorno e a Venezia Lido per Euro 559.546;
 - Depositi cauzionali contanti e relativi interessi maturati al termine dell'esercizio per complessivi Euro 132.054.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

Quote del Fondo detenute da investitori qualificati

Società	Sede	nr.quote
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Roma	5895
Rubrica 1776 Servizio Italia	Roma	800
Rubrica 1656 Servizio Italia	Roma	180
Rubrica 1866 Servizio Italia	Roma	795
BNP Paribas Asset Management SGR	Milano	1820
BNL Fondi Immobiliari SGR p.A.	Milano	20451

Le quote detenute dalla BNL Fondi Immobiliari SGR p.A. attualmente ammontano a 16.624 (n.10.456 relativa al collocamento e n. 6.168 relative alle finestre successive), sottoscritte ai sensi del Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005, e n. 3.827 (n. 1.070 relative al collocamento e n. 2.757 relative alle finestre successive) eccedenti le percentuali del 2% e dell' 1% del patrimonio del Fondo previste dal medesimo Provvedimento.

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ 10/06/2003 FINO AL 31/12/2007	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse x prezzo emissione)	130.700.000	45,75%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONE 1° FINESTRA 2006 (quote emesse x prezzo di emissione)	55.212.310	19,33%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONI ANNO 2007 (quote emesse x prezzo di emissione)	99.774.003	34,92%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	285.686.313	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-2.020.330	-0,71%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	14.388.891	5,04%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	27.022.972	9,46%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti	0	0,00%
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	0	0,00%
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni	0	0,00%
F. Risultato complessivo della gestione cambi	0	0,00%
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione	0	0,00%
H. Oneri finanziari complessivi	-2.023.885	-0,71%
I. Oneri di gestione complessivi	-10.289.033	-3,60%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	641.348	0,22%
M. Imposte complessive	-4.057	0,00%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATE	-8.463.183	-2,96%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-3.847.134	-1,35%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	15.405.589	5,39%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31 DICEMBRE 2007	301.091.902	105,39%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	0,00%
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	5,23%	

Sezione V – Altri dati patrimoniali

V.2 Attività nei confronti della Capogruppo della SGR

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

- i depositi bancari in conto corrente in essere al 31 dicembre 2007, presso Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. per Euro 40.764 e presso BNP Paribas Securities Services SA per Euro 4.060.848;
- Debiti per Euro 33.853 relativi a commissioni di competenza dell'esercizio maturate e non liquidate nei confronti di Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. e BNP Paribas Securities Services SA nella loro qualità di Banca Depositaria. L'importo dovrà essere suddiviso pro quota in base al periodo di espletamento dell'incarico.

V.5 Garanzie ricevute

Il dettaglio delle garanzie ricevute è il seguente:

Immobile	Contraente	Importo	Tipo garanzia
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 13.225	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 18.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 16.726	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 8.363	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 7.998	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 7.998	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 33.439	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 277.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 255.360	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 238.920	Fidejussione per canoni
San Giuliano M.se - Via Po 13/15	impresa commerciale	€ 250.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Gallarate 184	impresa commerciale	€ 225.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Gallarate 184	impresa commerciale	€ 4.125	Fidejussione per canoni
Milano - Via Gallarate 184	impresa commerciale	€ 56.675	Fidejussione per canoni
Milano - Via Gallarate 184	impresa commerciale	€ 12.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Gallarate 184	impresa commerciale	€ 25.750	Fidejussione per canoni
Milano - Via Patecchio 2	impresa commerciale	€ 167.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Ramusio 1	impresa commerciale	€ 72.500	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 20.340	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 18.025	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 2.790	deposito cauzionale
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 9.451	deposito cauzionale
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 2.789	deposito cauzionale
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 13.274	deposito cauzionale
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 49.580	deposito cauzionale
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 35.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 18.388	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 13.411	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 28.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 50.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 17.400	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 9.000	deposito cauzionale
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 21.158	deposito cauzionale
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 1.250	deposito cauzionale
Milano - Via Castellanza 11	impresa commerciale	€ 287.500	Fidejussione per canoni
Brescia - Via Dalmazia 90/D	impresa commerciale	€ 105.974	Fidejussione per canoni
Erbusco - Via Rovato 44	impresa commerciale	€ 112.024	Fidejussione per canoni
Parma - P.zza Arturo Balestrieri	impresa commerciale	€ 149.120	Fidejussione per canoni
Milano - Via Pitteri 84	impresa commerciale	€ 188.327	Fidejussione per canoni
Cinisello Balsamo - V.le Fulvio Testi 210	impresa commerciale	€ 194.726	Fidejussione per canoni
Cinisello Balsamo - V.le Fulvio Testi 210	impresa commerciale	€ 24.533	Fidejussione per canoni
Livorno - Via Crispi 50	impresa commerciale	€ 100.000	Fidejussione per garanzia lavori
Venezia Lido - Via Della Droma 49	impresa commerciale	€ 385.000	Fidejussione per garanzia lavori
Totale		€ 3.549.137	

V.6 Ipotecche su Beni Immobili

In seguito all'acquisto degli immobili dalla società Repe Italia 1 Srl, il Fondo si è accollato il relativo finanziamento (€ 35 milioni), per il quale era stato previsto il rilascio di ipoteche sugli immobili stessi nei seguenti termini:

Aareal Bank Ag – filiale di Milano, Ipoteca di € 81.8 milioni.

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

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

RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI

	Utile/perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/ Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
Risultato complessivo delle operazioni su:				
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo			€ -	
2. non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.	€ 200.287		€ 746.284	
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito	-€ 292.812		-€ 32.565	
2. Titoli di capitale				
3. Parti di O.I.C.R.				

	Risultato degli strumenti finanziari derivati			
	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)	
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
Operazioni su tassi di interesse: • <i>futures</i> su titoli di debito, tassi e altri contratti simili • opzioni su tassi e altri contratti simili • <i>swaps</i> e altri contratti simili	€ 12.465			
Operazioni su tassi di cambio: • <i>futures</i> su valute e altri contratti simili • opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili • <i>swaps</i> e altri contratti simili				
Operazioni su titoli di capitale: • <i>futures</i> su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili • opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili • <i>swaps</i> e altri contratti simili				
Altre operazioni: • <i>futures</i> e contratti simili • opzioni e contratti simili • <i>swaps</i> e contratti simili				

Sezione II – Beni Immobili

	Risultato economico dell'esercizio su beni immobili				
	Immobili residenziali	Immobili commerciali	Immobili industriali	Terreni	Altri
1. Proventi					
1.1 canoni di locazione non finanziaria		€ 8.819.551			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi					
2. Utile/perdita da realizzo					
2.1 beni immobili		€ 24.540			
2.2 diritti reali immobiliari					
3. Plusvalenze/minusvalenze					
3.1 beni immobili		€ 15.650.704			
3.2 diritti reali immobiliari					
4. Oneri per la gestione di beni immobili		-€ 2.583.839			
5. Ammortamenti					

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

VI.3 Interessi passivi su finanziamenti ricevuti

La voce, pari a Euro 1.743.476 è costituita totalmente da interessi passivi di competenza dell'esercizio sul prestito ipotecario concesso da Aareal Bank Ag Filiale di Milano.

Sezione VII – Oneri di gestione

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale delle attività	% su valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale delle attività	% su valore del finanziamento
1. Provvigioni di gestione	3.783	1,40%	1,11%					
provvigioni di base	3.783	1,40%	1,11%					
provvigioni di incentivo	-	0,00%	0,00%					
2. TER degli OICR in cui il fondo investe								
3. Compenso della banca depositaria	138	0,05%	0,04%		138	0,05%	0,04%	
- di cui eventuale compenso per il calcolo del valore della quota								
4. Spese di revisione del fondo	16	0,01%						
5. Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	94	0,03%	0,03%					
6. Compenso spettante agli esperti indipendenti	81	0,03%	0,02%					
7. Oneri di gestione degli immobili	3.137	1,16%	0,92%					
8. Spese legali e giudiziarie	-	0,00%						
9. Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	36	0,01%						
10. Altri oneri gravanti sul fondo	327	0,12%			2	0,00%		
- di cui contributo consob	-	0,00%						
- di cui spese per specialist	-	0,00%						
- di cui oneri per la quotazione	17	0,01%						
- di cui spese di advisory asset management	-	0,00%						
- di cui spese per consulenze fiscali	-	0,00%						
- di cui spese per istruttoria finanziamenti	15	0,01%						
- di cui altre consulenze	192	0,07%						
- di cui commissioni rating	-	0,00%						
- di cui altre spese amministrative	103	0,04%			2	0,00%		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	7.611	2,82%			140	0,05%		
11. Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
- di cui: - su titoli azionari	-							
- su titoli di debito	-							
- su derivati	-							
- altri	-							
12. Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	1.743			4,98%				
13. Oneri fiscali di pertinenza del fondo	4	0,00%						
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	9.358	3,46%			140	0,05%		

Sezione VIII – Altri ricavi e oneri

La voce è così composta:

- ❑ Interessi attivi pari ad Euro 222.745 relativi ai depositi sui c/c intestati al Fondo Immobiliare Dinamico, intrattenuti sia presso la Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. sia presso BNP Paribas Securities Services;
- ❑ Altri ricavi pari a Euro 172.033 sono rappresentati per Euro 57.907 dalle commissioni di uscita per il rimborso delle quote relative alle fineste dell'esercizio 2007, per Euro 114.125 da sopravvenienze attive e per Euro 1 da arrotondamenti e abbuoni attivi.
- ❑ Altri oneri pari a Euro 96.004 di cui:
 - Sopravvenienze passive per Euro 76.449;
 - Commissioni bancarie per Euro 2.242;
 - Interessi passivi sui c/c per Euro 1.081;
 - Commissioni su fidejussioni per Euro 16.232.

Sezione IX – Imposte

La voce è costituita dal pagamento oneri relativi all'esecuzione dei lavori sull'immobile sito in via Crispi nr.50 a Livorno.

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

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

In relazione agli acquisti effettuati nel corso dell'esercizio 2007, si informa che le controparti venditrici sono le seguenti:

- Jupiter 7 S.A.S. di Jupiter Italy MP S.r.l. per i complessi immobiliari di Milano Via Patecchio, Via Ramusio, Via Stephenson e di Roma Via Dei Berio;
- Cerep Gallarate S.A.S. di Gallarate PM S.r.l per l'immobile di Milano Via Gallarate;
- Ares S.A.S. di Ares MP S.r.l. per l'immobile di Milano Via Castellanza;
- Metro Fim S.p.A. società appartenente al gruppo Metro Group controllata da Metro AG relativamente agli immobili del pacchetto MediaWorld.

MAZARS & GUÉRARD

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

IMMOBILIARE DINAMICO

RENDICONTO DELLA GESTIONE
AL 31 DICEMBRE 2007

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE
AI SENSI DELL'ART.156 E DELL'ART.9 DEL D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N° 58

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

IMMOBILIARE DINAMICO

RENDICONTO DELLA GESTIONE
AL 31 DICEMBRE 2007

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE
AI SENSI DELL'ART.156 E DELL'ART.9 DEL D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N° 58

Data di emissione rapporto	: 11 marzo 2008
Numero rapporto	: CCN/cpt - Rap. 98/08

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art.156 e dell'art.9 del D.Lgs.24.2.1998, n.58

Ai Partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
IMMOBILIARE DINAMICO

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione (situazione patrimoniale, sezione reddituale e nota integrativa) del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso IMMOBILIARE DINAMICO per il periodo annuale chiuso al 31 dicembre 2007. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione compete agli amministratori della società BNL Fondi Immobiliari S.G.R.p.A. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto della gestione sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenute nel rendiconto della gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al precedente rendiconto della gestione chiuso al 31 dicembre 2006, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione emessa da altro revisore in data 19 marzo 2007.

3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso IMMOBILIARE DINAMICO per il periodo annuale chiuso al 31 dicembre 2007 è conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione del patrimonio ed il risultato del periodo annuale del fondo.

Milano, 11 marzo 2008

Mazars & Guèrard S.p.A.
Carlo Consonni
Socio - Revisore Contabile

