

**FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"
NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2006**

Andamento del valore della quota di partecipazione

Il Fondo "Immobiliare Dinamico", istituito con deliberazione del Consiglio di Amministrazione della società in data 25 marzo 2004 e primo fondo semi-aperto offerto sul mercato italiano dei fondi immobiliari, venne collocato sul mercato retail tra il 16 novembre 2004 ed il 31 marzo 2005 per il tramite degli sportelli della Banca Nazionale del Lavoro, nonché delle reti dei promotori di Simgest, Banca della Rete e Ifigest.

Il patrimonio raccolto, compresa la quota di pertinenza della SGR, risultò pari a 130,7 milioni di Euro; vennero sottoscritte da parte di oltre 9.000 investitori 522.800 quote, ciascuna del valore nominale di Euro 250.

Il richiamo degli impegni avvenne il 20 aprile 2005, data di inizio di operatività del Fondo.

Al 31 dicembre 2005 il valore complessivo netto del Fondo si era incrementato a Euro 133.141.033; il valore unitario delle quote era quindi pari a Euro 254,669.

Al termine del 1° semestre 2006, il valore complessivo netto del Fondo si incrementato a Euro 138.981.204, corrispondente ad un valore unitario delle quote pari a Euro 265,840 (Euro 254,669 al 31 dicembre 2005).

L'incremento del valore della quota registrato nel 1° semestre del 2006 è stato pari al 4,39 %, mentre sale al 6,41% rispetto al valore della quota al 30 giugno 2005.

Andamento del mercato immobiliare

Il primo semestre del 2006 registra un ulteriore aumento del mercato immobiliare (+3/3,5%, equivalente a +6/7% su base annuale),¹ confermando la persistenza dell'andamento positivo degli ultimi anni. Occorre tuttavia osservare che si conferma anche il trend di rallentamento nella crescita, ormai in atto da circa due anni, con un mercato che sembra cercare un nuovo equilibrio.

Il dato previsionale degli ultimi mesi del 2005 indicava un rallentamento per alcune aree geografiche, fenomeno che invece non si è verificato nel primo semestre se non per pochi mercati. Il *soft landing* del settore è stato infatti accompagnato da un moderato aumento nei tassi di interesse che ha evitato il verificarsi di riduzioni nei valori di mercato. Inoltre, secondo le prime indicazioni di Nomisma, il mercato si mostra ottimista sulla possibilità di un aumento nei canoni di locazione favoriti da segnali di ripresa dell'economia: secondo il Servizio Studi BNL è attesa per l'anno in corso una crescita del PIL del 1,2% per l'Italia e del 2%² per l'Area Euro.

Per quanto riguarda il mercato primario, l'indagine dell'ANCE di marzo indica che il settore delle costruzioni, nonostante un quadro economico e congiunturale non particolarmente

¹ Nomisma, Il Rapporto sul Mercato Immobiliare, Luglio 2006

² Servizio Studi BNL, Focus, n°27, 12 Luglio 2006

favorevole nel 2005, ha mostrato segnali di rafforzamento, con un tasso di crescita reale dello 0,5% sull'anno precedente. Il comparto trainante rimane il residenziale, a fronte di una lieve contrazione negli altri comparti e nelle opere pubbliche, soprattutto per la riduzione della domanda da parte della Pubblica Amministrazione.

Nel mercato immobiliare, analizzando nel dettaglio i singoli comparti, emerge come il residenziale mostri una tenuta nella domanda, con mantenimento nelle tempistiche di vendita ed un leggero aumento delle quotazioni; si registrano tuttavia alcune riduzioni nei valori per certe aree e nei valori dei canoni di locazione.

Il comparto terziario si è mostrato complessivamente stazionario, con un aumento nei prezzi di compravendita del 3,1% (superiore rispetto all'incremento del 2,7% nel semestre precedente)³, ma con una sostanziale stabilità sul fronte delle locazioni; sul piano dei tempi di conclusione dei contratti non si registrano significative variazioni. In particolare Milano e Roma si confermano come le città con la maggiore capacità di attirare utilizzatori.

Nei primi mesi del 2006 il mercato milanese conferma un assorbimento di spazio in linea con l'anno precedente (circa 73.000 mq)⁴: la maggior parte dei contratti riguardano immobili in posizioni centrali e semicentrali, con prevalenza di assorbimento di immobili di grado A (70% del totale), principalmente nei settori dei media, industriale e bancario. Si è tuttavia registrato un ulteriore incremento del *vacancy rate* (dall'8,2% del 2005 all'8,6%)⁵, seppur l'offerta di immobili di qualità rimanga limitata. Sull'arco dei prossimi 5-7 anni il potenziale di sviluppo di nuove operazioni è molto elevato e comprende progetti di grandi dimensioni in varie aree del mercato: si prevede la disponibilità di nuove superfici per circa mq. 170.000 nel 2006⁶. Il canone massimo di locazione è rimasto stabile (Euro 500/mq/anno) e considerando l'assenza di nuovo prodotto nel centro, non si prevede un sostanziale incremento nel breve-medio termine, mentre le nuove consegne di immobili di qualità potrebbero incrementare il valore in alcune zone periferiche del mercato.

Il mercato degli uffici di Roma presenta un primo semestre positivo, con un aumento dell'assorbimento (40.000 mq nei primi tre mesi)⁷ principalmente dovuto al settore della Pubblica Amministrazione, dei servizi e dell'*information technology*. I canoni massimi di locazione sono rimasti stabili, con un rafforzamento nella richiesta di spazi che soddisfano le norme di qualità internazionali, soprattutto nelle zone centrali: in leggero aumento il *vacancy rate* (dal 4% al 4,3%) a causa della nuova offerta (mq. 16.000 circa)⁸.

Il comparto commerciale presenta valori ancora in aumento (vendita +3,2% e locazione +2%; fonte: *Largo Consumo*)⁹, in presenza di una domanda costantemente superiore all'offerta, con tempi di vendita e locazione invariati; i rendimenti sono stabili e l'opinione degli operatori è per il mantenimento dell'attuale situazione. In particolare, il sud Italia mostra segnali di crescita e presenta ancora un forte potenziale considerato il rapporto abitanti/strutture commerciali al di sotto della media nazionale, che pur permane inferiore alla media europea.

Gli investimenti immobiliari

³ Nomisma, Il Rapporto sul Mercato Immobiliare, Luglio 2006

⁴ Jones Lang Lasalle, Milan Market Update, 1° Trimestre 2006

⁵ Jones Lang Lasalle, Milan Market Update, 1° Trimestre 2006

⁶ Jones Lang Lasalle, Milan Market Update, 1° Trimestre 2006

⁷ Jones Lang Lasalle, Rome Market Update, 1° Trimestre 2006

⁸ Jones Lang Lasalle, Rome Market Update, 1° Trimestre 2006

⁹ Nomisma, Il Rapporto sul Mercato Immobiliare, Luglio 2006

Il Fondo, che 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, ha perfezionato, nel corso del primo semestre 2006, alcune operazioni di investimento nel settore residenziale e terziario che hanno permesso (con le operazioni perfezionate nel corso dell'esercizio 2005) di investire/impegnare gran parte della liquidità raccolta in sede di primo collocamento.

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

- in data 24 aprile 2006 è stato stipulato un contratto di acquisto di un immobile ad uso residenziale sito in Livorno, alla via Francesco Crispi, in corso di ristrutturazione. Il prezzo di acquisto complessivo, al netto dell'IVA, è pari ad Euro 5.000.000,00 (cinquemilioni/00). L'immobile, di circa mq. 5.250 di superficie lorda, risale agli anni '60 ed era precedentemente adibito a scuola. A seguito dell'intervento edilizio, attualmente in corso di svolgimento direttamente da parte del Venditore (la società I.Ar.I.Co. S.r.l.), e che si prevede di ultimare entro la fine del 2007, con un esborso complessivo pari a Euro 2.000.000,00 (duemilioni/00), verranno realizzate 38 unità abitative e relativi posti auto. Si prevede di vendere direttamente sul mercato tali unità abitative, senza procedere alla loro locazione. A tale riguardo, nel corso del primo semestre 2006 sono già stati effettuati interventi pari a Euro 600.000 (seicentomila/00), rispetto ai complessivi Euro 2.000.000,00 previsti;
- in data 29 maggio 2006 è stato stipulato un contratto di acquisto dalla società Immobiliare S. Trovaso, Venezia, di un immobile ad uso residenziale sito in Venezia Lido, in via della Droma 49. Il prezzo di acquisto complessivo, al netto dell'IVA, è pari ad Euro 7.300.000,00 (settemilioneitrecentomila/00). L'immobile, di circa mq. 4.000 di superficie lorda, era precedentemente adibito a convento, attualmente non è utilizzato e verrà parzialmente demolito e ricostruito. A seguito dell'intervento edilizio, svolto direttamente dal Venditore e che si prevede di ultimare entro la fine del 2008, con un esborso complessivo pari a Euro 7.000.000,00 (settemilioni/00), verranno realizzate 45 unità abitative e relativi posti auto. Si prevede di vendere direttamente sul mercato tali unità abitative, senza procedere alla loro locazione.

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

- in data 4 aprile 2006 è stato stipulato un contratto per l'acquisto dell'intero capitale sociale di Repe Italia 1 S.r.l., società immobiliare proprietaria di due edifici, destinati ad uso ufficio, denominati "Athena" ed "Ares", ubicati in Milano, alla via Tortona n. 33. Il prezzo di acquisto della partecipazione è stato pari ad Euro 12.356.546,00 (dodicimilioneitrecentocinquantaseimilacinquecentoquarantasei/00). Il valore di carico degli immobili di proprietà della Repe Italia 1 S.r.l. è pari ad Euro 60.100.000,00 (sessantamilioncentomila/00) e gli stessi sono interamente locati a conduttori di primaria importanza;
- in data 27 aprile 2006 è stato stipulato il contratto definitivo di acquisto dalla società Gestioni Mobiliari ed Immobiliari SpA, facente capo a Eurotecnica Engineers and Contractors Spa, dell'immobile ad uso direzionale sito in Milano, alla via Grosio 10/8, in relazione al quale in data 29 dicembre 2005 era stato stipulato un contratto preliminare. L'immobile, realizzato all'inizio degli anni '80, è attualmente locato a sei conduttori di primaria importanza, che ne utilizzano tutte le superfici, e l'investimento complessivo, al netto dell'IVA, è stato pari ad Euro 9.250.000,00 (novemilioneiduecentocinquantamila/00), per circa mq. 6.300 di superficie commerciale.

È inoltre proseguita l'attività di investimento in quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (parti di O.i.c.r.), che ha portato alla sottoscrizione, in data 30 giugno 2006, dell'accordo per la sottoscrizione delle quote di "AVIVA Central European Property Fund" (Fond Commun de Placement di diritto lussemburghese), per Euro 5.000.000,00 (cinquemilioni/00), gestito da Morley Fund Management (società appartenente al gruppo AVIVA).

Il Fondo è attivo nei principali Stati dell'Europa dell'Est (in particolare Repubblica Ceca, Ungheria e Polonia) ed ha quale prevalente obiettivo di investimento gli immobili a reddito (uffici, centri logistici e centri commerciali).

Il richiamo degli impegni è direttamente legato all'individuazione di nuove opportunità di investimento, che si prevede verranno perfezionate nel corso dei prossimi mesi.

È inoltre proseguita anche l'attività di richiamo degli impegni della Limited Partnership denominata "German Retail Box Fund", conformemente al contratto stipulato il 16 agosto 2005: durante il primo semestre 2006 sono stati complessivamente versati importi pari ad Euro 900.305,00 (novecentomilatrecentocinque/00). L'ammontare complessivamente investito dal Fondo nella menzionata Limited Partnership è, pertanto, pari ad Euro 6.198.401,00 (seimilionicentonovantottomilaquattrocentouno/00), rispetto a complessivi Euro 15.000.000,00 impegnati.

Le quote del fondo immobiliare italiano denominato "FIP - Fondo Immobili Pubblici", gestito da Investire Immobiliare Sgr p.A. si sono rivalutate al 31 dicembre 2005 del 5,8% rispetto alla data di acquisto (Euro 134.362,449,00 rispetto ad un prezzo di acquisto pari a Euro 127.000); il Fondo ha inoltre incassato nel corso del primo semestre 2006 il provento di competenza del secondo semestre 2005, per complessivi Euro 1.187.550,00.

L'effetto economico dell'incasso dei proventi è stato peraltro stornato, in quanto già ricompreso nel valore di NAV al 31 dicembre 2005 al quale sono state valorizzate le quote detenute dal Fondo.

Al 30 giugno 2006 il portafoglio degli immobili in capo al Fondo, direttamente o per il tramite di società controllate, comprende i seguenti cespiti:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo di acquisto Euro	Valore di mercato al 30/06/2006 Euro	Increment. Valore (%)	Conduttore principale
04/4/2006	Uffici (Ares e Athena) ¹⁰	Milano, Via Tortona 33	43.000	60.100.000	60.700.000	1,00%	UniCredit
24/4/2006	Residenziale ¹¹	Livorno, via Francesco Crispi 50	5.250	5.000.000	6.100.000	22,0%	Immobile in ristrutturazione, non locato
27/4/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	6.300	9.250.000	11.300.000	22,16%	SEAT Pagine Gialle
29/5/2006	Residenziale ¹²	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.500	7.300.000	9.300.000	27,40%	Immobile in ristrutturazione, non locato
TOTALI			58.050	81.650.000	87.400.000	7,04%	

¹⁰ Immobile di proprietà della società REPE Italia 1 S.r.l., interamente controllata dal Fondo.

¹¹ Gli importi e le percentuali contrassegnate non comprendono le spese per l'attività di ristrutturazione e valorizzazione di cui sopra.

¹² Gli importi e le percentuali contrassegnate non comprendono le spese per l'attività di ristrutturazione e valorizzazione di cui sopra.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti, REAG-Real Estate Advisory Group Srl, gli immobili direttamente o indirettamente posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a Euro 87,4 milioni, con un incremento del 7,04% rispetto al loro costo storico; le proprietà immobiliari facenti capo alla società controllata REPE Italia 1 Srl (uffici “Ares” e “Athena” sono state complessivamente valutate Euro 60,7 milioni (+1% rispetto al loro costo storico).

Le plusvalenze non realizzate su immobili e partecipazioni in società immobiliari contabilizzate nel semestre ammontano complessivamente a Euro 5,9 milioni.

Al 30 giugno 2006 il portafoglio delle quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (parti di O.i.c.r.) e di Limited Partnership comprende:

Data acquisto	Nome	Tipologia di O.i.c.r.	Tipologia di sottoscrittore	Impegni complessivi (in euro)	Prezzo di acquisto (in euro)	Politica di investimento del Fondo
25 luglio	FIP - Fondo Immobili Pubblici	Fondo Immobiliare chiuso di diritto italiano	Investitori qualificati	25.781.000	25.781.000	Fondo costituito con l'apporto di un patrimonio immobiliare locato alla Pubblica Amministrazione italiana
16 agosto ¹³	German Retail Box Fund	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	15.000.000	6.198.401	Strutture commerciali in Germania
30 giugno ¹⁴	AVIVA Central European Property Fund	Fond Commun de Placement	Investitori qualificati	5.000.000	-	Immobili a reddito, prevalentemente commerciali e uso uffici, nell'Europa dell'Est
Totale				45.781.000	31.979.401	

Gestione mobiliare

Come indicato nel Prospetto Informativo, la gestione della liquidità è stata delegata a BNL Gestioni SGR.

Al 30 giugno 2006 la liquidità del Fondo, temporaneamente depositata sul conto corrente acceso presso Banca Depositaria, ammonta a Euro 0,9 milioni.

Alla stessa data gli investimenti in strumenti finanziari quotati risultano pari a Euro 56,9 milioni e sono rappresentati da titoli di debito denominati in Euro emessi dallo Stato italiano.

¹³ Il 16 Agosto 2005 è stato sottoscritto il contratto finalizzato a regolamentare l'acquisto delle quote dell'O.i.c.r., che al 30 giugno 2006 ha richiamato Euro 6.198.401 (rispetto a complessivi Euro 15.000.000 impegnati). Si segnala a tale riguardo che il richiamo degli impegni è direttamente legato all'individuazione delle opportunità di investimento.

¹⁴ Il richiamo degli impegni è direttamente legato all'individuazione delle opportunità di investimento. Si prevede che Il gestore del Fondo provvederà ad effettuare il primo richiamo entro il mese di luglio 2006.

Altre informazioni

I crediti IVA vantati dal Fondo ammontano, alla data, a Euro 1,5 milioni e sono riferibili agli investimenti immobiliari effettuati nel 1° semestre 2006; si stima che tale importo possa essere portato a compensazione nel corso del corrente esercizio.

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

* * * * *

In data 4 luglio 2006 è stato introdotto con il Decreto Legge n. 223 un nuovo regime IVA per il settore immobiliare.

Il citato decreto legge prevede, in particolare, l'introduzione dell'imposta di registro sulle compravendite immobiliari e l'esenzione dall'IVA dei canoni di locazione.

Conseguentemente si verificherebbe l'obbligo per i Fondi di rimborsare all'Erario l'IVA detratta sulle acquisizioni immobiliari e sui costi capitalizzati per un ammontare da calcolarsi in decimi (o, rispettivamente, in quinti) proporzionali agli anni trascorsi dal momento dell'investimento; inoltre l'IVA sugli acquisti di beni e servizi effettuati dai fondi risulterebbe indetraibile.

La Società ha in corso tutte le opportune verifiche per misurare gli effetti del provvedimento sul rendimento del Fondo.

La nuova normativa, la cui efficacia decorre dalla data sopra citata, potrebbe peraltro subire in sede di conversione importanti emendamenti.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL *30 giugno 2006*

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30 giugno 2006		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	€ 13.798.000	9,84%	€ 0	
A2. Partecipazioni non di controllo	€ 0		€ 0	
A3. Altri titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A4. Titoli di debito	€ 0		€ 0	
A5. Parti di O.I.C.R.	€ 32.286.428	23,03%	€ 32.573.673	24,36%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 56.895.869	40,59%	€ 99.442.400	74,37%
A8. Parti di O.I.C.R.	€ 0		€ 0	
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	€ 0		€ 0	
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0		€ 0	
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0		€ 0	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. Immobili dati in locazione	€ 11.300.000	8,06%	€ 0	
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 15.400.000	10,99%	€ 0	
B4. Diritti reali immobiliari	€ 0		€ 0	
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	€ 0		€ 0	
C2. Altri	€ 0		€ 0	
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista	€ 0		€ 0	
D2. Altri	€ 0		€ 0	
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'				
F1. Liquidità disponibile	€ 868.472	0,62%	€ 1.088.560	0,81%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	€ 0		€ 0	
G2. Ratei e risconti attivi	€ 496.670	0,35%	€ 599.757	0,45%
G3. Risparmi di imposta	€ 1.509.169	1,08%	€ 4.423	0,00%
G4. Altre	€ 7.626.916	5,44%	€ 0	
	€ 0		€ 0	
TOTALE ATTIVITA'	€ 140.181.525	100,00%	€ 133.708.813	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 giugno 2006

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30 giugno 2006	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 0	€ 0
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 i partecipanti	€ 0	€ 0
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	€ 0	€ 0
M2. Debiti di imposta	€ 4.330	€ 0
M3. Ratei e risconti passivi	€ 0	€ 0
M4. Altre	€ 1.195.991	€ 567.780
TOTALE PASSIVITA'	€ 1.200.321	€ 567.780
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	€ 138.981.204	€ 133.141.033
Numero delle quote in circolazione	522.800	522.800
Valore unitario delle quote	€ 265,840	€ 254,67
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	€ 0,00	€ 0,00
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	€ 0	€ 0
Fidejussioni rilasciate a terzi	€ 0	€ 0
O.I.C.R. sottoscritti in attesa di richiamo impegni	€ 13.801.599	€ 9.701.904