



**BNP PARIBAS
REAL ESTATE**

INVESTMENT MANAGEMENT

FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2009

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

Il Fondo "Immobiliare Dinamico" è stato il primo fondo italiano costituito con la caratteristica di prevedere " aperture semestrali del capitale", ovvero con la possibilità per i sottoscrittori, a determinate condizioni, precisate agli artt. 29 e 30 del Regolamento di Gestione del Fondo, di riscattare le proprie quote e per gli entranti di sottoscrivere le nuove quote che vengono emesse, entrambe al *Net Asset Value*.

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

Dal primo collocamento al 31 dicembre 2009 sono state effettuate otto aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006, 2007, 2008 e 2009.

Nel 2006 il controvalore totale delle quote sottoscritte, al netto dei rimborsi, è stato pari a Euro 92,4 milioni, nel 2007 a Euro 106,7 milioni, nel 2008 a Euro 69 milioni.

Nella prima finestra dell'esercizio 2009, relativa al periodo maggio-giugno, l'*equity* raccolto è risultato pari a Euro 14,6 milioni, i riscatti pari a Euro 11,7 milioni, per un controvalore netto pari a Euro 2,9 milioni.

La seconda riapertura dell'anno 2009, relativa al periodo ottobre-dicembre, ha fatto registrare una raccolta per un ammontare di Euro 6,7 milioni e richieste di riscatto di quote per Euro 11,8 milioni, con un deflusso netto pari a Euro 5,1 milioni. Il rimborso delle quote riscattate avverrà a termini di Regolamento del Fondo.

Al netto delle minusvalenze non realizzate, il cui dettaglio viene esposto più avanti, derivanti dai riflessi sui valori immobiliari della attuale situazione economico-finanziaria, il risultato della gestione caratteristica del Fondo risulta positivo e pari a Euro 7.959.219 (2008: Euro 8.036.704).

L'esercizio 2009 si chiude con una perdita di Euro 26.325.293 (2008: utile di Euro 927.901); come meglio analizzato nella sezione "Gestione immobiliare", il risultato recepisce, tra l'altro, minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 17.829.129 (Euro 2.362.966 nel 2008), minusvalenze non realizzate su partecipazioni per Euro 4.918.388 (Euro 4.112.986 nel 2008), minusvalenze non realizzate su OICR italiani ed esteri direttamente detenuti per Euro 8.598.250 (Euro 632.851 nel 2008) ed altri oneri per Euro 2.938.745, questi ultimi in relazione a minusvalenze non realizzate su OICR esteri indirettamente detenuti.

Si ricorda che alla data di chiusura del 1° semestre 2009 la situazione reddituale del Fondo presentava una perdita di Euro 16.244.732, comprensiva di minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 13.234.858, di minusvalenze non realizzate su O.I.C.R. italiani ed esteri

direttamente detenuti per Euro 5.444.760 e di minusvalenze non realizzate su partecipazioni per Euro 50.000.

La considerazione dei dati ora ricordati, da un lato, conferma come l'anno testé trascorso, ed in particolare i primi 6 mesi, possa essere ritenuto per il settore immobiliare, in Italia e all'estero, il peggiore dell'ultimo decennio, conseguente alla più generale crisi economica manifestatasi in tutte le economie a partire dal secondo semestre del 2008; dall'altro, mostra come nella seconda parte dell'anno il *trend* del mercato immobiliare, seppur ancora negativo, abbia iniziato una progressiva stabilizzazione, pur in presenza di una generalizzata incertezza sull'andamento dei principali indicatori macroeconomici.

Al 31 dicembre 2009 il Patrimonio Netto del Fondo risulta pari a Euro 397.631.899 (31 dicembre 2008: Euro 399.209.541); la variazione rispetto al 2008 deriva dall'ammontare delle minusvalenze suindicate, alle quali si contrappongono l'importo dei richiami di *equity* avvenuti nei mesi di aprile e settembre, per complessivi Euro 25 milioni, ed il risultato, positivo per Euro 7.959.219, della gestione caratteristica.

Alla stessa data il valore della quota si è attestato a Euro 262,552, rispetto ad un valore di Euro 280,009 rilevato al 31 dicembre 2008; il numero delle quote in circolazione si è incrementato a seguito dei richiami intervenuti in corso d'anno, passando da 1.425.702 a 1.514.491. Tenendo conto dei proventi pro quota sinora erogati, pari complessivamente a Euro 7,74, al 31 dicembre 2009 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale dell'8,12%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno del primo richiamo degli impegni, 20 aprile 2005, al 31 dicembre 2009, risulta pari all'1,70%.

Al 31 dicembre 2009 le attività ammontano a Euro 523.427.900 (Euro 523.005.155 al 31 dicembre 2008).

LO SCENARIO MACROECONOMICO

La crisi economica e finanziaria che ha fortemente colpito la totalità dei Paesi industrializzati nel corso del 2008 e nei primi mesi del 2009 ha toccato probabilmente il punto di minimo, mentre per il 2010 è prevista una lieve ripresa. Tuttavia è bene ricordare che, nel complesso, il 2009 è stato un anno estremamente negativo per tutte le principali economie mondiali. Durante il 2009 l'economia reale ha subito i riflessi della crisi finanziaria, iniziata nell'estate 2007 con la crisi *subprime* e bruscamente peggiorata nel Settembre 2008. Il passaggio della crisi dai mercati finanziari all'economia reale ha portato conseguenze pesanti nel tessuto socio-economico di tutti i Paesi: crollo della produzione industriale, aumento della disoccupazione, riduzione dei consumi, riduzione del commercio estero e dei flussi di capitale a livello globale. Per questi motivi è prevista una ripresa molto graduale e generalmente caratterizzata da alti livelli di disoccupazione. Tuttavia è opinione comune tra gli economisti che il peggio sia ormai alle spalle e, infatti, il clima di forte incertezza che ha caratterizzato l'economia globale nel periodo tra Settembre 2008 e Marzo 2009, è migliorato decisamente, sebbene persista tuttora una generalizzata incertezza sull'andamento dei principali indicatori macroeconomici e conseguentemente sulle previsioni di andamento dell'economia. Di conseguenza il livello di incertezza e di riguardo ai temi economici e sociali delle principali istituzioni economiche-finanziarie internazionali rimane alto.

Il mese di Marzo del 2009 viene considerato come il punto di svolta della crisi, in quanto in quel periodo tutti i principali mercati finanziari hanno toccato il punto di minimo e dato inizio ad una, seppur limitata, crescita durata tutto l'anno, contribuendo a ridare una certa fiducia ad imprese e famiglie, ma senza evitare un forte rallentamento dell'economia, protrattosi fino agli ultimi mesi dell'anno. A differenza dell'anno precedente, quando i mercati finanziari avevano fatto registrare performance fortemente negative a fronte di crescita del PIL molto contenute, ma comunque positive (con alcune eccezioni compresa l'Italia), nel 2009 la situazione si è capovolta; i mercati finanziari sono stati positivi, mentre il PIL mondiale è diminuito per la

prima volta dal secondo dopoguerra ad oggi (-1,1%¹). Per far fronte a tale situazione, i Governi dei Paesi industrializzati hanno attuato, generalmente, politiche economiche caratterizzate, da un lato, dalla crescita della spesa pubblica sotto forma di aiuti statali ad imprese e famiglie e, dall'altro lato, da una politica monetaria espansiva. Nel 2009, infatti, le principali banche centrali hanno mantenuto i tassi di interesse molto bassi (è il caso della *Federal Reserve* che ha mantenuto i tassi allo 0,25%²), ovvero li hanno ridotti ulteriormente, come nel caso della *Bank of England* (dal 2% di fine 2008 allo 0,5% di fine 2009) e della Banca Centrale Europea (da 2,5% di fine 2008 all'1% di fine 2009). La politica monetaria espansiva adottata dalle banche centrali mirava chiaramente a migliorare la situazione del mercato dei finanziamenti, che si era sostanzialmente bloccato nel Settembre 2008, tuttavia il trend negativo dell'erogazione di finanziamenti, sia alle imprese, sia alle famiglie, è perdurato per tutto il 2009 ed è dunque facile aspettarsi che i tassi di interesse di riferimento decisi dalle banche centrali rimarranno contenuti ancora per diversi mesi; si prevede, infatti, che i tassi di interesse torneranno ad aumentare solo nell'ultimo trimestre del 2011, passando allo 0,75% negli Stati Uniti e all'1,25% nella Zona Euro³.

Il PIL degli **Stati Uniti** nel corso del 2009 ha registrato una flessione pari al 2,5%, risultato migliore rispetto a quello della Zona Euro (-4%) e del Giappone (-5,3%). Questo dato è il risultato, però, dell'adozione da parte del Governo USA di forti politiche di stimolo all'economia; tra le componenti di crescita, l'unico fattore che porta un contributo positivo alla crescita del PIL è stata la spesa pubblica (+2,2%), mentre tutti gli altri principali fattori hanno avuto un'incidenza negativa (spesa privata -0,6%, produzione industriale -9,9%, esportazioni -10,8%...)⁴; conseguenza diretta di tale politica economica è il forte innalzamento del deficit pubblico degli Stati Uniti, passato dal -3,7% del 2008 al -8,6% del 2009⁵. Il settore privato rimarrà piuttosto debole ancora per qualche anno e sarà, in particolare, caratterizzato da un alto livello del tasso di disoccupazione che, passato già nel 2009 dal 5,8% al 9,2%, continuerà ad aumentare anche nel 2010 portandosi oltre il 10%⁶. Tale situazione impedirà dunque agli Stati Uniti di tornare velocemente ad una crescita sostenuta dell'economia che, sia per il 2010 sia per il 2011, difficilmente sarà superiore al 2% / 2,5%⁷.

Quanto al continente asiatico si sono osservati due gruppi di Paesi con andamento contrastante; da un lato, il **Giappone** ed i nuovi Paesi industrializzati (Corea del Sud, Taiwan, Honk Hong, Singapore) hanno avuto un anno estremamente negativo, seguendo il trend degli altri paesi industrializzati, mentre, dall'altro lato, i Paesi in via di sviluppo hanno continuato a crescere considerevolmente, anche se con tassi ridotti rispetto a quelli del recente passato. È il caso soprattutto della Cina, che ha avuto un tasso di crescita del PIL molto positivo (pari all'8,5%), anche se quasi dimezzato rispetto a solo due anni fa (nel 2007 era stato del 13%)⁸. In tali Paesi, ed, in particolare, in Cina, la domanda di beni interna (+9,8% in Cina contro il -0,6% del Giappone) ha potuto sopperire alla drastica e generalizzata diminuzione delle esportazioni verso i Paesi Occidentali (-14,2% per la Cina e -25% per il Giappone).

Appare fortemente legato all'andamento del commercio globale anche l'andamento delle economie di molti Paesi in **Europa**. Nonostante un andamento più omogeneo delle economie dei Paesi Europei (sono stati tutti in recessione nel 2009, fatta eccezione la Polonia) è possibile notare come siano stati presenti due gruppi di Paesi che hanno mostrato una maggiore debolezza di fronte alla crisi economica mondiale. Il primo gruppo è formato da quei Paesi che fanno storicamente molto affidamento sul commercio con l'estero e che hanno una "vocazione" prevalentemente industriale: Germania, Italia e Paesi Bassi, ad esempio, hanno registrato

¹ FMI – World Economic Outlook (Ottobre 2009)

² La Federal Reserve ha tuttavia alzato il tasso di sconto a 0,75% a Gennaio 2010

³ BNP Paribas – Global Outlook Q1 2010

⁴ BNP Paribas – Global Outlook Q1 2010

⁵ Commissione Europea – Autumn Forecast (Ottobre 2009)

⁶ Commissione Europea – Autumn Forecast (Ottobre 2009)

⁷ Commissione Europea – Autumn Forecast (Ottobre 2009)

⁸ FMI – World Economic Outlook (Ottobre 2009)

diminuzioni del PIL tra le maggiori nella Zona Euro (rispettivamente -5%, -4,7% e -4,5%)⁹. Ancora peggio è andata al secondo gruppo, che include tutti quei Paesi che negli ultimi anni avevano evidenziato una crescita più veloce rispetto agli altri Paesi dell'Unione Europea: Ungheria, Bulgaria, Romania, Slovenia ed Irlanda hanno perso così tra il 6% e l'8% del PIL, fino ad arrivare alle tre Repubbliche Baltiche che hanno registrato riduzioni del PIL anche maggiori al 15%¹⁰. I restanti Paesi hanno invece registrato perdite minori; la riduzione del PIL nell'intera area dell'Unione Europea è stata infatti vicina al 4%.

Come detto, in **Italia** la crisi economica è stata particolarmente pesante: il PIL è diminuito del 4,7%, i consumi delle famiglie dell'1,5%, le esportazioni del 20,2%, il tasso di disoccupazione è passato dal 6,8% al 7,8% ed il debito pubblico dal 105% al 115% del PIL¹¹. In particolare, l'altissimo livello di debito pubblico che caratterizza l'economia italiana difficilmente permetterà lo sfruttamento di incisivi piani di stimolo all'economia da parte dello Stato. L'economia italiana, a meno che non vengano attivate robuste riforme interne, dovrà quindi aspettare la ripresa dell'economia globale, e quindi del commerciale globale, per avere una ripresa energica dei fondamentali economici, che si prevede sarà piuttosto lenta e graduale, con una conseguente altrettanto lenta ripresa dell'economia italiana (+0,7% per il PIL nel 2010 e +1,4% nel 2011). Tuttavia vi sono anche alcuni aspetti positivi nell'attuale quadro economico italiano: innanzitutto, l'economia ha già ripreso a crescere dal terzo trimestre del 2009, quando ha fatto registrare una crescita del PIL rispetto al trimestre precedente pari allo 0,6%¹², dovuta in larga misura alla crescita dei consumi delle famiglie italiane che, essendo tra le più propense al risparmio in Europa, hanno risentito in maniera minore degli effetti del *credit crunch*. In secondo luogo, il tasso di disoccupazione, nonostante l'aumento di un punto percentuale durante il 2009, rimane tra i più bassi se confrontato con gli altri grandi Paesi in Europa; è infatti in linea con quello tedesco (7,7%) e con quello britannico (7,8%), ma inferiore a quello francese (9,5%) e a quello spagnolo (17,9%)¹³.

ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare Europeo

Il mercato del *real estate* nei primi mesi del 2009 è stato fortemente influenzato dal generale stato di incertezza che caratterizzava tutti i settori dell'economia. In particolar modo hanno influenzato, dal lato degli investitori, le forti difficoltà a reperire capitale a debito e, dal lato dei conduttori, il deterioramento dei fondamentali economici su scala globale. Nella seconda parte dell'anno la situazione è lievemente migliorata, soprattutto per quanto riguarda il mercato degli investimenti immobiliari; nelle 8 principali città europee¹⁴ il volume degli investimenti è aumentato rispetto al trimestre precedente, sia nel terzo, sia nel quarto trimestre del 2009 (rispettivamente +2% e +8% circa¹⁵) e, parallelamente, i *prime yields* sono tornati a diminuire in alcune città, come ad esempio Londra (dal 6% registrato a fine Q2 2009 al 5,5% di fine anno) e Parigi (dal 6,25% registrato a fine Q2 2009 al 5,5% di fine anno)¹⁶. È tuttavia da sottolineare che i volumi investiti sono ancora fortemente contenuti rispetto al recente passato: -35% rispetto al 2008, -75% circa rispetto al picco toccato nel Q3 2007, ma anche -43% rispetto ai valori registrati nel 2004, cioè in un periodo precedente lo sviluppo della bolla immobiliare in alcuni paesi Europei (in particolare Gran Bretagna e Spagna) ¹⁷.

Il mercato dei conduttori nel settore **terziario** sembra essersi finalmente stabilizzato negli ultimi mesi del 2009, anche se l'alto livello di disoccupazione mantiene caute le previsioni per il

⁹ Commissione Europea – Autumn Forecast (Ottobre 2009)

¹⁰ Commissione Europea – Autumn Forecast (Ottobre 2009)

¹¹ Commissione Europea – Autumn Forecast (Ottobre 2009)

¹² Istat

¹³ Commissione Europea – Autumn Forecast (Ottobre 2009)

¹⁴ Londra, Parigi, Monaco, Berlino, Francoforte, Milano, Madrid e Bruxelles

¹⁵ BNP Paribas Real Estate – At a Glance (European Markets Q4 2009)

¹⁶ BNP Paribas Real Estate – At a Glance (European Markets Q4 2009)

¹⁷ BNP Paribas Real Estate – At a Glance (European Markets Q4 2009)

2010. Nel Q4 2009, infatti, nelle 8 principali città europee, il volume di spazi locati ad uso terziario, dopo essere diminuito costantemente nei precedenti due anni, è aumentato lievemente (+4% circa) rispetto al trimestre precedente. Conseguentemente al basso livello di take-up (nel complesso è diminuito del 23% circa su base annua), in tutte le principali città europee il tasso di sfritto è registrato in aumento e il livello dei canoni di locazione è mediamente diminuito. Le prospettive economiche nel continente Europeo (come d'altra parte negli Stati Uniti) prevedono una ripresa nel 2010, ma senza un aumento consistente del numero degli occupati; ciò fa immaginare che il trend negativo difficilmente possa trasformarsi in un trend particolarmente positivo. Nel 2010 è infatti probabile doversi aspettare un sostanziale assestamento del volume di take-up (e del tasso di sfritto), in linea con quanto raggiunto a fine 2009.

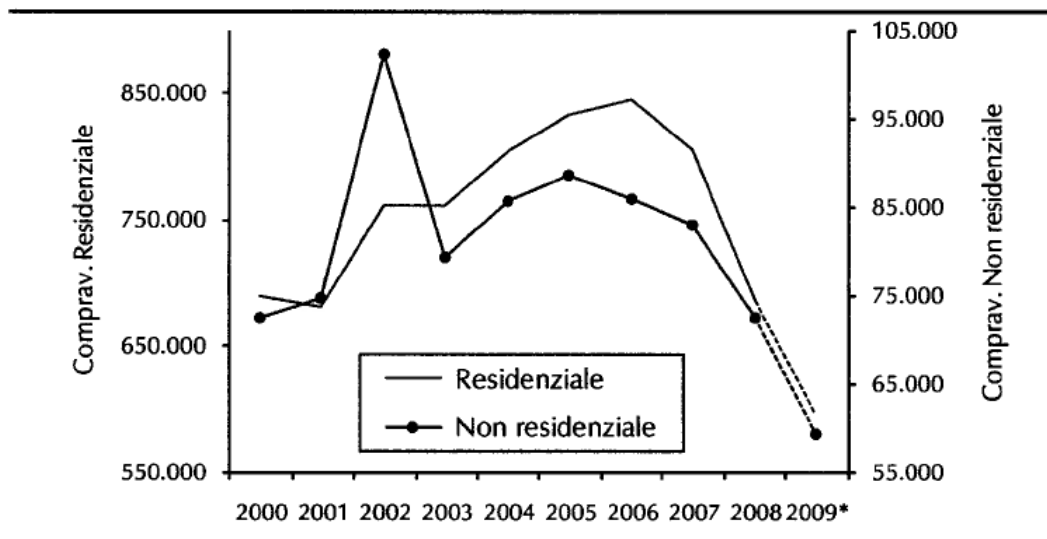
Così come per il settore terziario, anche il settore **industriale e logistico** sta risentendo fortemente dell'andamento negativo dell'economia reale, in particolare per quanto riguarda la produzione industriale e il commercio a livello globale. Di conseguenza, i principali indicatori di questo settore stanno seguendo, grosso modo, gli stessi *trend* che caratterizzano anche il settore terziario: *take-up* in diminuzione, disponibilità di spazi in aumento e canoni di locazione in diminuzione. Per quanto riguarda invece i rendimenti (e di conseguenza anche i valori immobiliari), il discorso è lievemente diverso; si ritiene infatti che in questo settore l'incremento degli *yields* (inclusi i *prime yields*) non si sia ancora arrestato e che questi si stabilizzeranno solo nei primi mesi del 2010, per poi vedere una lieve diminuzione nel corso degli anni seguenti. Questa correzione sarà dunque più limitata rispetto a quanto osservato nel settore terziario, in modo che un corretto *gap* tra i rendimenti dei due settori sia ristabilito; la differenza tra i *prime yields* di questi settori era arrivata ad essere di poco superiore ai 150 bps alla fine del 2007, mentre oggi è già superiore ai 200 bps e sul lungo periodo è previsto che si stabilizzerà vicino ai 250 bps¹⁸.

Per quanto riguarda infine il settore **commerciale** e della **grande distribuzione organizzata**, la ripresa sembra essere più vicina, nonostante il livello di consumi piuttosto contenuto da parte delle famiglie di tutti i Paesi dell'Unione Europea durante il 2009 e, stando alle previsioni, anche durante il 2010. I rendimenti del settore, tuttavia, hanno mostrato, e con molte probabilità continueranno a mostrare anche nel prossimo futuro, dinamiche diversificate a seconda, soprattutto, della *location* degli immobili. Infatti, saranno sicuramente preferiti dagli investitori i Paesi tradizionalmente più solidi da un punto di vista economico (come ad esempio Germania e Francia) a discapito di quelli che hanno mostrato una maggiore debolezza nell'affrontare la crisi economica (come ad esempio Irlanda, Spagna, Grecia). Tali preferenze renderanno il mercato degli investimenti per questo settore in alcune aree dell'Europa piuttosto competitivo, avendo come effetto un innalzamento dei valori immobiliari e, di conseguenza, un ridimensionamento degli *yields*. Tale ridimensionamento sarà tuttavia contenuto, a causa della concomitante riduzione dei canoni di locazione; riduzione d'altra parte necessaria a causa del rischio di insolvenza dei conduttori.

Il mercato immobiliare italiano

Il 2009 è stato senza dubbio il peggiore anno del decennio per il settore immobiliare italiano; la variazione dei prezzi degli immobili è stata per la prima volta negativa, il numero di compravendite (sia per immobili residenziali, sia per immobili non residenziali) sarà con ogni probabilità il più basso dall'inizio del decennio (Figura 1), gli investimenti in costruzione hanno subito una forte contrazione e la percentuale di mutuatari insolventi (seppur molto contenuta) è in aumento.

¹⁸ PMA – European Logistic Report (Autumn 2009)



(1) Settori terziario, commerciale e produttivo.

(*) Stime.

Figura 1: Numero di compravendite di abitazioni e di immobili non residenziali (terziario, commerciale, produttivo). Fonte: Nomisma III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2009

Tuttavia negli ultimi mesi dell'anno sono stati registrati nel mercato immobiliare italiano alcuni segnali positivi che fanno ipotizzare che il mercato si sia ormai stabilizzato e, almeno in alcuni settori, sia pronto per una ripresa. Innanzitutto, i dati dell'ultimo trimestre dell'anno mostrano come i prezzi correnti, in tutte le città, hanno registrato una riduzione inferiore al precedente semestre, essendo calati solo lievemente (Figura 2).

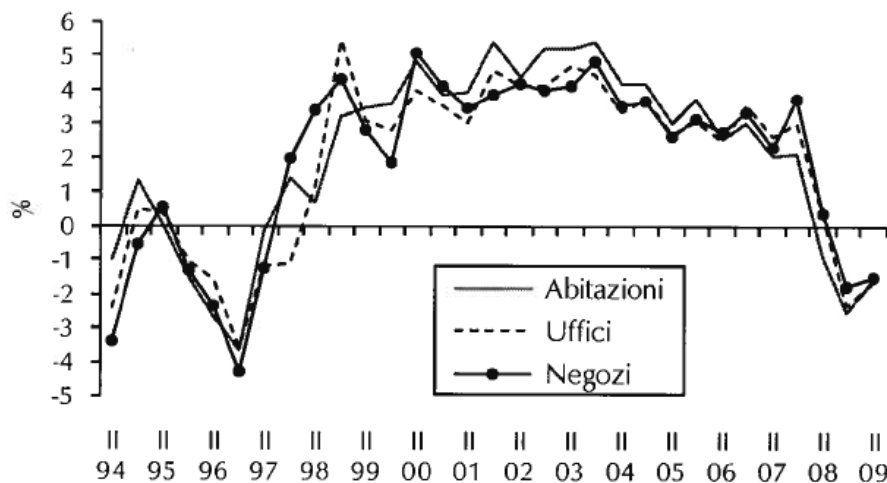


Figura 2: Media 13 grandi aree urbane – variazioni percentuali semestrali dei prezzi degli immobili.

Fonte: Nomisma III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2009

In secondo luogo, negli ultimi tre mesi del 2009 gli investimenti diretti in immobili a destinazione d'uso commerciale (non residenziale) sono aumentati rispetto al trimestre precedente, raggiungendo circa 1,3 miliardi di Euro investiti.

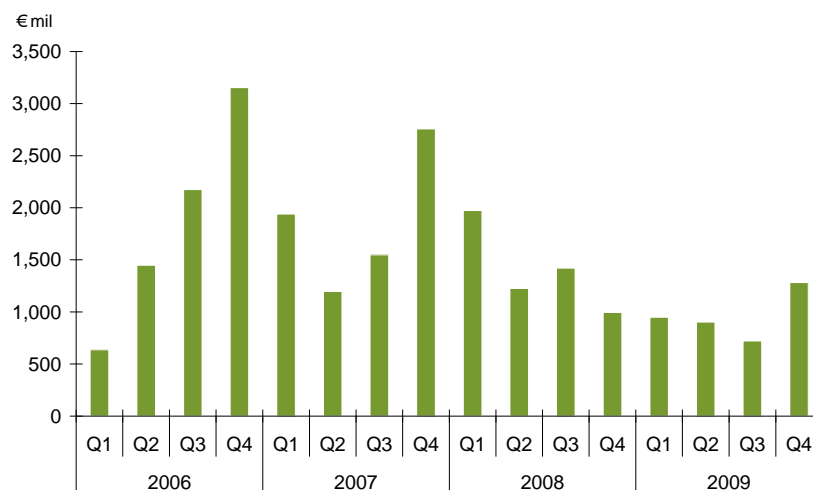


Figura 3: Volume di investimento diretto trimestrale in Italia.

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Su base annuale il volume investito è stata inferiore ai 4 miliardi di Euro, con una riduzione forte rispetto al 2008 (-30% circa) ed ancora più marcata rispetto al 2007 (-50% circa). Su tale decremento ha avuto un effetto particolarmente marcato la riduzione degli investimenti di operatori stranieri, che hanno risentito in maniera maggiore degli effetti del *credit crunch*; gli investimenti *cross-border* hanno infatti registrato nel 2009 una flessione di poco inferiore al 60% rispetto allo scorso anno e di poco inferiore al 70% rispetto al 2007. L'attività degli investitori italiana si è invece ridotta in misura minore nel 2009, grazie soprattutto ai fondi immobiliari ed agli investitori privati. La stretta creditizia che ha caratterizzato i mercati finanziari durante questa crisi è riscontrabile anche analizzando le dimensioni medie degli investimenti portate a termine durante il 2009; il numero di investimenti di dimensione maggiore ai 50 milioni è diminuito in questi anni, passando dal 36% nel 2007, al 29% nel 2008 ed infine al 22% nel 2009. Ci si aspetta che nel 2010 il mercato degli investimenti in Italia si manterrà stabile (o lievemente in crescita) rispetto ai volumi raggiunti nel 2009. Si prevede pertanto che, al progressivo miglioramento della situazione economica globale, l'interesse degli investitori verso il settore immobiliare cresca, ma ciò avverrà soprattutto per immobili di tipo *core*¹⁹; questo avrà come effetto l'innalzamento della concorrenza per questa tipologia di investimento e dunque un innalzamento dei prezzi (nonché una riduzione dei rendimenti). Al contrario, per quanto riguarda le operazioni *value added/opportunistic*²⁰ la concorrenza continuerà ad essere fortemente contenuta con una naturale riduzione di prezzi (e aumento dei rendimenti). In conseguenza a questa situazione, quindi, sia in termini di valori immobiliari sia in termini di rendimenti, il divario tra gli investimenti core e gli altri è destinato ad accentuarsi ulteriormente.

▪ Residenziale

Il settore immobiliare residenziale è di gran lunga il più importante in Italia in quanto a superficie complessiva (77% circa sul complessivo stock immobiliare)²¹. Il 2009 ha confermato il trend negativo già registrato lo scorso anno per quanto riguarda il numero di compravendite: i dati fino ad ora disponibili si riferiscono solo ai primi nove mesi dell'anno, ma denotano già una forte diminuzione del numero di compravendite di abitazioni; nei primi nove mesi del 2009 il calo registrato rispetto allo stesso periodo del 2008 è già di circa il 14%²².

¹⁹ Immobili già a reddito e quindi interamente (o in gran parte) locati

²⁰ Immobili da ristrutturare/sviluppare

²¹ Scenari Immobiliari – European Outlook 2010

²² Agenzia del Territorio

	Numero di Compravendite			Totale 2008
	Genn. - Sett. (2008)	Genn. - Sett. (2009)	Var. %	
Totale Italia	412.774	355.265	-14%	686.587

Tabella 1: Numero di compravendite di abitazioni nel corso dei primi nove mesi del 2009.

Fonte: Agenzia del Territorio.

Tra le grandi città che hanno registrato un decremento minore nel numero delle compravendite di case vi sono Bologna (-2%) e Genova (-4%), mentre, al contrario, Firenze, Torino, Palermo e Milano hanno mostrato una maggiore flessione (rispettivamente -16%, -14%, -10% e -10%)²³.

Per quanto riguarda in particolare il mercato residenziale milanese, la debolezza sembra essere ancora dovuta al lato della domanda, che si mostra ancora depressa soprattutto per il difficile accesso al credito. Tuttavia la riduzione attuale risulta meno pesante di quanto registrato nel primo semestre del 2009. Nel 2010 è prevista dunque una stabilizzazione del mercato residenziale milanese, sia per quanto riguarda il numero di compravendite, sia per quanto riguarda i valori immobiliari.

Il mercato residenziale romano, invece, è stato caratterizzato nel 2009 da una flessione più contenuta. Nei primi nove mesi dell'anno le compravendite sono diminuite del 7% circa contro la riduzione del 14% circa delle grandi città italiane. I prezzi nel comparto residenziale della capitale sono diminuiti del 2% circa, con sconti praticati e tempi di vendita inferiori, in media, a quelli riscontrati nelle altre grandi città italiane²⁴. La maggiore stabilità del mercato residenziale romano sembra essere da attribuire ad un aumento dell'offerta ancora tutto sommato contenuto (e comunque limitato alle zone periferiche), nonché alla perdurante presenza di una quota di domanda inevasa, tenuto conto della significativa dimensione del mercato, di gran lunga il più importante d'Italia (popolazione residente pari a 2,7 milioni).

▪ Terziario

Gli immobili ad uso ufficio in Italia rappresentano circa 172 milioni di mq. Solamente il 10,8% di tale superficie è di classe A, mentre gli uffici di classe B e C rappresentano rispettivamente il 24,4% e il 64,8%²⁵. Questo settore è stato quello che per primo ha registrato un forte calo dei volumi investiti (-40% già nel 2008), ma anche il primo a stabilizzarsi.

▪ Milano

Il mercato direzionale milanese si conferma il mercato terziario più importante d'Italia, nonostante il forte rallentamento subito nel 2009. I metri quadri ad uso ufficio locati a Milano sono bruscamente diminuiti (190.000 mq circa nel 2009 rispetto a 270.000 mq circa nel 2008), in quanto le decisioni delle società sono state guidate soprattutto da politiche di risparmio dei costi e razionalizzazione degli spazi occupati. In forte aumento sono stati infatti i contratti di locazione siglati per porzioni immobiliari di dimensioni inferiori ai 1.000 mq, stabili quelli per uffici di dimensioni comprese tra i 1.000 e i 3.000 mq e in drastica riduzione quelli per uffici da 3.000 mq in su (-50% circa). Per lo stesso motivo i conduttori hanno preferito affittare uffici dal canone contenuto; il livello medio dei contratti di locazione siglati durante il 2009 ha visto una riduzione dei canoni del 7% circa, con riduzioni più forti riscontrate in centro e in semi centro ed una maggiore stabilità registrata in periferia ed hinterland. I canoni *prime* invece sono diminuiti da 550 Euro/mq/anno di fine 2008 a 500 Euro/mq/anno di fine 2009.

²³ Agenzia del Territorio

²⁴ Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2009

²⁵ Scenari Immobiliari – European Outlook 2010

Il basso livello di *take-up*, congiuntamente all'immissione sul mercato di diversi progetti immobiliari completati durante l'anno, ha avuto come effetto un aumento del tasso di sfritto, passato dal 7% di fine 2008 al 9,6% di fine 2009.

- Roma

Durante il 2009 il mercato delle locazioni di immobili ad uso terziario a Roma vede confermare alcuni indicatori rispetto all'anno passato, quando già si era sentito l'effetto negativo della crisi. Il volume di metri quadri locati è in linea con quello dello scorso anno (112.000 mq rispetto a 109.000 circa del 2008), grazie in particolar modo al settore pubblico che ha occupato circa il 30% degli spazi locati. Il tasso di sfritto, soprattutto grazie al limitato numero di nuovi progetti completati, è aumentato, ma in misura minore rispetto a quanto registrato a Milano ed in molte altre capitali europee (da 6,2% nel 2008 a 6,4% nel 2009). Per quanto riguarda i canoni, invece, l'andamento è stato simile a quello riscontrato a Milano; i contratti siglati nel 2009 hanno mostrato mediamente un decremento del 5% dei canoni, con riduzioni più forti riscontrate in centro e nella zona Eur ed una maggiore stabilità in periferia. I canoni *prime*, analogamente, si sono ridotti da 480 Euro/mq/anno di fine 2008 a 420 Euro/mq/anno di fine 2009.

- **Commerciale**

Il settore commerciale rappresenta in Italia solo il 3% dello stock complessivo di immobili²⁶. A causa della crisi economica, i consumi delle famiglie italiane sono stati contenuti e questo ha inevitabilmente avuto effetto anche sul settore immobiliare italiano per quanto riguarda gli immobili a destinazione commerciale e della grande distribuzione organizzata. Oltre alla riduzione dei consumi, e quindi all'indebolimento del lato della domanda, è anche da sottolineare l'aumento della concorrenza anche dal lato dell'offerta. Infatti, nonostante molti progetti di sviluppo immobiliare aventi come oggetto grandi strutture commerciali siano stati rimandati, numerose sono state le aperture di nuovi centri commerciali nel 2009, soprattutto nel Sud del Paese. Questa situazione, caratterizzata da una domanda debole e una competizione crescente, ha innalzato il rischio di insolvenza dei conduttori e, parallelamente, il rischio percepito dagli investitori interessati a questo settore. I rendimenti di riferimento del settore sono così aumentati durante il 2009, mentre il volume investito è fortemente diminuito rispetto agli anni passati (-45% circa nel 2009 rispetto al 2008). Per il prossimo anno gli indicatori fondamentali dovrebbero stabilizzarsi, tuttavia l'alto livello di disoccupazione (e quindi il basso livello di consumi delle famiglie) che caratterizzerà l'economia Italiana nei prossimi anni tenderebbe ad escludere una ripresa veloce per questo settore.

- **Industriale & Logistico**

Il settore industriale rappresenta in Italia circa il 14% dello stock complessivo di immobili, con un fatturato pari a 3,7 miliardi di Euro²⁷. Questo settore, a causa dei limitati effetti della crisi finanziaria e del sostanziale andamento positivo delle esportazioni nel 2008, aveva mostrato un andamento tutto sommato positivo fino agli ultimi mesi del 2008. Il quadro generale è poi drasticamente mutato nel 2009 con il passaggio della crisi dai mercati finanziari all'economia reale. Basti pensare alla riduzione di oltre il 20% delle esportazioni²⁸ e a quella della produzione industriale; rispetto ai massimi toccati all'inizio del 2008, nel secondo trimestre del 2009 l'indice della produzione ha segnato una diminuzione cumulata prossima al 25%, con il risultato che, nella scorsa primavera, il volume delle merci prodotte si era riportato al livello della metà degli anni ottanta²⁹. La riduzione della produzione italiana è stata anche elevata in confronto agli altri principali Paesi Europei; misurato in termini di trimestri persi, cioè di quanto indietro nel tempo sono tornati i livelli della produzione, la maggiore gravità della situazione italiana risulta evidente con quasi 100 trimestri persi in Italia, rispetto ai 12 e ai 13 trimestri di

²⁶ Scenari Immobiliari – European Outlook 2010

²⁷ Scenari Immobiliari – European Outlook 2010

²⁸ Commissione Europea – Autumn Forecast (Ottobre 2009)

²⁹ Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza Occasional Paper num. 58 (Dicembre 2009)

Francia e Germania³⁰. In questo contesto non stupisce che gli investimenti immobiliari nel settore logistico ed industriale si siano fortemente ridotti nel corso del 2009 (-70% circa rispetto al 2009) e, al contrario, i rendimenti siano cresciuti. È da notare che, soprattutto nel periodo tra l'ultimo trimestre del 2008 e la fine del terzo trimestre del 2009, gli investimenti sono stati particolarmente contenuti (70 milioni di Euro in tutta Italia), mentre negli ultimi mesi dell'anno gli investimenti immobiliari hanno segnalato un netto miglioramento (80 milioni di Euro investiti nell'ultimo trimestre del 2009). Ciò fa ben sperare per una stabilizzazione del comparto nel 2010.

▪ Alberghiero

Durante il 2009, così come per tutti gli altri settori del mercato immobiliare, anche il comparto alberghiero ha dovuto fare i conti con gli effetti indiretti della crisi economica mondiale, che ha portato una riduzione, a livello globale, dei flussi internazionali di turisti. Nel 2009, infatti, gli arrivi di turisti stranieri sono diminuiti del 4% circa a livello mondiale, facendo così registrare il peggior dato degli ultimi 15 anni³¹. Nonostante il declino generalizzato, alcuni Paesi hanno riportato risultati positivi per quanto riguarda il flusso di turisti internazionali e tra questi Paesi è annoverata anche l'Italia³². Il mercato turistico italiano si consolida così come uno dei principali mercati a livello mondiale, mantenendosi tra i cinque paesi più visitati al mondo.

Nonostante questo, i dati pubblicati dall'Associazione italiana Catene Alberghiere (AICA) registrano per il 2009 una marcata flessione del settore alberghiero italiano, sia per quanto riguarda il tasso di occupazione delle camere (TOC), diminuito in media nel 2009 del 7% circa, sia per quanto riguarda la redditività per camere disponibili (RevPar) e per camere effettivamente occupate, che registrano, rispettivamente, una diminuzione del 18% e dell'11% nel 2009³³. Osservando l'andamento degli alberghi per categoria, è possibile notare che tutte le categorie hanno fatto registrare un andamento negativo. Seppur con differenze minime, gli hotel a cinque stelle sembrano essere quelli che più hanno risentito della crisi economica; in termini di tasso di occupazione, questi sono calati del 9%, mentre il loro RevPar medio ha subito una flessione di quasi il 19%³⁴. Tra le varie città italiane, invece, l'andamento è stato maggiormente diversificato, soprattutto per quanto riguarda il TOC; cinque delle diciotto province osservate dall'AICA hanno infatti registrato un incremento di tale indicatore, mentre tutte le altre hanno subito una flessione. Particolarmente positivo è stato il risultato registrato a Napoli (+9%) e Pisa (+6%), mentre le riduzioni più forti sono state riscontrate a Palermo (-18%), Brescia (-11%) e Milano (-11%). Nella capitale la variazione del TOC, seppur negativa, è stata comunque migliore della media (-3%)³⁵. Per quanto riguarda invece l'andamento del RevPar nelle varie province italiane monitorate, è stato riscontrato un trend più omogeneo; tutte le province hanno riscontrato una riduzione del RevPar. Le uniche province, tuttavia, che hanno registrato una riduzione maggiore al 20% sono state cinque: Genova (-25%), Palermo (-24%), Torino (-23%), Firenze (-21%) e Milano (-21%). A Roma, così come per il TOC, anche per il RevPar la riduzione è stata lievemente minore rispetto alla media italiana (-17%)³⁶.

Gli investimenti nel settore *hospitality* hanno seguito il trend negativo del sottostante mercato alberghiero. A livello mondiale, il volume degli investimenti immobiliari alberghieri, pari a 9,4 miliardi di dollari³⁷, è diminuito del 60% rispetto al 2008, anno in cui si era già registrata una riduzione pari all'80% rispetto al 2007.

³⁰ Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza Occasional Paper num. 58 (Dicembre 2009)

³¹ Organizzazione Mondiale del Turismo – Barometro (Vol. 8, Num. 1, Gennaio 2010)

³² Organizzazione Mondiale del Turismo – Barometro (Vol. 8, Num. 1, Gennaio 2010)

³³ AICA – Osservatorio Novembre 2009

³⁴ AICA – Osservatorio Novembre 2009

³⁵ AICA – Osservatorio Novembre 2009

³⁶ AICA – Osservatorio Novembre 2009

³⁷ Jones Lang LaSalle Hotels – Hotel Investment Outlook 2010

A livello EMEA (Europa, Medio-Oriente ed Africa), nel 2009 si è riscontrato un volume investito pari a circa 4,1 miliardi di dollari³⁸, corrispondente ad un decremento del 65% rispetto al 2008 (circa 11,8 miliardi di dollari) e di oltre l'85% rispetto al 2007 (circa 29,5 miliardi di dollari). Alla data di redazione della presente nota, non sono ancora riscontrabili dati di sufficiente attendibilità relativamente al mercato degli investimenti alberghieri in Italia nel corso del 2009, dati che si attendono, comunque, in linea con i dati aggregati a livello europeo.

IL QUADRO NORMATIVO

Si segnala che la Consob, in recepimento della direttiva europea 2004/109/CE (*Transparency*) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato, con delibera del 6 aprile 2009, ha approvato modifiche e integrazioni al Regolamento concernente la disciplina degli emittenti.

In particolare, tra le novità introdotte dal suddetto Regolamento si segnala l'obbligo, per le Società di Gestione del risparmio aventi fondi quotati, di redigere un resoconto intermedio di gestione nel quale sono descritti gli eventi di particolare rilevanza per gli OICR verificatesi nel periodo di riferimento e gli eventuali effetti degli stessi sulla composizione degli investimenti e, per quanto possibile, sul risultato economico.

Nel corso dell'esercizio non sono intervenute ulteriori formali modifiche in materia di normativa ordinaria o di vigilanza concernenti il settore dei fondi immobiliari italiani.

E' da segnalarsi peraltro l'interesse manifestato dalle Autorità di Vigilanza per l'approfondimento di taluni aspetti organizzativi delle SGR che gestiscono di fondi immobiliari. A tal proposito sono intervenuti incontri e scambi di osservazioni, con particolare riguardo per le modalità di svolgimento dell'attività dei c.d. "Esperti Indipendenti", tema sul quale potrebbero emergere precisi orientamenti da parte delle Autorità di Vigilanza nel prossimo futuro.

Sotto il profilo fiscale, dopo un 2008 caratterizzato da rilevanti novità, in particolare, l'innalzamento dal 12,50 al 20 per cento dell'aliquota applicata sui proventi periodici distribuiti dai fondi immobiliari e sulle plusvalenze da riscatto o liquidazione delle quote di partecipazione, e la previsione di un regime fiscale penalizzante per i fondi immobiliari a ristretta base partecipativa e per i fondi familiari, con riferimento all'esercizio testè trascorso occorre rilevare unicamente l'intervenuto inasprimento della disciplina concernente la tassazione in capo alle società controllate e collegate estere, le c.d. "CFC", normativa che, seppur indirettamente, può interessare i fondi immobiliari italiani che utilizzano strutture societarie per i propri investimenti all'estero.

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 mese di dicembre il Fondo ha acquisito per un corrispettivo pari ad Euro 8,6 milioni una media superficie commerciale sita in Ferrara, interamente locata al venditore e utilizzata da Media Market S.p.A. (insegna: MediaWorld).

³⁸ Jones Lang LaSalle Hotels – Hotel Investment Outlook 2010

L'immobile, sito nelle adiacenze del parco commerciale "Il Diamante", ha una superficie commerciale pari a 4.417 mq.

Si ricorda che in esercizi precedenti il Fondo aveva investito in due complessi residenziali siti, rispettivamente, a Livorno e a Venezia Lido. In merito al complesso residenziale di Livorno, su un totale di 30 unità residenziali e 7 unità ad uso ufficio, risultano dismesse, alla data del 31/12/2009, 27 unità residenziali, con i rispettivi posti auto; è stato, inoltre, siglato un preliminare per un'ulteriore unità residenziale e due posti auto.

In merito al complesso residenziale sito a Venezia Lido, alla data del 31/12/2009 risultano vendute tre unità, mentre sono stati siglati preliminari per ulteriori 2, su un totale di 45 unità residenziali.

Alla data di chiusura dell'esercizio, sulla base delle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente, REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A., gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a Euro 332,7 milioni, con un diminuzione dello 0,12% rispetto al loro costo storico comprensivo degli oneri capitalizzati.

Le minusvalenze su immobili non realizzate contabilizzate nell'esercizio sono state pari a circa Euro 17,8 milioni.

Rispetto alla valutazione espressa dall'Esperto Indipendente alla data del 31 dicembre 2008, al termine dell'esercizio il valore di mercato degli immobili posseduti dal Fondo, al netto del cespite acquisito nel 2009 e delle dismissioni effettuate nell'anno (due unità residenziali dello stabile di Venezia Lido e una porzione di parcheggio nell'immobile di Livorno), è diminuito di Euro 17,6 milioni, pari al 5,2%.

Si rileva come alla data del 30 giugno 2009 le valutazioni espresse dagli Esperti Indipendenti avessero già comportato, rispetto al 31 dicembre 2008, una diminuzione complessiva del valore degli immobili pari a Euro 13,9 milioni.

Dal confronto dei dati su esposti trova conferma la progressiva attenuazione del trend negativo dei mercati immobiliari verificatasi nella seconda metà dell'esercizio.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo alla data del 31 dicembre 2009:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo acquisto Euro (*)	Valore di mercato 31/12/2009 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
04/4/2006	Uffici (Ares e Athena)	Milano, Via Tortona 33	48.872	62.330.514	69.700.000	11,8%	UniCredit Real Estate S.p.A.
24/4/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50	1.146	2.622.515	3.200.000	22,02%	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione
27/4/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	10.975	10.012.716	12.400.000	23,8%	Multitenant
29/5/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.777	13.100.272	12.700.000	-3,1%	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	17.814	14.754.963	14.800.000	0,3%	Technicolor Milano S.p.A.

12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	14.527	12.049.800	12.500.000	3,7%	IL Sole 24 ore business media S.r.l.
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	15.321	10.536.375	12.100.000	14,8%	Istituto Europeo di Oncologia
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	15.982	12.301.785	11.600.000	-5,7%	Vari
12/04/2007	Uffici	Milano Via Gallarate 184	8.927	17.615.188	17.200.000	-2,4%	Upim S.r.l.
8/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	19.995	15.832.515	17.100.000	8,0%	Vari
14/09/2007	Uffici	Milano Via Castellanza 11	13.047	19.108.712	18.600.000	-2,7%	Reply Group
12/12/2007	Commerciale	Milano Via Pitteri 84	4.341	13.503.148	12.500.000	-7,4%	Media S.p.A. (Gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Cinisello Balsamo (MI), Viale Fulvio Testi 210	7.032	22.836.402	20.300.000	-11,1%	Media S.p.A. (Gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Brescia, Via Orzinuovi	3.839	7.593.415	7.000.000	-7,8%	Media S.p.A. (Gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Erbusco (BS) C.C. Le Porte Franche Rovato	4.270	8.090.658	7.300.000	-9,8%	Media S.p.A. (Gruppo Metro)
12/12/2007	Commerciale	Parma C.C. Euro Torri Balestrieri	4.301	10.769.846	9.900.000	-8,1%	Media S.p.A. (Gruppo Metro)
10/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 5	4.380	8.271.321	7.900.000	-4,5%	Mondo Convenienza
15/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 9	4.725	9.607.196	9.200.000	-4,2%	Unieuro, Divani&Divani, Oviessse
30/09/2008	Uffici	Milano, Via Inverigo n 4/6	2.112	7.632.491	7.200.000	-5,7%	Cattolica Services S.p.A.
30/09/2008	Uffici	Milano, Largo Nuvolari, n 1	8.443	45.731.654	40.700.000	-11,0%	Cattolica Services S.p.A.
17/12/2009	Commerciale	Ferrara, Via Roffi n. 6	4.538	8.799.856	8.800.000	0,0%	Tresor S.p.A.
TOTALI				333.101.342	332.700.000	-0,12%	

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

Come si evidenzia nella tabella, alcuni immobili mostrano una discesa dei valori di mercato al di sotto del valore di acquisto, aumentato degli eventuali oneri sostenuti per la valorizzazione o la ristrutturazione.

In particolare, nel caso dell'immobile residenziale sito in Venezia tale differenza è dovuta ad una contrazione del valore delle unità residenziali nel mercato specifico del Lido di Venezia. Per quanto riguarda il portafoglio commerciale del Fondo (ad esclusione dell'immobile di Ferrara acquisito nel mese di dicembre) la diminuzione del valore è dovuta alla generale discesa dei valori di mercato degli immobili "retail"; peraltro, tali immobili continuano a generare un flusso di reddito stabile e di lunga durata.

Anche per quanto riguarda gli immobili direzionali siti in Milano, Via Inverigo, Via Nuvolari, Via Castellana e Via Gallarate, la riduzione è da imputarsi alla diminuzione dei valori di mercato

della zona di riferimento, non essendoci state variazioni significative nella situazione locativa degli stessi.

In riferimento all'immobile di Roma, Via dei Berio, la riduzione è da imputarsi, sia a delle variazioni nella situazione locativa, che alla discesa dei valori immobiliari del mercato di riferimento; è comunque in corso l'attività di ricommercializzazione delle porzioni sfitte.

Nel corso dell'anno i ricavi da locazione sono stati pari a circa Euro 20,1 milioni; nell'esercizio precedente la voce era pari a circa Euro 16,3 milioni. Tale differenza positiva è dovuta, sia all'attività di locazione effettuata su alcuni immobili direzionali, sia al fatto che gli immobili siti in Milano, Via Inverigo e Largo Nuvolari, acquisiti nel corso dell'anno 2008, avevano partecipato solo parzialmente a costituire il monte canoni di quell'esercizio.

Nel corso dell'anno sono stati effettuati interventi di adeguamento funzionale ed impiantistico sugli immobili siti in Milano, Via Grosio, Via Ramusio, Via Stephenson e Via Tortona e in San Giuliano Milanese, per un importo complessivo pari a circa Euro 350.000.

Al 31 dicembre 2009 il valore complessivo degli strumenti finanziari non quotati dei quali il Fondo, con finalità di investimento indiretto in immobili, è titolare risulta pari a Euro 121,8 milioni, di cui:

- Euro 659.289 in partecipazioni di controllo nelle società Edil Future S.r.l. e Repe Italia 1 S.r.l., veicoli che avevano in carico immobili ora posseduti direttamente dal Fondo; la società Edil Future S.r.l. è attualmente proprietaria dei rami d'azienda per l'esercizio dell'attività commerciale negli immobili "retail" siti in Marcon (VE), mentre per la società Repe Italia 1 S.r.l. si ne prevede la messa in liquidazione nel corso dell'anno 2010;
- Euro 0, dopo la svalutazione di Euro 50.000 effettuata nell'esercizio, nella partecipazione di controllo della società immobiliare Dire S.a.r.l., con sede in Lussemburgo, costituita nel 2008 al fine di ottimizzare i previsti investimenti del Fondo in immobili all'estero.

La prima operazione di questo genere ha riguardato l'investimento indiretto in immobili di tipologia core/core plus ubicati in Francia e locati, prevalentemente, a Telecom France con contratti la cui durata media residua è di poco superiore a 7 anni.

L'Esperto Indipendente ha valutato la partecipazione in Dire S.a.r.l. a patrimonio netto rettificato, computando una minusvalenza di Euro 3 milioni in relazione alla diminuzione, rispetto al prezzo di carico, del valore della partecipazione del 45,18% detenuta dalla Dire Sarl nella OPCI di diritto francese, gestita da BNP Paribas REIM Francia, denominata "Technical Property Fund 1", veicolo che possiede indirettamente gli immobili sopra indicati; al fine di tener conto di tale valutazione nella determinazione del patrimonio netto del Fondo, oltre alla totale svalutazione della partecipazione Dire Sarl, è stato costituito un fondo rischi per Euro 2,9 milioni.

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

- Euro 33 milioni in obbligazioni fruttifere emesse dalla società Dire S.a.r.l. in relazione all'investimento di cui sopra; nel corso dell'anno 2009 tali obbligazioni hanno maturato interessi per complessivi Euro 1,75 milioni, pari al 5.3% dell'investimento;
- Euro 8,9 milioni nella partecipazione del 10% nella società EPL S.a.s., con sede in Francia e gestita da BNP Paribas REIS Francia, investimento effettuato sottoscrivendo direttamente, nel corso del 2008 e dell'esercizio testè trascorso, quote di capitale e di obbligazioni convertibili infruttifere emesse della società, per un totale di Euro 13,8 milioni.

EPL S.a.s. è proprietaria, tramite società dalla medesima controllate, di sei immobili del settore terziario localizzati in Francia (cinque nell'area di Parigi ed uno a Marsiglia).

In data 31 dicembre 2009, su richiesta dell'emittente e come previsto dal regolamento delle obbligazioni a suo tempo sottoscritto, il complesso delle obbligazioni convertibili infruttifere detenute dal Fondo è stato convertito in azioni della società EPL S.a.s.

Pertanto, alla stessa data, il Fondo detiene il 10% del capitale della società EPL S.a.s.

La partecipazione è stata valutata dall'Esperto Indipendente al patrimonio netto rettificato, registrandosi una minusvalenza rispetto al valore di carico pari a Euro 4,8 milioni, a seguito della diminuzione di valore di mercato degli immobili indirettamente posseduti dalla società;

- Euro 7,9 milioni costituiti da obbligazioni fruttifere emesse dalla società EP Finance S.a.s., controllata da EPL S.a.s., in relazione all'investimento sopra descritto; nel corso dell'esercizio tali obbligazioni hanno maturato interessi per complessivi Euro 0,5 milioni, pari al 6,36% dell'investimento;
- Euro 71,3 milioni in parti di OICR, come descritto nella seguente tabella:

Data acquisto	Denominazione - Percentuale di partecipazione	Tipologia O.i.c.r.	Tipologia sottoscrittore	Valore di acquisto (in euro)	Valore di bilancio al 31/12/2009 (*) (in euro)	Politica di investimento del Fondo
16-ago-05	German Retail Box Fund - 5.98%	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	15.000.000	12.000.000	Strutture commerciali in Germania
30-giu-06	AVIVA Central European Property Fund - 2.37%	Fond Commun de Placement	Investitori qualificati	5.000.000	3.291.666	Immobili a reddito, prevalentemente commerciali e uso uffici, nell'Europa dell'Est
22-set-06	Rockspring Portuguese Property Partnership - 3.21%	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	5.000.000	2.262.000	Immobili di tipo Core, core Plus e value added esclusivamente in Portogallo
23-dic-08	Rockspring Pan European Property Limited Partnership - 4.43%	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	20.205.055	16.032.765	Immobili di tipo Core, core Plus e value added nell'area Euro.
19-ago-08	Fondo "Umbria-Comparto Monteluca" - 30%	Fondo Immobiliare chiuso a Sviluppo di diritto italiano	Investitori qualificati	10.143.223	13.137.248	Fondo a sviluppo residenziale.
31-lug-08	Fondo Immobiliare di tipo chiuso denominato "Scarlatti" - 3.51%	Fondo Immobiliare chiuso di diritto Italiano	Investitori qualificati	25.071.940	24.565.436	Dismissione di Immobili ad uso uffici di tipologia core
Totale				80.420.218	71.289.115	

(*) in base agli ultimi rendiconti resi disponibili dalle società di gestione degli O.I.C.R.

L'andamento negativo dei valori di NAV degli O.I.C.R. oggetto degli investimenti del Fondo ha riflesso la congiuntura manifestatasi nel 2009 sui mercati immobiliari dei paesi europei sui quali operano i loro gestori.

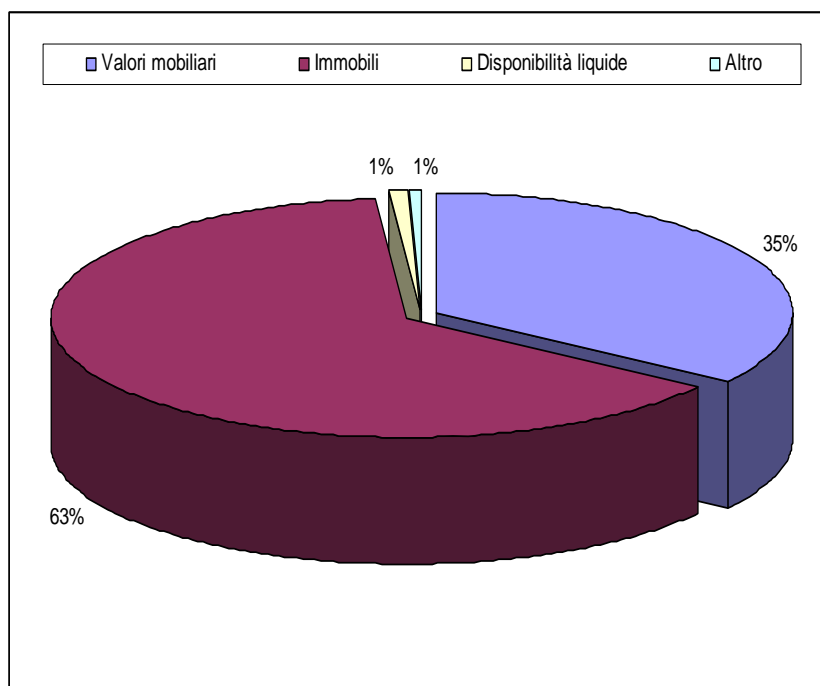
Ciò ha comportato la contabilizzazione nell'esercizio 2009 di una minusvalenza complessiva a carico del Fondo pari a Euro 11,6 milioni, cui si contrappone la plusvalenza di Euro 3 milioni contabilizzata sulla quote detenute nel fondo "Umbria-Comparto Monteluca", quest'ultima intervenuta in virtù delle modalità di acquisizione delle quote stesse.

Si rileva che tale tipologia di investimento indiretto in *asset* immobiliari va considerata nei suoi risultati in un'ottica di medio/lungo periodo; si ritiene d'altro canto che i cespiti immobiliari posseduti da tali strumenti finanziari potranno gradatamente beneficiare della progressiva stabilizzazione dei mercati verificatasi a partire dal 2° semestre del 2009.

In relazione alle quote di partecipazione in OICR, nell'esercizio 2009 sono stati registrati dividendi per Euro 2,8 milioni, di cui Euro 2,167 milioni circa distribuiti dal fondo "Scarlati" (pari al circa l'8,64% del valore dell'investimento iniziale), Euro 160.000 circa distribuiti da Rockspring Portuguese Property Partnership (pari al 3,2% del valore dell'investimento iniziale), Euro 228.000 distribuiti da German Retail Box Fund (pari all'1,52% dell'investimento iniziale), Euro 264.000 circa distribuiti da Paneuropean Property Limited Partnership (pari all'1,3% dell'investimento iniziale)

A tal proposito si segnala che il Fondo Aviva, data l'attuale congiuntura di mercato, ha deliberato la momentanea sospensione della distribuzione di dividendi, mentre i veicoli gestiti da Rockspring, ossia, German Retail Box Fund e Paneuropean Property Limited Partnership, come sopra evidenziato, dopo un periodo di sospensione, hanno riavviato la distribuzione dei proventi già nel corso dell'anno.

Il grafico sottostante espone la composizione delle attività del Fondo al 31 dicembre 2009:



FINANZIAMENTI

In relazione all'acquisizione degli immobili siti in Milano, Via Tortona, avvenuta nel corso del 2006, il Fondo si era accollato un finanziamento ipotecario, di tipo "bullet", gi  contratto dal venditore, dell'ammontare di Euro 35 milioni, a tasso variabile coperto da *swap*, messo a disposizione da AAreal Bank. Nel corso del 2008 il Fondo ha contratto un ulteriore finanziamento ipotecario, sempre di tipo "bullet", per l'importo di Euro 85 milioni, a tasso variabile coperto da *swap*, erogato da Bayerische Landesbank-Succursale di Milano.

Con riferimento al contratto di finanziamento con Bayerische Landesbank, si informa che   stato rilevato il superamento di un indicatore finanziario contrattualmente previsto. Il Contratto di finanziamento prevede l'impegno da parte del Fondo a fare s  che, a decorrere dalla data di sottoscrizione del Contratto e sino alla data di liberazione, il *loan to value* (LTV) sia inferiore al 50% e l'*interest coverage ratio* (ICR) sia superiore al 120%.

Nel caso di specie, in relazione alla diminuzione del valore di mercato degli immobili posti in pegno a favore della banca, il LTV – pari al rapporto tra il debito allocato ed il valore degli immobili al 31 dicembre 2009 – risulta più elevato di circa 2,7 punti percentuali rispetto alla soglia contrattualmente definita.

D'intesa con la Banca, il Fondo ha provveduto a costituire ipoteca su un ulteriore immobile di sua proprietà, permettendo così la diminuzione del citato rapporto e, quindi, il rispetto della soglia del 50%.

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

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, in essere al 31 dicembre 2009 per l'importo di Euro 9,5 milioni, ed in quote di una Sicav, denominata "BNP Insticash Fund", investita in strumenti finanziari del mercato monetario in Euro, con rating "Tripla A", per l'importo a fine esercizio di Euro 50,7 milioni.

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 3,9 milioni, depositata sui conti correnti accesi a condizioni di mercato presso la Banca Depositaria, BNP Securities Services – Succursale di Milano, di cui Euro 1,8 milioni su conto pignato a favore di Bayerische Landesbank ed Euro 30.413 su conto corrente acceso presso Banca Nazionale del Lavoro, Milano, liquidità momentaneamente depositata in relazione ad operatività bancaria al momento non ancora coperta dalla banca depositaria.

Inoltre concorrono a formare la liquidità disponibile Euro 1.250 costituiti da un libretto di risparmio al portatore ricevuto a titolo di deposito cauzionale ed emesso dalla Banca Antoniana Popolare Veneta.

ALTRE INFORMAZIONI

Si rileva che sono in corso alcune controversie di carattere legale i cui eventuali effetti economici negativi in capo al Fondo sono da considerarsi non rilevanti.

In ottemperanza a quanto stabilito dall'art. 5 del D.M. n. 228 del 24 maggio 1999 e a quanto previsto dal punto 6.1 del Regolamento del Fondo, nel mese di marzo 2007 si è proceduto alla richiesta di ammissione alla negoziazione dei certificati rappresentativi delle quote del Fondo sul mercato telematico 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.

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

Con BNP Paribas R.E. Advisory Italy S.p.a. è in essere un contratto per attività di Agency concernente la locazione di alcuni immobili appartenenti 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

Nel mese di febbraio 2010, in relazione alla proprietà sita in Livorno, si è proceduto alla vendita di un'unità residenziale e di due posti auto per complessivi Euro 439.000.

In data 22 febbraio 2010 la società Edil Future S.r.l. ha acquisito il ramo d'azienda esercitato nell'immobile di Ferrara, Via Roffi, già di proprietà del Fondo.

PROPOSTA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Si propone al Consiglio di Amministrazione di approvare il Rendiconto dell'esercizio 2009, chiusosi con una perdita di Euro 26.325.293, comprensiva di minusvalenze non realizzate su immobili, minusvalenze su partecipazioni e strumenti finanziari non quotati ed altri oneri per complessivi Euro 34.284.512, ed un valore complessivo netto pari a Euro 397.631.899.

per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
(Francois Benfeghou)

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31.12.2009

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 31.12.2009		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A1. PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO	659.290	0,13 %	3.939.573	0,75 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	8.922.039	1,70 %	1.912.388	0,37 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	40.957.000	7,82 %	47.074.811	9,00 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	121.795.324	23,27 %	82.613.521	15,80 %
STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A6. TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A7. TITOLI DI DEBITO	9.516.600	1,82 %	37.061.980	7,09 %
A8. PARTI DI O.I.C.R.	0	0,00 %	0	0,00 %
STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A9. MARGINI PRESSO ORGANISMI DI COMPENSAZIONE E GARANZIA	0	0,00 %	0	0,00 %
A10. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0,00 %	0	0,00 %
A11. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0,00 %	0	0,00 %
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1 . IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE	316.800.000	60,52 %	324.570.000	62,06 %
B2 . IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA	0	0,00 %	0	0,00 %
B3 . ALTRI IMMOBILI	15.900.000	3,04 %	17.800.000	3,40 %
B4 . DIRITTI REALI IMMOBILIARI	0	0,00 %	0	0,00 %
C. CREDITI				
C1 . CREDITI ACQUISTATI PER OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE	0	0,00 %	0	0,00 %
C2 . ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
D. DEPOSITI BANCARI				
D1 . A VISTA	0	0,00 %	0	0,00 %
D2 . ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
E. ALTRI BENI				
ALTRI BENI	0	0,00 %	0	0,00 %
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'				
F1 . LIQUIDITA' DISPONIBILE	3.935.850	0,75 %	5.246.766	1,00 %
F2 . LIQUIDITA' DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
F3 . LIQUIDITA' IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1 . CREDITI PER P.C.T. ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0,00 %	0	0,00 %
G2 . RATEI E RISCONTI ATTIVI	2.653.276	0,51 %	710.269	0,14 %
G3 . RISPARMI DI IMPOSTA	0	0,00 %	475.202	0,09 %
G4 . ALTRE	2.288.521	0,44 %	1.600.646	0,31 %
TOTALE ATTIVITA'	523.427.900	100,00 %	523.005.155	100,00 %

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31.12.2009

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31.12.2009	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1 . FINANZIAMENTI IPOTECARI	120.000.000	120.000.000
H2 . PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0
H3 . ALTRI	0	0
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1 . OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0
I2 . OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1 . PROVENTI DA DISTRIBUIRE	0	0
L2 . ALTRI DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1 . PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	0	0
M2 . DEBITI DI IMPOSTA	29.486	50.063
M3 . RATEI E RISCONTI PASSIVI	885.931	574.488
M4 . ALTRE	4.880.584	3.171.063
TOTALE PASSIVITA'	125.796.001	123.795.614
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	397.631.899	399.209.541
Numero delle quote in circolazione	1.514.491	1.425.702
Valore unitario delle quote	262,552	280,009
Controvalore complessivo degli importi rimborsati	0,00	0,00
Valore unitario delle quote rimborsate	0,00	0,00
Valore complessivo degli importi da richiamare	0,00	0,00
Valore unitario delle quote da richiamare	0,00	0,00
Proventi distribuiti per quota	0,00	2,40
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	0,00	0,00
Fidejussioni rilasciate a terzi	0,00	0,00
Titoli sottoscritti e in attesa di richiamo impegni	0,00	10.777.928,00

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SEZIONE REDDITUALE AL 31.12.2009

importi in Euro

	Rendiconto al 31.12.2009		Rendiconto esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1. DIVIDENDI E ALTRI PROVENTI	0		3.289.060	
A1.2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	0		0	
A1.3. PLUS/MINUSVALENZE	-4.918.388		-4.112.986	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1. INTERESSI, DIVIDENDI E ALTRI PROVENTI	5.077.946		974.781	
A2.2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	16.801		0	
A2.3. PLUS/MINUSVALENZE	-8.598.250		-632.851	
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1. INTERESSI, DIVIDENDI E ALTRI PROVENTI	985.605		1.326.304	
A3.2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	327.245		-287.056	
A3.3. PLUS/MINUSVALENZE	392.399		-139.127	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1. DI COPERTURA	-2.636.429		261.549	
A4.2. NON DI COPERTURA	0		0	
Risultato gestione strumenti finanziari		-9.353.071		679.674
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	20.073.685		16.295.373	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-24.889		34.040	
B3. PLUS/MINUSVALENZE				
B3.1. PLUS/MINUSVALENZE DA VALUTAZIONE	-17.829.129		-2.362.966	
B3.2. PLUS/MINUSVALENZE SU ACQUISTO/APPORTO	0		0	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-4.146.654		-2.996.754	
B5. AMMORTAMENTI	0		0	
B6. ICI	-858.242		-791.817	
Risultato gestione beni immobili		-2.785.229		10.177.876
C. CREDITI				
C1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI	0		0	
C2. INCREMENTI/DECREMENTI DI VALORE	0		0	
Risultato gestione crediti		0		0
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI	0		0	
E. ALTRI BENI				
E1. PROVENTI	0		0	
E2. UTILE/PERDITE DA REALIZZI	0		0	
E3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE	0		0	
Risultato gestione investimenti		-12.138.300		10.857.550

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIARE DINAMICO

SEZIONE REDDITUALE AL 31.12.2009

importi in Euro

	Rendiconto al 31.12.2009		Rendiconto esercizio precedente	
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		-12.138.300		10.857.550
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1. SU FINANZIAMENTI IPOTECARI	-2.920.400		-2.262.189	
H1.2. SU ALTRI FINANZIAMENTI	0		0	
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	0		0	
Risultato netto della gestione caratteristica		-15.058.700		8.595.361
I. ONERI DI GESTIONE				
I1. PROVVISORIE DI GESTIONE SGR	-6.089.254		-5.410.577	
I2. COMMISSIONI BANCA DEPOSITARIA	-260.056		-230.491	
I3. ONERI PER ESPERTI INDIPENDENTI	-123.681		-119.224	
I4. SPESE PUBBLICAZIONE PROSPETTI E INFORMATIVA AL PUBBLICO	-37.199		-26.831	
I5. ALTRI ONERI DI GESTIONE	-2.040.985		-1.951.943	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1. INTERESSI ATTIVI SU DISPONIBILITA' LIQUIDE	8.132		366.701	
L2. ALTRI RICAVI	554.705		258.800	
L3. ALTRI ONERI	-3.269.183		-327.871	
Risultato della gestione prima delle imposte		-26.316.221		1.153.925
M. IMPOSTE				
M1. IMPOSTA SOSTITUTIVA A CARICO DELL'ESERCIZIO	0		0	
M2. RISPARMIO D'IMPOSTA	0		0	
M3. ALTRE IMPOSTE	-9.072		-226.024	
Utile/perdita dell'esercizio		-26.325.293		927.901

FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2009

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 ATTIVITÀ.....	4
SEZIONE III – LE PASSIVITÀ.....	16
SEZIONE IV – IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	18
SEZIONE V – ALTRI DATI PATRIMONIALI	19
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	21
SEZIONE I – RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI	21
SEZIONE II – BENI IMMOBILI	22
SEZIONE VI – ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI	22
SEZIONE VII – ONERI DI GESTIONE	23
SEZIONE VIII – ALTRI RICAVI E ONERI	23
SEZIONE IX – IMPOSTE	23
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI	24

PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

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
31 dicembre 2008	€ 280,009	€ 2,40	€ 282,409
31 dicembre 2009	€ 262,552		€ 262,552

Il Fondo "Immobiliare Dinamico", costituito con deliberazione del Consiglio di Amministrazione della società in data 25 marzo 2004, ha la caratteristica di prevedere " aperture semestrali 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, entrambe al Net Asset Value.

Dal primo collocamento al 31 dicembre 2009 sono state effettuate otto aperture semestrali, due per ciascuno degli esercizi 2006, 2007, 2008 e 2009. Nel 2006 il controvalore totale delle quote sottoscritte, al netto dei rimborsi, è stato pari a Euro 92,4 milioni, nel 2007 a Euro 106,7 milioni, nel 2008 a Euro 69 milioni.

Nella prima finestra dell'esercizio 2009, relativa al periodo maggio-giugno, l'equity raccolto è risultato pari a Euro 14,6 milioni, i riscatti pari a Euro 11,7 milioni, per un controvalore netto pari a Euro 2,9 milioni. La seconda riapertura dell'anno 2009, relativa al periodo ottobre-dicembre, ha fatto registrare una raccolta per un ammontare di Euro 6,7 milioni e richieste di riscatto di quote per Euro 11,8 milioni, con un deflusso netto pari a Euro 5,1 milioni.

Il rimborso delle quote riscattate avverrà a termini di Regolamento. Il valore della quota del Fondo, che alla fine dell'esercizio 2008 era pari a Euro 280,009, è passato a Euro 269,208 al 30 giugno 2009, per attestarsi alla fine dell'esercizio 2009 a Euro 262,552.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 31 dicembre 2009 risulta pari al 1,70%.

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;
- da titoli di debito.

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.

Le partecipazioni non di controllo sono iscritte a bilancio:

- ❑ nel caso in cui le stesse detengano direttamente o indirettamente immobili per il primo anno di possesso sono valutate al costo, successivamente viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo;
- ❑ 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.

Gli strumenti finanziari di debito non quotati sono valutati al loro prezzo di sottoscrizione.

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 decreto legge 25 giugno 2008, n.112, successivamente convertito in legge dal Parlamento, ha modificato il trattamento fiscale dei partecipanti ai fondi comuni di investimento immobiliari incrementando dal 12,5 per cento al 20 per cento la ritenuta in capo ai partecipanti, ad eccezione dei soggetti non residenti, 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; con lo stesso provvedimento sono state inoltre introdotte disposizioni riguardanti i fondi d'investimento immobiliari "familiari".

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

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Le partecipazioni di controllo sono costituite da:

- "REPE ITALIA 1 SRL", società acquistata in data 4 aprile 2006, allora proprietaria di due edifici, destinati ad uso ufficio, denominati "Athena" ed "Ares", ubicati in Milano, in Via Tortona 33. Il prezzo di acquisto della partecipazione è stato pari a Euro 12.367.835.

In data 20 ottobre 2006 Repe Italia 1 srl ha ceduto al Fondo gli immobili di cui sopra.

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	€578.471	€507.522
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 31/12/2009	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Totale attività	€ 1.835.943	€ 3.238.571	€ 6.249.284
2) Partecipazioni	€ -	€ -	€ -
3) Immobili	€ -	€ -	€ -
4) Indebitamento a breve termine	€ 24.412	€ 200.866	€ 1.305.159
5) Indebitamento a medio/lungo termine	€ -	€ -	€ -
6) Patrimonio netto	€ 578.471	€ 571.585	€ 1.244.945
• capitale circolante lordo	€ 1.829.908	€ 3.187.742	€ 6.173.585
• capitale circolante netto	€ 1.805.496	€ 2.986.876	€ 4.868.426
• capitale fisso netto	€ -	€ -	€ -
• posizione finanziaria netta	€ 1.811.531	€ 3.037.705	€ 4.921.495

Dati reddituali	Ultimo esercizio 31/12/2009	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Fatturato	€ -	€ -	€ -
2) Margine operativo lordo	-€ 32.632	-€ 31.478	-€ 32.457
3) Risultato operativo	-€ 33.142	-€ 32.178	-€ 36.602
4) Saldo proventi/oneri finanziari	€ 32.905	€ 103.130	€ 116.106
5) Saldo proventi/oneri straordinari	€ 6.063	€ 13.051	-€ 12.401
6) Risultato prima delle imposte	€ 5.826	€ 84.003	€ 67.103
7) Utile (perdita) netto	€ 6.886	€ 64.063	€ 737.423
8) Ammortamenti dell'esercizio	€ -	€ -	€ -

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione, società non immobiliare, è iscritta a bilancio al patrimonio netto dell'esercizio 2009 per un valore pari ad Euro 578.471.

- "EDIL FUTURE S.r.l." società acquistata in data 18 giugno 2008, allora proprietaria di un complesso immobiliare, a destinazione commerciale, ubicato in Marcon (VE) in Via Enrico Mattei. Il prezzo di acquisto, definito in via provvisoria e pagato al momento del rogito, pari a Euro 7.523.037, è stato successivamente ridotto a Euro 7.495.037,01. Tale riduzione è dovuta al versamento da parte dei venditori di Euro 28.000 in seguito al completamento della procedura di aggiustamento del prezzo di trasferimento della partecipazione, determinato sulla base della Situazione Patrimoniale di Trasferimento, predisposta congiuntamente dalle parti con riferimento alla data di acquisto del 18 giugno 2008.

In data 10 luglio 2008 Edil Future S.r.l. ha ceduto al Fondo l'immobile di cui sopra.

In data 14 aprile 2009 è stato distribuito un dividendo di Euro 3.270.051.

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%	€ 7.495.037	€ 80.818	€ 3.382.051
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 31/12/2009	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Totale attività	€ 462.824	€ 4.023.501	€ 4.997.659
2) Partecipazioni	€ -	€ -	€ -
3) Immobili	€ -	€ -	€ 2.876.852
4) Indebitamento a breve termine	€ 306.951	€ 641.450	€ 2.434.021
5) Indebitamento a medio/lungo termine	€ -	€ -	€ -
6) Patrimonio netto	€ 80.818	€ 3.382.051	€ 2.563.637
• capitale circolante lordo	€ 129.546	€ 3.761.939	€ 1.615.376
• capitale circolante netto	-€ 177.405	€ 3.120.489	-€ 818.645
• capitale fisso netto	€ 3.000	€ 46	€ 3.007.923
• posizione finanziaria netta	€ 143.285	€ 3.380.030	-€ 444.285

Dati reddituali	Ultimo esercizio 31/12/2009	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Fatturato	€ 1.187.697	€ 1.203.703	€ 739.989
2) Margine operativo lordo	-€ 12.303	€ 359.841	€ 156.728
3) Risultato operativo	-€ 46.050	€ 121.400	-€ 86.394
4) Saldo proventi/oneri finanziari	€ 6.948	€ 104.934	€ 78.918
5) Saldo proventi/oneri straordinari	€ 17.066	€ 4.691.706	€ 4.204.049
6) Risultato prima delle imposte	-€ 22.036	€ 4.918.040	€ 4.196.573
7) Utile (perdita) netto	-€ 31.182	€ 3.370.051	€ 2.615.567
8) Ammortamenti dell'esercizio	€ -	€ 131.071	€ 138.946

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione, società non immobiliare, è iscritta a bilancio a patrimonio netto.

D) La società Edil Future Srl gestisce esclusivamente le licenze di vendita inerenti i negozi presenti presso il Parco Commerciale Valecenter di Marcon (VE).

- DIRE SARL, società di diritto lussemburghese, costituita dal Fondo il 24 novembre 2008, con il versamento di Euro 50.000 a titolo di capitale sociale. La società ha come oggetto l'acquisto, la vendita, la detenzione e la gestione di partecipazioni, anche di controllo, in società lussemburghesi o estere che, a loro volta, hanno come oggetto esclusivo l'acquisto, la vendita e la locazione, il possesso e la gestione di beni immobili e/o diritti reali di godimento su beni immobili con varie destinazioni, prevalentemente non residenziali.

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	50	100,00%	€50.000	€0	€50.000
2) Titoli di capitale senza diritto di voto					
3) Obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) Obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) Altri strumenti finanziari					

B Dati di Bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio 31/12/2009	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Totale attività	€ 34.907.004	€ 33.051.409	
2) Partecipazioni	€ 32.997.481	€ 32.997.481	
3) Immobili	€ -		
4) Indebitamento a breve termine	€ 1.796.909	€ 178.820	
5) Indebitamento a medio/lungo termine	€ 33.000.000	€ 33.000.000	
6) Patrimonio netto	€ 110.095	-€ 127.411	
• capitale circolante lordo	€ 1.908.274	€ 52.020	
• capitale circolante netto	€ 111.365	-€ 126.800	
• capitale fisso netto	€ 1.250	€ 1.909	
• posizione finanziaria netta	€ 111.365	-€ 126.800	

Dati reddituali	31/12/2009	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Fatturato	€ 1.979.808	€ -	
2) Margine operativo lordo	€ 1.853.881	-€ 12.443	
3) Risultato operativo	€ 1.853.881	-€ 12.443	
4) Saldo proventi/oneri finanziari	€ 1.757.649	€ 164.900	
5) Saldo proventi/oneri straordinari	€ 164.400		
6) Risultato prima delle imposte	€ 259.973	-€ 177.411	
7) Utile (perdita) netto	€ 237.505	-€ 177.411	
8) Ammortamenti dell'esercizio	€ 659	€ 69	

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione, società immobiliare, è iscritta a bilancio al patrimonio netto rettificato al 31/12/2009 sulla base della valutazione effettuata dall'Esperto Indipendente.

Tale valutazione ha espresso una minusvalenza di Euro 3 milioni in relazione alla diminuzione, rispetto al prezzo di carico, del valore della partecipazione del 45,18% detenuta dalla Dire Sarl nella OPCI di diritto francese "Technical Property Fund 1", veicolo che possiede indirettamente immobili siti in Francia, prevalentemente locati a Telecom France; al fine di tener conto di tale minusvalenza nella determinazione del patrimonio netto del Fondo, oltre alla svalutazione della partecipazione Dire Sarl per Euro 50.000, è stato costituito un fondo rischi per Euro 2,9 milioni.

Le partecipazioni non di controllo in capo al Fondo sono costituite da:

- EPL SAS, già denominata EP1 SAS, société par actions simplifiée di diritto francese, di cui il Fondo detiene n 638.090 quote, pari al 10% del capitale della società. La società partecipata è proprietaria, attraverso società dalla medesima controllate, di immobili per uffici ubicati in Francia, che hanno caratteristiche e destinazioni d'uso coerenti e compatibili con le politiche di investimento del Fondo. In data 31 dicembre 2009, a seguito della conversione in azioni dei bonds convertibili "OLIFRA" emessi da EPL e detenuti dal Fondo, sono state assegnate al Fondo 549.857 azioni della società emittente, tutte del valore nominale di Euro 10 cadauna; tali azioni si aggiungono alle 88.233 azioni già acquistate dal Fondo nel corso dell'esercizio 2008.

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 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	638.090	10,00%	€ 13.830.194	€ 8.922.040	€ 1.912.388

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione è iscritta a bilancio al patrimonio netto pari a Euro 8.922.040.

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		€ 40.957.000		
Parti di O.I.C.R.: - aperti amonizzati - aperti non amonizzati - chiusi	€ 37.702.224	50.506.668 € 33.586.431		
Totali: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	€ 37.702.224 7,20%	€ 125.050.100 23,89%		

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Partecipazioni di controllo	€ 0	€ 0
Partecipazioni non di controllo	€ 11.917.805	€ 0
Altri titoli di capitale		
Titoli di debito	€ 5.799.995	€ 11.917.805
Parti di O.I.C.R.	€ 55.927.974	€ 8.164.723
Totale	€ 73.645.774	€ 20.082.528

Parti di O.I.C.R.:

- In data 10 agosto 2005 il Fondo aveva sottoscritto un impegno all'acquisto di Euro 15.000.000 in quote di "German Retail Box Fund", Limited Partnership Interest non quotata, gestita dalla società Rockspring P.I.M. LTD.

Nel corso del 2009 è stato effettuato l'ultimo richiamo degli impegni, seguito dal relativo versamento, per un totale di Euro 366.904; l'investimento è stato pertanto completato. Alla fine dell'esercizio il valore delle quote risulta essere pari a Euro 12.000.000, a fronte di un richiamo di impegni complessivi di Euro 15.000.000.

- In data 18 maggio 2006 il Fondo aveva sottoscritto un impegno all'acquisto per complessivi Euro 5.000.000 di quote di "AVIVA Central European Property Fund", Fond Commun de Placement di diritto lussemburghese non quotato gestito da Morley Fund

Management. L'investimento è stato completato mediante i richiami degli impegni e relativi versamenti avvenuti nel 2007 e ultimati nel 2008. Alla fine dell'esercizio il valore delle quote risulta essere pari a Euro 3.291.666.

- In data 22 settembre 2006 il Fondo aveva sottoscritto un impegno all'acquisto di Euro 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 2009 è stato effettuato l'ultimo richiamo degli impegni, seguito dal relativo versamento, per Euro 561.071; l'investimento è stato pertanto completato.

Alla fine dell'esercizio il valore delle quote risulta essere pari a Euro 2.262.000 a fronte di un richiamo di impegni complessivo di Euro 5.000.000.

- In data 23 dicembre 2008 sono state acquistate dal fondo "Portfolio Immobiliare Crescita" 215 quote del Fondo Immobiliare Estero non quotato denominato Pan European Property Limited Partnership, gestito dalla società Rockspring P.I.M. Ltd. Tali quote sono state acquistate sulla base del "Bid Price" risultante al 30 settembre 2008, per un controvalore complessivo pari a Euro 22.638.210.

Nel corso del 2009 il fondo "Portfolio Immobiliare Crescita" ha effettuato il conguaglio a favore del Fondo pari a Euro 2.433.155, calcolato in base alla differenza rispetto al "Bid Price" risultante al 31 dicembre 2008. Alla fine dell'esercizio il valore delle quote risulta essere pari a Euro 16.032.765 a fronte di un investimento complessivo di Euro 20.205.055.

- In data 31 luglio 2008 sono state acquistate da Banca Generali S.p.A. n. 85 quote del Fondo Immobiliare Chiuso denominato "Scarlatti", gestito da Generali Immobiliare Italia SGR p.A., al prezzo di Euro 294.964,00 pro quota, pari al NAV determinato al 31 marzo 2008, per un controvalore complessivo pari a Euro 25.071.940.

Il valore delle quote al termine dell'esercizio risulta pari a Euro 24.565.436, sulla base del Nav determinato dal gestore al 31 dicembre 2009. In data 30 aprile 2009 il fondo "Scarlatti" ha effettuato un rimborso parziale di quote pari ad Euro 1.031.568; il fondo, inoltre, il 1° marzo 2009 ha distribuito al fondo "Immobiliare Dinamico" un provento pari ad Euro 688.979 ed il successivo 10 agosto un ulteriore provento pari ad Euro 1.478.212.

- In data 19 agosto 2008 sono state acquistate da Nomura International PLC n. 63 quote del Fondo Immobiliare Chiuso denominato "Fondo Umbria-Comparto Monteluce", gestito da Bnp Paribas REIM SGR p.A., per un corrispettivo totale di Euro 10.143.223. Sulla base dell'ultimo Nav conosciuto, il valore delle quote al termine dell'esercizio risulta pari ad Euro 13.136.789.

Titoli di debito:

Nell'ambito dell'operazione di investimento indiretto in immobili esteri effettuato per il tramite della suindicata partecipazione nella società EPL SAS, si segnala che in base agli accordi contrattuali si sono verificati i seguenti accadimenti:

- Il 2 ottobre 2008 il Fondo aveva acquistato n. 5.000 obbligazioni (OLIFRA), convertibili in azioni di categoria C, emesse dalla società EP1 SAS, ora denominata EPL SAS, per un importo pari a Euro 7.928.800. Nel corso del 2009, il 1° settembre 2009 è stata liberata una parte del nominale delle 5.000 obbligazioni in possesso del Fondo, per un importo totale pari a Euro 600.000.

Successivamente, in data 1° ottobre è stata liberata un ulteriore parte del nominale delle 5.000 obbligazioni, per un importo totale di Euro 850.000. Tali 5.000 obbligazioni sono state

annullate e convertite in azioni della società con un rapporto di concambio pari ad 1 azione ogni 10 Euro.

Pertanto sono state assegnate al Fondo n. 495.000 nuove azioni della società EP1 SAS, ora denominata EPL SAS, assegnate sulla base del valore nominale delle obbligazioni acquistate (Euro 4.950.000), del valore di Euro 10 cadauna.

- Nel 2008 il Fondo aveva acquistato anche 1.070 obbligazioni (OLIFRA) di nuova emissione, emesse dalla società EP1 SAS, ora denominata EPL SAS, per un importo totale di Euro 10,70, pari alla frazione di valore nominale liberata di Euro 0,01 per ciascuna obbligazione. Nel corso del 2009, in data 1° settembre 2009 è stata liberata una parte del nominale delle 1.070 obbligazioni in possesso del Fondo, per un importo totale pari a Euro 491.986.

Successivamente, in data 1° ottobre è stata liberata un'ulteriore parte del nominale delle 1.070 obbligazioni, per un importo totale di Euro 697.008. La parte non liberata, pari ad Euro 1.106.957, è stata annullata e le obbligazioni sono state convertite in azioni con rapporto di concambio pari a 1 azione ogni 2.145,76/99 euro di parte già liberata.

Pertanto, essendo la parte liberata pari ad Euro 1.189.005, sono state assegnate n. 54.857 nuove azioni della società EP1 SAS, ora denominata EPL SAS, del valore di Euro 10 cadauna.

- Il Fondo nel corso dell'esercizio 2008 aveva acquisito per un controvalore pari a Euro 4.796.000 n.10.900 obbligazioni subordinate (OLIFS) emesse dalla società EP Finance SAS, interamente controllata da EPL SAS. In data 1° settembre 2009 è stata liberata una parte del residuo nominale delle 10.900 obbligazioni in possesso del Fondo, per un importo totale pari a Euro 1.308.000.

In data 1° ottobre è stata liberata un'ulteriore parte del residuo nominale delle 10.900 obbligazioni, per un importo totale di Euro 1.853.000. Al termine dell'esercizio il valore delle 10.900 obbligazioni OLIFS è pari ad Euro 7.957.000. La parte delle obbligazioni non ancora liberata è stata annullata e quindi il restante richiamo degli impegni, pari ad Euro 2.943.000, non verrà effettuato.

Nell'ambito dell'operazione di investimento indiretto in immobili esteri effettuato per il tramite della società Dire Sarl, di cui al paragrafo "Strumenti finanziari non quotati-partecipazioni di controllo", si segnala che:

- Il Fondo, tramite la controllata lussemburghese DIRE SARL, detiene indirettamente il 45,18% delle quote della OPCI francese denominata "Technical Property Fund - 1" per un valore di carico pari ad Euro 33 milioni. La OPCI, gestita da BNP Paribas REIM Francia, ha come obiettivo la riqualificazione e/o la dismissione di immobili ubicati in Francia, prevalentemente locati a Telecom France, ad uso misto uffici e centraline telefoniche. Per finalizzare l'operazione di acquisto delle quote della OPCI, la società DIRE SARL ha emesso titoli di debito ("PECS") interamente sottoscritti dal Fondo per Euro 33 milioni.

- Il Fondo detiene n. 421.646,813 quote, per un ammontare pari a Euro 50.506.668, di Insticash Eur, comparto di una Sicav di diritto lussemburghese che investe in strumenti finanziari del mercato monetario in Euro, con rating "Tripla A",,, promosso da BNP Paribas S.A. ed in gestione presso Bnp Paribas Asset Management SGR.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Il portafoglio titoli in essere al 31 dicembre 2009 è costituito da Titoli di Stato Italiani quotati, il cui ammontare non supera il 5% delle attività del Fondo.

Emittente	Descrizione	Valore al 31/12/09	In percentuale dell'attivo
Stato Italiano	BTP 4,50%08-01/08/2018	9.516.000,00	1,82%
Totale		9.516.000,00	1,82%

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 - di altri enti pubblici - di banche - di altri	€ 9.516.600			
Titoli di capitale: - con diritto di voto - con voto limitato - altri				
Parti di O.I.C.R.: - aperti armonizzati - aperti non armonizzati - chiusi				
Totale: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	€ 9.516.600 1,82%			

RIPARTIZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI PER MERCATO DI QUOTAZIONE

	Mercato di quotazione			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli quotati	€ 9.516.600			
Titoli in attesa di quotazione				
Totale: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	€ 9.516.600 1,82%			

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Titoli di capitale		
Titoli di debito	€ 0	€ 28.404.152
Parti di O.I.C.R.		
Totale	€ 0	€ 28.404.152

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	€ 19.850.463	€ 1.363.022		€ 1.363.022	7,46%
Da oltre 1 a 3 anni	€ 120.838.389	€ 6.558.320		€ 6.558.320	35,91%
Da oltre 3 a 5 anni	€ 78.224.123	€ 5.834.756		€ 5.834.756	31,94%
Da oltre 5 a 7 anni	€ 65.120.195	€ 3.929.411		€ 3.929.411	21,51%
Da oltre 7 a 9 anni	€ 8.800.000	€ 580.000		€ 580.000	3,18%
Oltre 9 anni	€ 0	€ 0		€ 0	0,00%
A) Totale beni immobili locati	€ 292.833.170	€ 18.265.508		€ 18.265.508	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	€ 39.866.830				

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 21/04/2005 FINO AL 31/12/2009

Cespiti disinvestiti	Quantità	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo Acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Via Crispi, 50 - LIVORNO	mq 3289	24/04/06	€ 4.277.003	€ 4.850.226	dicembre-09	€ 4.802.000	€ -	€ 142.313	€ 382.684
Via Della Droma - VENEZIA	mq 572	29/05/06	€ 1.242.826	€ 1.331.523	dicembre-09	€ 1.372.000	€ -	€ 13.248	€ 115.926

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 mq	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	VIA DELLA DROMA 49 - VENEZIA	Abitazione	1968	6.581		Vendita		Famiglie	€ 12.700.000		
2	VIA DELLA DROMA 49 - VENEZIA	Posto auto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
3	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Abitazione	1960	5.248		Vendita		Famiglie	€ 3.200.000		
4	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Posto Auto coperto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
5	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Abitazione	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	Altro Uso	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
9	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Box	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
10	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Posto Auto coperto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
11	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Posto Moto Coperto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
12	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Posto Moto Scoperto	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
13	VIA FRANCESCO CRISPI 50 - LIVORNO	Ufficio	v.s	v.s		Vendita		Famiglie	v.s		
14	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	1983	10.975	€ 109	Locazione	31/01/2010	Impresa commerciale	€ 12.400.000	€ 6.232.179	
15	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2014	Impresa commerciale	v.s		
16	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/11/2015	Impresa commerciale	v.s		
17	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	14/03/2015	Impresa commerciale	v.s		
18	VIA GROSIO, 10/8 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/08/2015	Impresa commerciale	v.s		
19	VIA TORTONA, 33 - TORRE ARES - MILANO	Ufficio	1985	20.641	€ 252	Locazione	31/12/2013	Impresa commerciale	€ 29.300.000	€ 14.448.000	
20	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	1985	28.231	€ 96	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	€ 40.400.000	€ 20.552.000	
21	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/03/2010	Impresa commerciale	v.s		
22	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/05/2010	Impresa commerciale	v.s		
23	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Posto auto coperto	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/09/2010	Impresa commerciale	v.s		
24	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Altre destinazioni	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/04/2013	Impresa commerciale	v.s		
25	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	v.s		
26	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	28/02/2012	Impresa commerciale	v.s		
27	VIA TORTONA, 33 - TORRE ATHENA - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/08/2015	Impresa commerciale	v.s		
28	VIA PO 13/15 - SAN GIULIANO M.SE	Magazzino	1980	17.814	€ 60	Locazione	31/12/2012	Impresa commerciale	€ 14.800.000	€ 7.567.646	
29	VIA GALLARATE 184 - MILANO	Ufficio	1955 (*)	8.927	€ 164	Locazione	31/12/2012	Impresa commerciale	€ 17.200.000	€ 9.002.037	
30	VIA GALLARATE 184 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	14/07/2010	Impresa commerciale	v.s		
31	VIA PATECCHIO 2 - MILANO	Ufficio	1986	14.527	€ 128	Locazione	31/12/2010	Impresa commerciale	€ 12.500.000	€ 6.331.103	
32	VIA RAMUSIO 1 - MILANO	Ufficio	1986	15321	€ 110	Locazione	31/05/2011	Impresa commerciale	€ 12.100.000		
33	VIA RAMUSIO 1 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/12/2014	Impresa commerciale	v.s		

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 mq	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
34	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	1986	15.982	€ 121	Locazione	30/06/2011	Impresa commerciale	€ 11.600.000	€ 6.776.258	
35	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2016	Impresa commerciale	v.s		
36	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2012	Impresa commerciale	v.s		
37	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/03/2010	Impresa commerciale	v.s		
38	VIA DEI BERIO 91/97 - ROMA	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/08/2013	Impresa commerciale	v.s		
39	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	1986	19.995	€ 114	Locazione	30/09/2011	Impresa commerciale	€ 17.100.000	€ 8.655.804	
40	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2012	Impresa commerciale	v.s		
41	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	14/09/2010	Impresa commerciale	v.s		
42	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Magazzino	v.s	v.s	v.s	Locazione	15/10/2010	Impresa commerciale	v.s		
43	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/07/2013	Impresa commerciale	v.s		
44	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	v.s		
45	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	v.s		
46	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2013	Impresa commerciale	v.s		
47	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/01/2014	Impresa commerciale	v.s		
48	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/10/2014	Impresa commerciale	v.s		
49	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/03/2015	Impresa commerciale	v.s		
50	VIA STEPHENSON 94 - MILANO	Ufficio	v.s	v.s	v.s	Locazione	31/07/2015	Impresa commerciale	v.s		
51	VIA CASTELLANZA, 11 - MILANO	Ufficio	1993	13.047	€ 134	Locazione	14/10/2013	Impresa commerciale	€ 18.600.000	€ 9.447.192	
52	VIA DALMAZIA 90/D - BRESCIA	Negozi	1996	3.839	€ 114	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 7.000.000	€ 3.798.662	
53	VIA ROVATO, 44 - ERBUSCO	Negozi	1996	4.270	€ 119	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 7.300.000	€ 4.105.324	
54	PIAZZA BALESTRIERI - PARMA	Negozi	2004	4.301	€ 144	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 9.900.000	€ 5.228.107	
55	VIALE F. TESTI 210 - CINISELLO BALSAMO	Negozi	1996	7.032	€ 191	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 20.300.000	€ 11.163.515	
56	VIA PITTEI 84 - MILANO	Negozi	1999	4.341	€ 187	Locazione	31/10/2016	Impresa commerciale	€ 12.500.000	€ 6.692.173	
57	VIA INVERIGO 4 - MILANO	Ufficio	1962	2.112	€ 230	Locazione	17/12/2012	Impresa commerciale	€ 7.200.000		
58	LARGO TAZIO NUVOLARI 1 - MILANO	Ufficio	2001	8.443	€ 300	Locazione	17/12/2012	Impresa commerciale	€ 40.700.000		
59	VIA MATTEI 5 - MARCON	Negozi		4.380	€ 132	Locazione	31/07/2014	Impresa commerciale	€ 7.900.000		
60	VIA MATTEI 9 - MARCON	Negozi		4.725					€ 9.200.000		
61	VIA M. ROFFI - FERRARA	Negozi	2000	4.538	€ 131	Locazione	16/12/2018	Impresa commerciale	€ 8.800.000		
TOTALE									€ 332.700.000	€ 120.000.000	

II.8 Posizione netta di liquidità

- La posizione netta di liquidità è costituita per la totalità da liquidità disponibile che risulta presente per Euro 3.904.207 sui conti correnti accesi presso la Banca Depositaria, BNP Securities Services – Succursale di Milano, e per Euro 30.393 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.
- Concorrono inoltre 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 3.935.850.

II.9 Altre attività

- Ratei attivi e risconti attivi per Euro 2.653.276 relativi a:
- ratei della gestione finanziaria per Euro 167.283, dovuto a ratei su cedole Titoli di Stato in portafoglio;
 - rateo attivi per Euro 2.308.650, composti: da rateo per provento su Pan European Property Limited Partnership pari ad Euro 264.094, da rateo per interessi sui bonds Olifs emessi da EPL per Euro 289.300 e da rateo per interessi maturati su obbligazioni Pec's emesse dalla società Dire per Euro 1.755.256;
 - risconti attivi relativi alla gestione immobiliare per un totale di Euro 177.343, di cui Euro 53.793 relative al pagamento di imposte di registro su contratti di locazione, di Euro 115.716 relative al pagamento nel corso dell'esercizio delle polizze sugli immobili non di competenza e di Euro 7.834 relative al pagamento di spese condominiali degli immobili di Venezia Lido e Livorno.
-
- Altre attività, per un totale di Euro 2.288.521, sono rappresentati da:
- Crediti netti verso clienti per fatture da emettere per Euro 390.180;
 - crediti verso Bnp Paribas Reim SGR p.A. per Euro 192.899 relative a rettifica e conguaglio di commissioni di gestione;
 - crediti verso Banca Depositaria per Euro 825;
 - crediti verso clienti per Euro 1.653.450;
 - depositi cauzionali utenze per Euro 27.622;
 - anticipi a fornitori per Euro 4.102;
 - crediti diversi per Euro 7.582;
 - crediti verso la SGR per Euro 11.861 per sanzioni e interessi sul pagamento dell'imposta di registro relativa a contratti di locazione.

Sezione III – Le passività

III.1 Finanziamenti ricevuti

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	40.400.000
BAYERISCHE LANDESBANK - Filiale Italiana	Banca Italiana	€85.000.000	7	mutuo fondiario	Immobile-Milano Via Grosio 10/6	12.400.000
					Immobile-San Giuliano Milanese - Via Po, 13/15	14.800.000
					Immobile-Milano-Via Gallarate 184	17.200.000
					Immobile-Roma-Via dei Berio 91/97	11.600.000
					Immobile-Milano- Via Patecchio 2	12.500.000
					Immobile-Milano Via Stephenson 94	17.100.000
					Immobile-Milano-Via Castellanza 11	18.600.000
					Immobile-Cinisello Balsamo-V.le Fulvio Testi 210	20.300.000
					Immobile-Milano-Via Pitteri 84	12.500.000
					Immobile-Parma-Piazza Balestrieri	9.900.000
					Immobile-Brescia-Via Dalmazia-Via Orzinuovi	7.000.000
					Immobile-Erbusco-Centro Commerciale "Le Porte Franche"	7.300.000

Sono in essere contratti IRS a sola finalità di copertura della variazione dei tassi secondo i seguenti parametri:

tasso fisso del 4,04% per l'importo di Euro 35 milioni, controparte Aareal Bank;
tasso fisso del 3,79% per l'importo di Euro 45 milioni, controparte Bayerische Landesbank;
tasso fisso del 3,38% per l'importo di Euro 40 milioni, controparte Bayerische Landesbank.

Ad ogni scadenza del periodo di calcolo, il Fondo matura il diritto a ricevere gli interessi calcolati al tasso variabile sul nozionale di riferimento, assumendo l'impegno a riconoscere alla controparte il controvalore a tasso fisso; alle date di pagamento si regola il differenziale.

Con riferimento al contratto di finanziamento con Bayerische Landesbank, si informa che è stato rilevato il superamento di un indicatore finanziario contrattualmente previsto.

Il Contratto di finanziamento prevede l'impegno da parte del Fondo a fare sì che, a decorrere dalla data di sottoscrizione del Contratto e sino alla data di liberazione, il *loan to value* (LTV) e l'*interest coverage ratio* (ICR) non superino determinate soglie contrattualmente individuate. Il medesimo Contratto disciplina, altresì, l'ipotesi di mancato rispetto – alle relative date di calcolo – di dette soglie.

Nel caso di specie, in relazione alla diminuzione del valore di mercato degli immobili posti in pegno a favore della banca, il LTV – pari al rapporto tra il debito allocato ed il valore degli immobili al 31 dicembre 2009 – risulta più elevato di circa 2,7 punti percentuali rispetto alla soglia contrattualmente definita.

D'intesa con la Banca, il Fondo ha provveduto a costituire ipoteca su un ulteriore immobile di sua proprietà, sito a Milano, Largo Tazio Nuvolari.

III.5 Altre passività

- ❑ Debiti d'imposta per Euro 29.486 relativo a Iva a debito per Euro 26.660 e a ritenute d'acconto pari a Euro 2.826 di competenza del mese di dicembre 2009 e versate in data 18 gennaio 2010.
- ❑ Ratei e risconti passivi, pari a Euro 885.931 sono costituiti da costi/oneri di competenza dell'esercizio inerenti a gestione immobiliare, a interessi passivi su finanziamenti ipotecari ed a ricavi non di competenza dell'esercizio inerenti la gestione locativa;
- ❑ Altre passività per Euro 4.880.584 relative a:
 - debiti verso fornitori per Euro 132.002;
 - fatture da ricevere per forniture di competenza dell'esercizio per Euro 1.005.295;
 - debiti verso la SGR per Euro 278.018;
 - debiti verso la Banca depositaria per Euro 29.706;
 - debiti verso il Fondo "Comune di Milano I" per Euro 608 dovuto ad errata imputazione;
 - debiti per caparre e acconti su preliminari relativi alla vendita di unità immobiliari del cespite sito a Livorno e a Venezia Lido per Euro 145.000;
 - depositi cauzionali contanti e relativi interessi maturati al termine dell'esercizio per complessivi Euro 111.280;
 - debiti v/clienti fatture da emettere per Euro 238.680 relativi a nota di credito emessa alla società ARES S.a.s;
 - depositi cauzionali libretti Euro 1.250;
 - Accantonamento al Fondo Rischi e Oneri relativo alla minusvalenza emersa dalla valutazione degli Esperti Indipendenti effettuata sulla società immobiliare controllata Dire Sarl per Euro 2.938.745.

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	5.642
Rubrica 2520 Servizio Italia	Roma	340
Rubrica 1473 Servizio Italia	Roma	340
Rubrica 1656 Servizio Italia	Roma	180
Rubrica 1722 Servizio Italia	Roma	120
Rubrica 1866 Servizio Italia	Roma	970
Rubrica 1744 Servizio Italia	Roma	45
Rubrica 1745 Servizio Italia	Roma	45
Rubrica 1748 Servizio Italia	Roma	170
Rubrica 1767 Servizio Italia	Roma	138
Rubrica 1776 Servizio Italia	Roma	800
Rubrica 1905 Servizio Italia	Roma	355
Rubrica 2042 Servizio Italia	Roma	346
Rubrica 2504 Servizio Italia	Roma	180
Rubrica 2505 Servizio Italia	Roma	170
Rubrica 2524 Servizio Italia	Roma	180
Rubrica 2525 Servizio Italia	Roma	160
Rubrica 1865 Servizio Italia	Roma	175
BNP Paribas Asset Management SGR	Milano	1.669
BNP Paribas REIM SGR p.A.	Milano	26.103

Le quote detenute dalla BNP Paribas Reim SGR p.A. attualmente ammontano a 21.044 (n.10.456 relativa al collocamento iniziale e n.10.588 relative alle finestre successive), sottoscritte ai sensi del Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005, e n. 5.059 (n. 1.070 relative al collocamento iniziale e n. 3.989 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 21/04/2005 FINO AL 31/12/2009	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse x prezzo emissione)	130.700.000	29,28%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONE 1° FINESTRA 2006 (quote emesse x prezzo di emissione)	55.212.310	12,37%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONI ANNO 2007 (quote emesse x prezzo di emissione)	99.774.003	22,35%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONI ANNO 2008 (quote emesse x prezzo di emissione)	112.996.339	25,31%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONI ANNO 2009 (quote emesse x prezzo di emissione)	47.692.663	10,68%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	446.375.315	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-7.762.644	-1,74%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	11.457.808	2,57%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	34.415.619	7,71%
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	-7.206.474	-1,61%
I. Oneri di gestione complessivi	-26.579.273	-5,95%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	-1.767.369	-0,40%
M. Imposte complessive	-239.153	-0,05%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATE	-44.646.218	-10,00%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-6.415.712	-1,44%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	-48.743.416	-10,92%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31 DICEMBRE 2009	397.631.899	89,08%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	0,00%
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO		1,70%

Bilancio al 31 dicembre 2009

Nota integrativa

18

Sezione V – Altri dati patrimoniali

V.2 Attività nei confronti della Capogruppo della SGR

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

- ❑ strumenti finanziari non quotati in essere al 31 dicembre 2009 per Euro 50.506.668, costituiti da quote di O.I.C.R di diritto lussemburghese in gestione presso Bnp Paribas Asset Management SGR.
- ❑ depositi bancari in conto corrente in essere al 31 dicembre 2009, presso Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. per Euro 30.393 e presso BNP Paribas Securities Services per Euro 3.904.296;
- ❑ Debiti per Euro 27.717 relativi a commissioni di competenza dell'esercizio maturate e non liquidate nei confronti di BNP Paribas Securities Services nella sua qualità di Banca Depositaria.
- ❑ Debiti per Euro 76.799 verso Bnp Paribas Real Estate Property Management Italy S.r.l. relativi a fatture ricevute per il servizio di Property Management e ancora da liquidare.

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	€ 16.726	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 8.363	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 33.439	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 40.000	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
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 2.442.950	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 128.106	Fidejussione per canoni
San Giuliano M.se - Via Po 13/15	impresa commerciale	€ 250.000	Fidejussione per canoni
San Giuliano M.se - Via Po 13/15	impresa commerciale	€ 441.635	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	€ 12.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Gallarate 184	impresa commerciale	€ 25.750	Fidejussione per canoni
Milano - Via Patecchio 2	impresa commerciale	€ 215.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Ramusio 1	impresa commerciale	€ 72.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Ramusio 1	impresa commerciale	€ 16.375	Fidejussione per canoni
Milano - Via Ramusio 1	impresa commerciale	€ 76.075	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 16.950	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 18.025	Fidejussione per canoni
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 2.789	Deposito cauzionale contante
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 9.451	Deposito cauzionale contante
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 2.789	Deposito cauzionale contante
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 13.273	Deposito cauzionale contante
Roma - Via Dei Berio 91/97	impresa commerciale	€ 49.580	Deposito cauzionale contante
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 9.000	Deposito cauzionale contante
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 21.158	Deposito cauzionale contante
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 35.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 19.691	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 13.411	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	€ 20.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Stephenson 94	impresa commerciale	€ 20.750	Fidejussione per canoni
Milano - Via Castellanza 11	impresa commerciale	€ 287.500	Fidejussione per canoni
Venezia - Via Della Droma	persona fisica	€ 1.250	Libretto di deposito
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	€ 194.729	Fidejussione per canoni
Cinisello Balsamo - V.le Fulvio Testi 210	impresa commerciale	€ 24.532	Fidejussione per canoni
Milano - Via Inverigo 4/6	Impresa assicurativa	€ 348.750	Fidejussione per canoni
Milano - Largo Tazio Nuvolari	Impresa assicurativa	€ 1.950.000	Fidejussione per canoni
Edil Future Srl	persona fisica	€ 32.500	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Edil Future Srl	persona fisica	€ 260.000	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Edil Future Srl	persona fisica	€ 65.000	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Edil Future Srl	persona fisica	€ 32.500	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Edil Future Srl	impresa commerciale	€ 910.000	Fidejussione per garanzia acquisizione società
Totale		€ 9.497.520	

V.6 Ipoteche su Beni Immobili

In seguito all'acquisto, nel corso dell'esercizio 2006, degli immobili dalla società Repe Italia 1 Srl, il Fondo si è accollato il relativo finanziamento (Euro 35 milioni), per il quale era stato previsto il rilascio di ipoteche sugli immobili stessi, ubicati a Milano, Via Tortona, 33, per complessivi Euro 81.8 milioni a favore di Aareal Bank Ag – Filiale di Milano.

Il 5 agosto 2008 è stato firmato un contratto di finanziamento ipotecario concesso da Bayerische Landesbank-Milano per l'ammontare massimo di Euro 85 milioni, allo scopo di

finanziare le attività di investimento in corso che, in conformità al Regolamento del Fondo, hanno anche compreso l'acquisto di partecipazioni.

A garanzia di tale finanziamento sono state rilasciate ipoteche per un totale di Euro 170 milioni, così suddivise tra i diversi immobili del Fondo:

Immobile	Importo	Beneficiario
Milano - Via Grosio 10/8	€ 12.464.360	Bayerische Landesbank
San Giuliano M.se - Via Po 13/15	€ 15.135.292	Bayerische Landesbank
Milano - Via Gallarate 184	€ 18.004.074	Bayerische Landesbank
Milano - Via Patecchio 2	€ 12.662.206	Bayerische Landesbank
Roma - Via Dei Berio 91/97	€ 13.552.516	Bayerische Landesbank
Milano - Via Stephenson 94	€ 17.311.608	Bayerische Landesbank
Milano - Via Castellanza 11	€ 18.894.384	Bayerische Landesbank
Cinisello Balsamo - V.le Fulvio Testi 210	€ 22.327.030	Bayerische Landesbank
Milano - Via Pitteri 84	€ 13.384.346	Bayerische Landesbank
Pama - P.zza Arturo Balestrieri	€ 10.456.212	Bayerische Landesbank
Brescia - Via Dalmazia 90/D	€ 7.597.324	Bayerische Landesbank
Erbusco- Via Rovato 44	€ 8.210.648	Bayerische Landesbank
Milano - Via Tortona 11	€ 81.800.000	Aareal Bank
Totale	€ 251.800.000	

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

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/ Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo	€ -		-€ 10.233	
2. non di controllo			-€ 4.908.155	
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.	€ 16.801		-€ 8.598.250	
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito	€ 327.245		€ 392.399	
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	-€	2.636.429		
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		€ 18.063.813			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi		€ 2.009.872			
2. Utile/perdita da realizzazioni					
2.1 beni immobili	-€ 24.889				
2.2 diritti reali immobiliari					
3. Plusvalenze/minusvalenze					
3.1 beni immobili	-€ 1.181.551	-€ 16.647.578			
3.2 diritti reali immobiliari					
4. Oneri per la gestione di beni immobili	-€ 129.832	-€ 4.016.822			
5. Ammortamenti					

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

VI.3 Interessi passivi su finanziamenti ricevuti

□ La voce, pari a Euro 2.920.400, è costituita da:

- da interessi passivi di competenza dell'esercizio sul prestito ipotecario concesso da Aareal Bank Ag, Filiale di Milano, per Euro 866.425;
- da interessi passivi di competenza dell'esercizio sul prestito ipotecario concesso da Bayerische Landesbank, Filiale di Milano, per Euro 2.053.975.

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	6.089	1,52%	1,16%					
provvigioni di base	6.089	1,52%	1,16%					
provvigioni di incentivo	-	0,00%	0,00%					
2. TER degli OICR in cui il fondo investe								
3. Compenso della banca depositaria	260	0,06%	0,05%		260	0,06%	0,05%	
- di cui eventuale compenso per il calcolo del valore della quota								
4. Spese di revisione del fondo	17	0,00%						
5. Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	142	0,04%	0,03%					
6. Compenso spettante agli esperti indipendenti	124	0,03%	0,02%					
7. Oneri di gestione degli immobili	4.581	1,14%	0,88%		112	0,03%	0,02%	
8. Spese legali e giudiziarie	-	0,00%						
9. Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	37	0,01%						
10. Altri oneri gravanti sul fondo	626	0,16%			2	0,00%		
- di cui contributo consob	-	0,00%						
- di cui spese per specialist	-	0,00%						
- di cui oneri per la quotazione	-	0,00%						
- di cui spese di advisory asset management	-	0,00%						
- di cui spese per consulenze fiscali	91	0,02%						
- di cui spese per istruttoria finanziamenti	75	0,02%						
- di cui altre consulenze	196	0,05%						
- di cui commissioni rating	-	0,00%						
- di cui altre spese amministrative	264	0,07%			2	0,00%		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	11.877	2,96%			374	0,09%		
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	5.557			4,63%				
13. Oneri fiscali di pertinenza del fondo	9	0,00%						
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	17.443	4,35%			374	0,09%		

Sezione VIII – Altri ricavi e oneri

La voce è così composta:

- Interessi attivi pari ad Euro 8.132, relativi ai depositi sui c/c intestati al Fondo Immobiliare Dinamico, intrattenuti sia presso la Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. che presso BNP Paribas Securities Services;
- Altri ricavi pari a Euro 554.705: di cui
 - commissioni di uscita per il rimborso delle quote relative alle finestre dell'esercizio 2009, per Euro 229.453; ;
 - sopravvenienze attive per Euro 325.245;
 - arrotondamenti e abbuoni attivi per Euro 7.
- Altri oneri pari a Euro 3.269.183 di cui:
 - sopravvenienze passive per Euro 328.507, di cui Euro 66.351 relative a svalutazione crediti;
 - commissioni bancarie per Euro 1.671;
 - interessi passivi sui c/c per Euro 33;
 - arrotondamenti e abbuoni passivi per Euro 3;
 - interessi per ritardato pagamento e sanzioni e multe per 224;
 - Accantonamento Fondo Rischi ed Oneri per svalutazione Dire Sarl per Euro 2.938.745.

Sezione IX – Imposte

La voce pari a Euro 9.072 è costituita da:

- Imposta su pubblicità Comune di Milano e tassa su rifiuti solidi urbani per Euro 9.072;

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

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

In relazione agli acquisti effettuati nel corso dell'esercizio 2009, si informa che le controparti venditrici sono le seguenti:

- Tresor S.p.A. per il complesso immobiliare ad uso commerciale sito nel comune di Ferrara (FE), in via M. Roffi n. 6;

Nel mese di febbraio 2010 il Fondo ha effettuato a favore della controllata Edil Future S.r.l. un versamento infruttifero in conto aumento di capitale per l'importo di Euro 131.250, al fine di consentire a quest'ultima l'acquisto del ramo di azienda dalla società Tresor S.p.A.

Il presente documento è composto da 46 (quarantasei) pagine
BNP Paribas REIM SGR p.A.
L'Amministratore Delegato
(Michele Cibrario)

**Fondo comune di investimento
Immobiliare chiuso
IMMOBILIARE DINAMICO**

Rendiconto annuale della gestione al 31 dicembre 2009

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

BNP Paribas REIM S.G.R. p.A.

Rendiconto annuale della gestione al 31 dicembre 2009

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

Data di emissione rapporto	: 8 marzo 2010
Numero rapporto	: CCN/cpt – Rap. 107/10

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 156 e dell'art. 9 del D.Lgs. 24/2/98, 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, situazione reddituale e nota integrativa) del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso IMMOBILIARE DINAMICO per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato da Banca d'Italia il 14 aprile 2005 compete agli amministratori della BNP Paribas REIM SGR 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 contenuti 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 rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla normativa specifica, si fa riferimento alla nostra relazione emessa in data 9 marzo 2009.

3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso IMMOBILIARE DINAMICO al 31 dicembre 2009 è conforme al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato da Banca d'Italia il 14 aprile 2005 che ne disciplina 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 fondo per l'esercizio chiuso a tale data.
4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori in conformità a quanto previsto dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 compete agli amministratori della BNP Paribas REIM SGR p.A.. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dall'art. 156, comma 4-bis, lettera d) del D.Lgs. 58/98. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n. 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso IMMOBILIARE DINAMICO per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009.

Milano, 8 marzo 2010

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



MAZARS

CORSO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO
TEL: +39 02 58 20 10 - FAX: +39 02 58 20 14 03 - www.mazars.it

SPA - CAPITALE SOCIALE DELIBERATO € 3.000.000,00 - SOTTOSCRITTO € 2.803.000,00, VERSATO € 2.612.500,00 - SEDE LEGALE: C.so di PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO

REA N. 1059307 - REG. IMP. MILANO E COD. FISC. N. 01507630489 - P. IVA 05902570158 - AUTORIZZATA AI SENSI DI L. 1966/39 - REGISTRO DEI REVISORI CONTABILI GU 60/1997
ALBO SPECIALE DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE CON DELIBERA CONSOB N° 10829 DEL 18/07/1997
UFFICI IN ITALIA: BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO

Praxity
MEMBER
OF THE
EUROPEAN ASSOCIATION OF
INDEPENDENT CERTIFIERS