

FONDO “IMMOBILIARE DINAMICO”

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2006

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

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

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

Nel corso del 2006 hanno avuto luogo le prime due riaperture semestrali delle sottoscrizioni di quote del fondo; la prima, relativa alla “finestra” maggio-giugno, ha registrato la sottoscrizione di nuove quote per un totale di € 52.538.225, al netto di riscatti per € 2,6 milioni; il richiamo degli impegni è avvenuto nel corso del mese di settembre.

Nella seconda “finestra”, ottobre-dicembre, l’ equity raccolto è stato pari circa € 42 milioni, al lordo di riscatti per circa €2 milioni; il richiamo degli impegni avverrà nel prossimo mese di aprile.

Al termine dell’esercizio 2006 il valore complessivo netto del fondo risulta pari a € 192.328.854 (31 dicembre 2005: € 133.141.033); il valore unitario delle quote risulta quindi pari a € 266,961 (2005: € 254,669).

L’ esercizio chiude con un utile di € 6.648.001 (2005: € 2.441.033), che, al netto delle plusvalenze non realizzate, risulta pari a € 1.410.386.

Nell’esercizio 2006 il valore della quota di partecipazione si è incrementato del 4,83%, mentre dalla costituzione del Fondo tale valore si è accresciuto rispetto al valore nominale del 6,78%.

LO SCENARIO MACROECONOMICO

A livello internazionale il 2006 è stato caratterizzato da una fase economica espansiva a cui hanno contribuito soprattutto i paesi asiatici. Tra i fattori che hanno principalmente influito sullo scenario economico internazionale sono da sottolineare l’andamento del prezzo del petrolio e il deprezzamento del Dollaro.

Il prezzo del petrolio ha subito una forte crescita da Dicembre 2005 ad Agosto 2006 (circa 30%, da 56 a 70 Dollari al barile), favorito dall’incerta situazione politica in Medio Oriente e dagli attacchi terroristici agli impianti petroliferi nigeriani; da Settembre, si è riscontrata una riduzione della quotazione fino a circa 60 Dollari al barile a fine anno. L’elevato prezzo energetico ha avuto principalmente effetto sull’aumento dei costi di produzione per le imprese e, conseguentemente, sull’aumento dei prezzi. La successiva riduzione del costo del petrolio e delle materie prime nella seconda parte dell’anno è alla base della diminuzione del

tasso di crescita tendenziale dei prezzi alla produzione, che pone le basi per una prospettiva di crescita nel 2007, sebbene la volatilità della quotazione può modificare sensibilmente le previsioni.

Un secondo elemento che ha caratterizzato il 2006 è stato il deprezzamento del Dollaro rispetto alle valute europee (meno 9% rispetto all'Euro e meno 11% rispetto alla Sterlina), mentre è rimasto pressoché stabile rispetto alle valute asiatiche.

Il tasso di crescita tendenziale del PIL **americano** alla fine del terzo trimestre (+3%) è stato il valore più basso registrato nell'ultimo triennio. La flessione è dovuta principalmente ad un forte rallentamento del mercato immobiliare, caratterizzato da una riduzione nell'acquisto di case da parte delle famiglie. Tra i fattori principali si osservano anche la riduzione degli investimenti, l'accumulazione di scorte, la ripresa delle importazioni ed un aumento della domanda di consumi, soprattutto di quelli pubblici. A novembre, si è verificato un ridimensionamento del deficit commerciale grazie all'accelerazione della crescita globale e al Dollaro debole, che hanno contribuito a spingere le esportazioni a livelli record.

L'**economia asiatica** ha registrato una crescita notevole anche se, in alcuni paesi, si è riscontrato un lieve rallentamento soprattutto in Cina, Singapore e Corea. India e Cina hanno comunque avuto una crescita intorno al 10%, mentre in Giappone si è attestata sotto al 2%. Tale situazione è probabilmente attribuibile alla percezione dei rischi connessi alla crescita economica degli USA, alla volatilità del prezzo del greggio, all'aspettativa dello Yen forte rispetto al Dollaro.

In **Europa** la crescita economica è stata del 2,7% anche se nel terzo trimestre del 2006 si è osservato un rallentamento, con problemi principalmente sul versante della domanda estera; la domanda interna è stata positiva. Le esportazioni nette hanno contribuito poco alla crescita economica a causa dell'Euro forte che ha disincentivato le esportazioni; le vendite all'estero si sono indirizzate soprattutto verso gli altri paesi dell'Area ed i nuovi membri UE. La domanda interna, invece, è arrivata principalmente dalle famiglie ed è la conferma delle migliori condizioni del mercato del lavoro e di una maggiore fiducia da parte delle famiglie stesse. Durante il 2006 il tasso di crescita dell'occupazione è stato intorno all'1,7%, con buone prospettive di miglioramento futuro¹. L'inflazione nel 2006 è stata in media del 2,2%² con previsioni su valori stabili nei prossimi mesi.

L'**Italia** nel 2006 ha vissuto una fase espansiva dell'economia, sebbene di intensità contenuta, con una crescita del PIL vicina al 2%. Alcuni segnali di rallentamento derivano principalmente dalla riduzione degli investimenti fissi lordi, delle esportazioni nette e della spesa pubblica; si è registrato un aumento dei consumi privati e delle scorte. Con riferimento agli investimenti fissi lordi, la riduzione maggiore ha riguardato i mezzi di trasporto e le attrezzature-impianti, mentre gli investimenti in costruzioni hanno registrato un lieve incremento congiunturale (+0,2%)³.

Anche in Italia le esportazioni verso paesi extra UE sono diminuite, a fronte di un aumento delle importazioni: il deficit mensile, a partire dalla seconda metà dell'anno, si è mantenuto al di sopra dei 2 miliardi di Euro⁴. Le esportazioni verso paesi UE hanno mostrato performance positive soprattutto grazie al buon andamento dell'economia tedesca, mercato nel quale l'Italia detiene la maggior quota dell'export (13,2%)⁵.

I consumi privati sono aumentati grazie al miglioramento delle aspettative da parte dei consumatori, ad una minore preferenza per la liquidità e ad un maggior sostegno del credito bancario.

L'aumento delle scorte rivela che le aspettative degli operatori hanno superato la domanda effettiva, in particolare quella estera, coerentemente con la riduzione delle esportazioni nette. Il conseguente smaltimento di tali scorte potrebbe rallentare la crescita produttiva.

La produzione industriale mostra una crescita superiore (+2,1% nei primi dieci mesi dell'anno) rispetto allo stesso periodo del 2005. La positiva dinamica della produzione si riscontra soprattutto con riferimento ai mezzi di trasporto ed agli apparecchi elettrici e meccanici, mentre segnali negativi arrivano dall'industria cartaria e dal tessile e dalla produzione di minerali non metalliferi.

A differenza dei primi tre trimestri dell'anno, l'ultimo si è caratterizzato per una riduzione occupazionale, che in termini assoluti è stata pari a 115 mila unità, ripartite per due terzi alle costruzioni e un terzo all'agricoltura, mentre i servizi e l'industria in senso stretto hanno mostrato stabilità⁶. Tuttavia tra gennaio ed ottobre, le retribuzioni orarie contrattuali sono aumentate del 2,8% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente⁷.

¹ Fonte: Pramerica

² Fonte: Focus n° 44 BNL Centro Studi

³ Fonte: Focus n° 44 BNL Centro Studi

⁴ Fonte: CER

⁵ Fonte: Focus n° 42 BNL Centro Studi

⁶ Fonte: CER

⁷ Fonte: Focus n° 42 BNL Centro Studi

Il valore dell'inflazione a fine anno è pari al 2%, con una media annua del 2,2% in linea con il valore dell'Area Euro, andando a colmare il differenziale che si era creato nella seconda metà dell'anno, dovuto al fatto che l'economia italiana ha risentito in ritardo rispetto agli altri partner europei della riduzione del prezzo del petrolio⁸.

ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare europeo

Il continuo rafforzamento dell'economia europea nel 2006 e le previsioni positive degli indicatori economici suggeriscono che i consumi e la crescita dell'occupazione permangano anche nel breve e medio termine. Il volume di capitali alla ricerca di investimenti immobiliari rimane elevato, anche se la tendenza alla compressione dei rendimenti si sta riducendo.

Il settore degli uffici in generale rimane positivo, con una propensione delle aziende ad assumere nuovo personale e conseguentemente ad occupare una quantità maggiore di spazio. Si prevede un ulteriore miglioramento nella domanda di spazio per gli immobili di buona qualità nei prossimi mesi, con un conseguente aumento dei canoni di locazione, mentre la domanda di spazio per gli immobili secondari rimane più debole con un vacancy rate più elevato. Conseguentemente gli immobili di minore qualità presentano un ciclo di vita più breve e tendono ad uscire più rapidamente dal mercato, divenendo oggetto di riqualificazione.

Gli immobili industriali e ad uso logistica hanno registrato una forte crescita nei precedenti due anni, ma durante il 2006 si è registrato un rallentamento. La mancanza di spazi di qualità, che aveva incrementato i valori, inizia ad essere compensata dai nuovi progetti di sviluppo in arrivo sul mercato. Gli operatori del settore della logistica stanno diventando sempre più sofisticati e sono alla ricerca di immobili tecnologicamente più avanzati, per i quali sono disposti a pagare canoni di locazione superiori; conseguentemente anche i tassi di occupazione sono significativamente più elevati. Si prevede un riallineamento dei rendimenti tra il settore industriale e le altre tipologie, tuttavia la domanda di investimenti dovrebbe mantenersi elevata per la necessità di riequilibrio dei portafogli dei gestori che in passato hanno sottopesato il settore.

Il settore commerciale a livello europeo ha beneficiato della ripresa nei consumi conseguente ad un incremento nell'occupazione. Inoltre, un incremento nella capacità di indebitamento delle famiglie ha favorito la disponibilità di denaro per spese correnti. Conseguentemente il settore commerciale ha mostrato una buona ripresa nei vari paesi, con un maggiore livello di confidenza tra gli operatori. La maggior crescita si è registrata nei paesi dell'Est Europa (Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca), ma anche in Olanda; eccezione è rappresentata dal Regno Unito, dove una costante deflazione nei prezzi dei beni di consumo, in particolare di lusso, rende più sensibili gli operatori commerciali ai costi di occupazione dello spazio. Nei mercati europei continentali (esclusi i mercati del Regno Unito e dell'Irlanda) nel 2006 sono stati investiti complessivamente € 26 miliardi in centri commerciali, parchi commerciali, factory outlet e supermercati: un aumento del 77% dal 2005, pari a tre volte il volume del 2004; anche il numero delle transazioni registrate è aumentato significativamente (+70%)⁹.

Il settore residenziale continua a registrare un aumento nei prezzi, principalmente per le tipologie di abitazioni che vanno a soddisfare le nuove esigenze dimensionali o di qualità costruttiva. Sebbene a livello aggregato l'aumento della produzione per numero di abitazioni è positivo (circa +1% all'anno), l'offerta varia notevolmente tra i diversi paesi: Spagna e Francia, dove i prezzi sono aumentati notevolmente ed elevata è la propensione all'acquisto delle seconde case, presentano oggi condizioni di eccesso di offerta; diversamente, in Germania, la produzione è al di sotto del livello di equilibrio di lungo termine. In generale le prospettive si mantengono positive nel segmento delle nuove residenze, mentre difficilmente si potranno registrare significativi ulteriori incrementi negli immobili più vecchi e meno appetibili per l'utilizzatore.

Il buon andamento del mercato è anche favorito da un aumento nei mutui concessi (+12% rispetto al 2005): il livello complessivo dell'indebitamento è pari al 50% del PIL, decisamente inferiore rispetto al valore americano (70%); al tempo stesso, nella gran parte dei paesi la qualità creditizia è in aumento.

⁸ Fonte: Focus n° 43/44 BNL Centro Studi

⁹ Fonte: Jones Lang LaSalle

Il mercato immobiliare italiano

Gli investimenti in costruzioni e la crescita del mercato immobiliare hanno avuto un ruolo fondamentale nel sostenere la crescita del PIL che, senza tale contributo, sarebbe stata negativa¹⁰.

Il 2006 è stato un anno record per gli investimenti immobiliari che hanno raggiunto i 7,3 miliardi di Euro con un aumento del 49% rispetto al 2005¹¹.

L'importanza a livello macroeconomico del mercato immobiliare si osserva nell'ammontare delle compravendite stimato nel 2006 pari a 120 miliardi di Euro¹² (residenziale e commerciale). Altri indicatori sono rappresentati dal numero di posti di lavoro, stimato in 3 milioni, e dall'ammontare dei nuovi finanziamenti con garanzia immobiliare: a giugno hanno raggiunto un valore di stock pari a 364 miliardi di Euro, con un flusso di nuovi finanziamenti nell'ultimo anno pari a 123 miliardi di Euro¹³.

Il 2006 si è tuttavia caratterizzato per un rallentamento nella crescita del mercato immobiliare: i prezzi medi degli immobili sono aumentati debolmente ed alcuni operatori indicano una tendenza al ribasso. L'aumento in valori reali è stato vicino allo zero, valore più basso dal 1999, anno in cui è iniziato l'attuale ciclo di crescita dei prezzi¹⁴.

Lo stato del mercato immobiliare può essere analizzato attraverso la lettura di alcuni indicatori: i tempi di vendita recentemente sono aumentati anche se non hanno ancora raggiunto livelli ritenuti preoccupanti dagli operatori. L'offerta di immobili, soprattutto residenziali, è aumentata principalmente per due ragioni: nuovi immobili immessi sul mercato e dismissione degli investimenti immobiliari per beneficiare effettivamente dell'incremento di valore.

Dopo aver raggiunto i livelli massimi di redditività alla fine degli anni '90, l'investimento immobiliare attualmente presenta rendimenti molto più bassi per la maggior competizione fra gli investitori: il forte afflusso di denaro verso il settore ha provocato l'aumento dei prezzi e conseguentemente una compressione dei rendimenti. Occorre inoltre segnalare che le nuove norme fiscali hanno penalizzato il settore aumentando i costi di transazione; inoltre, i tassi di interesse sono aumentati, rendendo meno conveniente l'utilizzo di debito per investire nell'immobiliare, anche in relazione alla minor redditività corrente.

	Ottobre 2006	Valore Massimo precedente	
Abitazioni	5%	5,90%	(nel 1999)
Uffici	5,40%	6,50%	(nel 1999)
Box o garage (*)	6,20%	7,10%	(nel 1998)
Negozi	7,70%	9,20%	(nel 1998)
Capannoni industriali	7,70%	9,20%	(nel 1996)

(*) Dati Riferiti a Maggio

Rendimenti medi potenziali - Fonte: Nomisma

Nel primo semestre le compravendite di abitazioni hanno mostrato una tendenza espansiva, raggiungendo circa 400-430.000 transazioni (rispetto alle 300-350.000 che si registravano sei anni fa), mentre quelle non residenziali si assestano a circa 100.000. Tuttavia, le prime stime indicano che il valore complessivo annuale non sarà superiore rispetto al 2005. In particolare, si segnala l'aumento delle compravendite nelle province (+6,8%), una sensibile riduzione a Roma (-6,4%) ed un valore stabile (+0,5%) nelle principali aree urbane¹⁵.

¹⁰ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

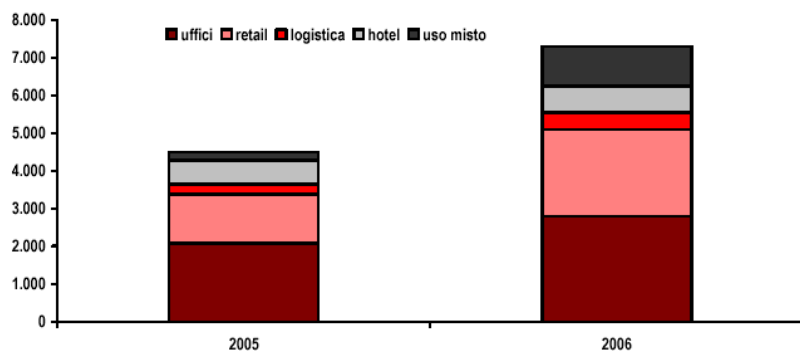
¹¹ Fonte: Jones Lang LaSalle

¹² Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

¹³ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

¹⁴ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

¹⁵ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

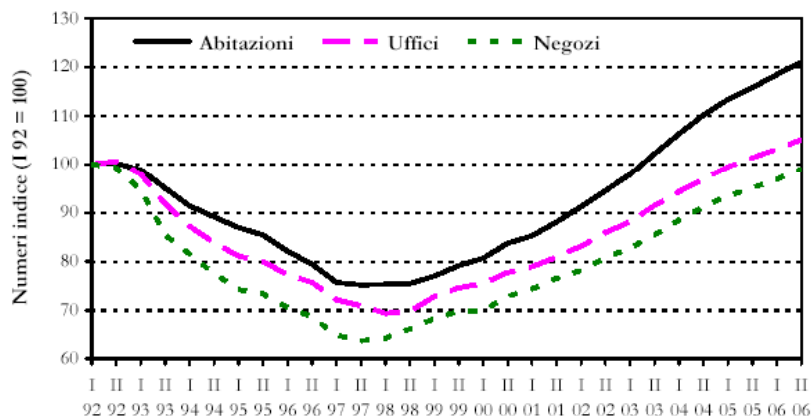


Il volume degli investimenti in Italia per tipologia di immobile. Fonte: Jones Lang LaSalle

L'interesse del mercato si è in parte spostato dalle grandi città, quali Roma e Milano, ai centri di minori dimensioni; tuttavia, tale tipo di investimento ha dato buoni risultati con riferimento agli immobili commerciali e industriali, ma appare ancora poco attraente con riferimento al mercato degli uffici, che offrono un basso rendimento per la minor forza economica di tali aree.

Il mercato immobiliare italiano ha ormai raggiunto un livello di maturità: per ottenere rendimenti superiori diviene necessario ricercare settori di nicchia¹⁶ o interventi di riqualificazione e sviluppo, quali grandi progetti di rigenerazione urbana (ex aree industriali dismesse). Gli interventi di riqualificazione si concentrano nelle principali metropoli, mentre nelle città medio-piccole si sviluppano principalmente centri commerciali e factory outlet. Il 66% dei progetti è localizzato al Nord, il 20% nel Centro e solo il 14% nel Sud e isole¹⁷. I progetti di sviluppo stanno fornendo un nuovo impulso al mercato immobiliare, soprattutto contribuendo ad attrarre investitori stranieri ed operatori internazionali e favorendo così l'ingresso di nuovi capitali.

Lo stock immobiliare italiano supera i 4 miliardi di metri quadrati: i beni privati, posseduti da famiglie e imprese sono pari a 3.109,7 milioni di metri quadrati, per il 54% al Nord, il 26% al Centro e il 20% nel Sud e Isole. Il settore più rilevante è il residenziale con 2,4 miliardi di metri quadrati, mentre nel settore degli immobili d'impresa prevale per superficie il comparto industriale rappresentato da magazzini e opifici¹⁸.



Serie Storica numeri indici dei prezzi reali di abitazioni, uffici, negozi e capannoni - Fonte: Nomisma

¹⁶ Fonte: Scenari Immobiliari

¹⁷ Fonte: Indagine ANCE-Assoimmobiliare 2006

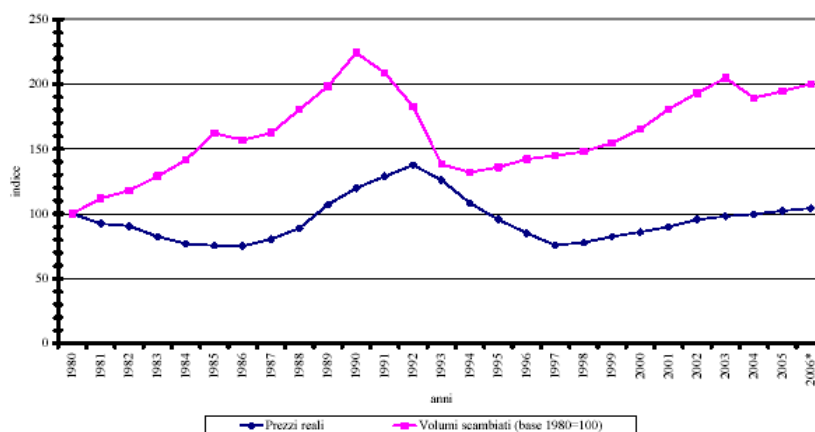
¹⁸ Fonte: Scenari Immobiliari

◆ Uffici

In Italia gli immobili ad uso ufficio rappresentano poco più del 4% dello stock immobiliare e raggiungono un valore pari a 165,3 milioni di mq.: solamente il 7,3% di tale superficie è di qualità elevata secondo gli standard internazionali, mentre il 69,4% è composto da superfici di ridotte dimensioni¹⁹.

Il settore degli uffici registra domanda ed offerta stabili con una riduzione nel numero delle compravendite, principalmente dovuta alla paralisi generata dall'incertezza dovuta al decreto Bersani-Visco²⁰. L'offerta di immobili in vendita è limitata, soprattutto in centro e per proprietà di qualità, mentre aumenta in periferia: anche i tempi di vendita sono aumentati attestandosi a 5,7 mesi²¹.

In relazione al mercato delle locazioni, l'offerta è in crescita e conseguentemente i canoni sono aumentati soltanto dell'1,4%. Al tempo stesso, la forte affluenza di capitali contiene la redditività corrente che si attesta in media intorno al 5,5% lordo²², con un aumento dei prezzi del 2,5% nel secondo semestre e del 5,6% durante l'intero 2006²³.



Andamento dei prezzi reali degli uffici e numero di compravendite in Italia – Fonte: Scenari Immobiliari

◆ Milano

Il mercato milanese è il principale mercato d'investimento italiano che attrae numerosi investitori, molti dei quali esteri, con uno stock totale stimato intorno a 11,4 milioni di mq. alla fine del 2006²⁴. Nel corso dell'anno, sono arrivati sul mercato circa 165.000 mq. di uffici nuovi o ristrutturati, con un incremento del 33% rispetto al 2005²⁵.

Vi è stato forte interesse da parte degli investitori per gli immobili di standard elevato ed ubicati in zone centrali o semicentrali. I valori di compravendita e locazione sono stati in aumento, anche se minore rispetto agli anni scorsi.

Il mercato delle locazioni presenta un assorbimento totale pari a circa 295.000 mq. allineato al 2005, con una crescita del 10% nelle zone centrali della città. A conferma della domanda di spazi di elevata qualità, moderni ed efficienti (superfici di classe A), si è osservato che l'assorbimento totale è costituito da questi per il 60%. Banche ed assicurazioni, con il 26% dell'assorbimento totale, sono i settori economici più attivi.

¹⁹ Fonte: Scenari Immobiliari

²⁰ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

²¹ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

²² Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

²³ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

²⁴ Fonte: DTZ Research

²⁵ Fonte: DTZ Research

Nel secondo semestre del 2006 i canoni sono aumentati del 6% con un valore di prime rent pari a 480 Euro/mq./anno. A conferma della richiesta di investimento in uffici, la redditività corrente si è ridotta dello 0,25% in tutte le microaree, con un valore di prime yield intorno a 5,25%.

Si è registrata una diminuzione dello sfitto nella zona centrale della città a causa del maggiore assorbimento di spazi e della mancanza di consegne di nuove unità²⁶. A livello di intera area economica milanese il vacancy è invece rimasto costante a circa 950.000 mq., dei quali 700.000 mq. nella città e nella prima periferia.

♦ Roma

Roma attrae un numero crescente di investitori e prosegue la sua fase espansiva, caratterizzata soprattutto dalla crescita dei prezzi²⁷. Nel 2006 sono stati scambiati uffici per 1,5 miliardi, con un aumento annuo del 25%²⁸. Lo stock totale è di 9,7 milioni mq., con un assorbimento nel 2006 pari a 210.000 mq. (+2% rispetto al 2005). Il 40% della superficie assorbita è ubicata in centro, zona maggiormente richiesta dagli utilizzatori, che sono principalmente studi legali, assicurazioni, aziende farmaceutiche e pubblica amministrazione.

Non sono previste nuove consegne nell'immediato e i pochi immobili attualmente in costruzione sono pre-locati; tuttavia nuovi progetti, soprattutto in zona EUR e Fiumicino, andranno ad aumentare l'offerta nel lungo periodo²⁹.

Il prime rent è stabile intorno a 400 Euro/mq./anno, favorito dall'assenza di prodotto nuovo e di qualità, soprattutto in centro; il prime yield è intorno al 5,3%. Il vacancy complessivo è stabile a circa 710.000 mq., pari al 7,4% dello stock esistente; per gli uffici di classe A, soprattutto nella zona centrale della città, il tasso si è ridotto³⁰.

♦ Residenziale

In Italia il settore residenziale ha sempre avuto un peso predominante rappresentando l'80% del mercato rispetto ad una media degli altri paesi europei del 55%³¹. Il numero di compravendite annuali è intorno a 800 mila, con un incremento nel primo semestre del 2006 del 4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente³². Tuttavia, relativamente all'intero anno, il numero di compravendite è leggermente diminuito rispetto al 2005³³.

I prezzi continuano ad aumentare, ma le spinte inflazionistiche si stanno gradualmente spegnendo; la crescita semestrale si attesta sul 2,6%, mentre quella annuale sul 6,4%³⁴. Nelle grandi città, i prezzi sono rimasti stabili rispetto al 2005, salvo che per le zone periferiche e le nuove iniziative residenziali, dove ci sono stati dei lievi incrementi. Nei capoluoghi intermedi e nei piccoli centri, l'andamento dei prezzi è stato più dinamico. I costi di costruzione sono elevati, favorendo una pressione sui prezzi di vendita che rende le abitazioni meno accessibili nei mercati di provincia.

Il rallentamento del settore è visibile anche dall'incremento degli sconti all'atto della vendita rispetto al prezzo inizialmente richiesto e dalle maggiori tempistiche per la conclusione della transazione. Gli sconti, che un tempo riguardavano solo le zone fuori dal centro delle città, si sono registrati anche nelle ubicazioni centrali e pregiate.

²⁶ Fonte: DTZ Research

²⁷ Fonte: REAG per BNL Fondi Immobiliari

²⁸ Fonte: Bloomberg FINANZA MERCATI

²⁹ Fonte: DTZ Research

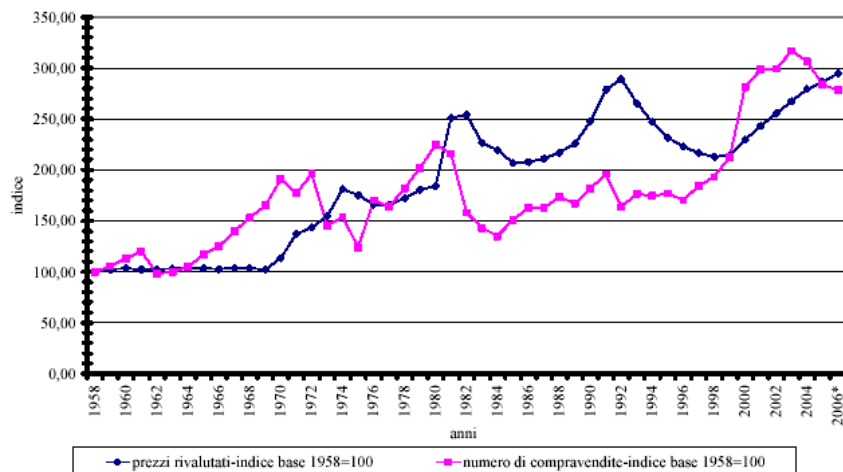
³⁰ Fonte: DTZ Research

³¹ Fonte: Scenari Immobiliari

³² Fonte: Agenzia del Territorio – Nota semestrale primo semestre 2006

³³ Fonte: Scenari Immobiliari

³⁴ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06



Andamento dei prezzi reali delle abitazioni in moneta costante e numero di compravendite in Italia – Fonte: Scenari Immobiliari

Il mercato della seconda casa nel 2006 ha registrato un calo nel fatturato a causa della mancanza di offerta (-6,3% rispetto all'anno precedente). La crescita dei prezzi medi è stata intorno al 5,5%, con punte del 8% in alcune località prestigiose. Gli scambi nelle località di montagna hanno rappresentato il 15% del totale; le zone di campagna e dei laghi, in leggero aumento, rappresentano circa il 20%; il maggior numero di transazioni hanno riguardato le località marine, in cui si svolge il 65% delle transazioni³⁵.

◆ Il mercato immobiliare commerciale

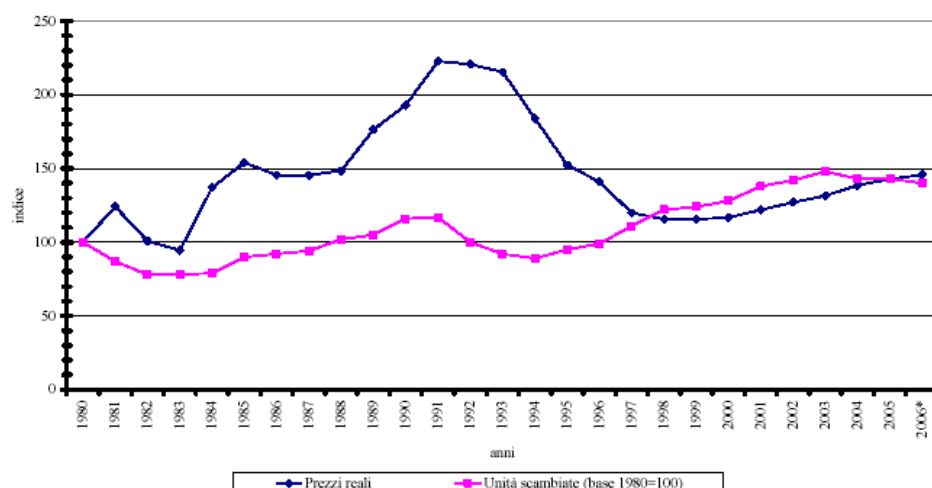
Il settore commerciale in Italia si caratterizza per la presenza di diverse forme di distribuzione che presentano trend di mercato differenti. Lo stock del commercio al dettaglio, a Novembre 2006, è stato stimato in 958.191 esercizi, per una superficie di vendita di 94,5 milioni di mq³⁶. In Italia il 60% di tale superficie è composta da negozi sotto i 250 mq., diversamente da quanto accade nel resto d'Europa dove prevalgono le grandi strutture commerciali. Le nuove strutture hanno recepito i cambiamenti negli stili di consumo degli italiani e si sono diffusi sempre più i centri commerciali, ipermercati, supermercati, grandi superfici specializzate, i factory outlet, ed i retail park.

Il mercato immobiliare commerciale ha avuto la maggiore crescita nell'ultimo quinquennio, con un incremento del 51%, arrivando a 7.400 milioni di Euro. Il peso della grande distribuzione sul fatturato è intorno al 45%, mentre la quota restante dipende dai negozi.

Nel mercato dei piccoli esercizi i prezzi sono aumentati dal 1998 fino al 2004, per poi subire un rallentamento a causa del forte ingresso delle grandi catene commerciali. Sono stati aperti nuovi negozi, soprattutto non food per quanto riguarda le piccole superfici, ma è anche aumentato il numero di esercizi della grande Distribuzione organizzata (GDO), seguendo una tendenza che ha avuto inizio due anni fa e che si ritiene che si stabilizzerà in un futuro prossimo. Il numero totale di immobili adibiti alla GDO è 12.160 per una superficie totale di 19 milioni di mq., con il maggior numero di esercizi ubicato in Lombardia. L'andamento del settore della GDO nel 2006 è stato dinamico con un aumento dei prezzi del 2,7% su base semestrale e del 6% su base annuale. Tuttavia sono aumentati anche gli sconti concessi al momento della vendita, così come i tempi di vendita e locazione.

³⁵ Fonte: Scenari Immobiliari

³⁶ Fonte: Scenari Immobiliari – Primo Rapporto sugli Immobili Commerciali



Andamento dei prezzi reali dei negozi e numero di compravendite in Italia – Fonte: Scenari Immobiliari

Al Nord si è quasi raggiunta la saturazione del settore commerciale; gli operatori sono maggiormente interessati al Sud, dove sono ubicati il 40% dei progetti in cantiere nel 2006³⁷.

Il ruolo dei fondi immobiliari nel mercato della GDO è in forte sviluppo: in soli cinque anni, il peso del commerciale nei portafogli immobiliari è passato dal 9,2% a oltre il 16%, per un valore di circa 3,5 miliardi di Euro³⁸.

◆ Immobili industriali

Negli ultimi tre anni il settore degli immobili industriali ha risentito più di altri del rallentamento nella crescita economica italiana, in particolare a causa della decisione di numerose imprese di delocalizzare all'estero alcune attività produttive. In altri casi invece lo spazio richiesto per i capannoni industriali è diminuito notevolmente per via dell'introduzione di nuove tecnologie e sistemi di produzione che richiedono un minor utilizzo di spazio.

Il settore della logistica ha invece ottenuto risultati positivi a causa della maggiore esigenza di movimentazione merci e della mancanza di strutture immobiliari di elevata qualità, come richiesto dagli operatori internazionali. Esiste una forte domanda per edifici di qualità, con una superficie superiore ai 10.000 mq. e localizzati in aree munite di ampi parcheggi. Inoltre, recentemente, sta aumentando la richiesta di complessi integrati, muniti anche di grandi container.

Nel 2006, gli investimenti in immobili logistici hanno avuto il tasso di crescita del fatturato più elevato (+48% rispetto al 2005), anche se continuano a registrare un volume più contenuto rispetto agli altri settori (445 milioni di Euro)³⁹.

Il settore attrae gli investitori per la redditività superiore e per la possibilità di diversificazione del portafoglio. La maggior propensione all'investimento ha portato ad un aumento dei prezzi con la conseguente riduzione della redditività corrente, che a fine dicembre è stata del 7,25% (-0,25% rispetto all'anno precedente⁴⁰). I valori degli immobili industriali sono cresciuti del 7,7% per quanto riguarda i prezzi e del 5,5% per i canoni di locazione⁴¹.

Per tale comparto si prospetta un forte sviluppo, che andrà ad accompagnare il rafforzamento delle nuove rotte commerciali via mare e via terra, favorendo il settore della logistica che riveste un'importanza strategica per l'economia nazionale⁴². A riguardo, le città del Nord, e Milano in particolare, potranno beneficiare dei vantaggi commerciali che arriveranno dalla costruzione

³⁷ Fonte: Gabetti

³⁸ Fonte: Scenari Immobiliari

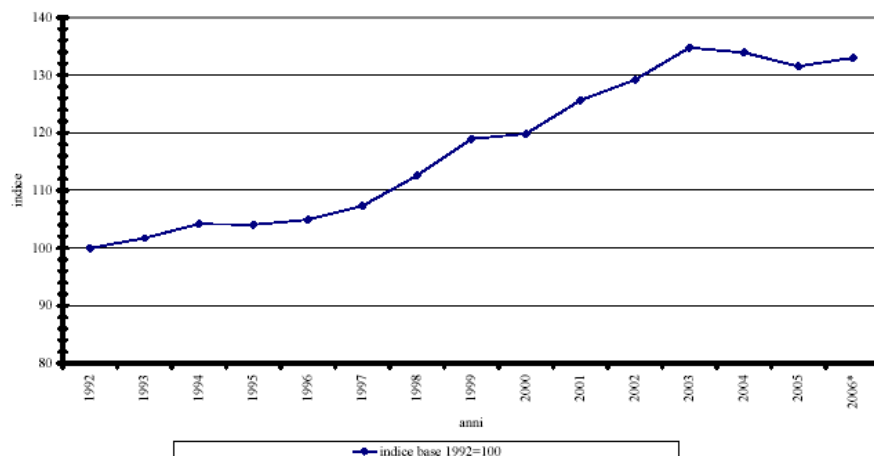
³⁹ Fonte: Jones Lang LaSalle

⁴⁰ Fonte: Jones Lang LaSalle

⁴¹ Fonte: Nomisma – Osservatorio sul Mercato Immobiliare 3-06

⁴² Fonte: Gabetti – Overview 2006

dell'autostrada "Corridoio 5" che collegherà Lisbona a Kiev⁴³. Nel centro-sud gli investimenti in logistica sono più limitati, dato il minor sviluppo industriale.



Andamento dei prezzi reali dei capannoni industriali in Italia – Fonte: Scenari Immobiliari

IL QUADRO NORMATIVO

Tra le principali novità che hanno riguardato nell'esercizio 2006 la normativa concernente la gestione del risparmio, si segnala anzitutto il decreto legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito con modificazioni in legge 4 agosto 2006, n. 248, che ha parzialmente modificato il regime fiscale per il settore immobiliare.

In particolare, ferma restando la possibilità di mantenere le operazioni di compravendita immobiliare nell'ambito del regime IVA, le principali novità introdotte dalla nuova normativa riguardano l'applicazione dell'imposta ipocatastale del 2% sul prezzo delle compravendite nelle quali un fondo immobiliare sia controparte e l'applicazione dell'imposta di registro dell'1% per anno sul valore dei contratti di locazione.

Con Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 3 febbraio 2006 n. 142 è stato emanato il Regolamento in materia di obblighi degli intermediari finanziari ai fini antiriciclaggio, prevedendo a carico di questi ultimi l'obbligo di identificare i clienti in relazione a taluni rapporti e operazioni, istituire l'archivio unico informatico, registrare e conservare nell'archivio unico informatico i dati identificativi e le altre informazioni relative alle operazioni e ai rapporti, nonché istituire misure di controllo interno e garantire un'adeguata formazione ai dipendenti e ai collaboratori. L'UIC, con successivo Provvedimento del 24 febbraio 2006, ha provveduto ad emanare le Istruzioni applicative di riferimento per l'adempimento degli obblighi di identificazione, registrazione e conservazione delle informazioni per finalità di prevenzione e contrasto del riciclaggio sul piano finanziario.

Con la Legge 27 dicembre 2006, n. 296 (Legge finanziaria 2007) è stata introdotta nell'ordinamento la figura delle SIIQ "Società di investimento immobiliare quotate", ispirata al modello straniero del c.d. REIT (*Real Estate Investment Trust*). La SIIQ è una società per azioni che si caratterizza per peculiari vincoli riguardo l'oggetto sociale, la tipologia societaria, la struttura proprietaria ed i profili di investimento. Ricorrendo dette condizioni la legge consente a tali società di esercitare un'opzione per acquisire la qualifica di SIIQ e beneficiare di un regime di particolare favore.

La legge demanda ad un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze l'emanazione delle disposizioni di attuazione in tema di vigilanza prudenziale e di regime contabile e fiscale applicabili alle SIIQ.

Da ultimo, la Finanziaria 2007 ha previsto che talune agevolazioni in tema di imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP siano estese anche agli apporti ai fondi comuni di investimento immobiliari.

Con Decreto Legislativo n. 303 del 29 dicembre 2006 sono state introdotte disposizioni di coordinamento del testo unico bancario e del testo unico finanziario con la Legge 28 dicembre 2005, n. 262, in materia di tutela del risparmio. Tra le principali

⁴³ Fonte: DTZ Research

novità, la definizione di nuove regole in tema di *corporate governance* delle società quotate, nonché le disposizioni volte a rafforzare l'indipendenza delle società di revisione.

Si segnala, da ultimo, che, in relazione al prossimo recepimento della direttiva MIFID, si renderanno necessari taluni interventi di adeguamento, anche al fine di minimizzare il rischio di perdite o danni reputazionali, nel più ampio quadro delle disposizioni in tema di conflitto di interessi e di obblighi informativi nei confronti della clientela e del mercato.

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); in quote di O.i.c.r. immobiliari italiani ed esteri, riservati a investitori qualificati.

Nel 2006 ha provveduto ad effettuare i versamenti di capitale richiesti dai gestori degli O.i.c.r. per le quote del Fondo sottoscritte nell'anno precedente e per quelle oggetto di sottoscrizione nel 2006 relative al altri due Fondi immobiliari esteri.

Nel corso dell'anno, inoltre, si è dato inizio ad investimenti immobiliari nei settori terziario, residenziale e logistico come previsto dalle politiche di investimento del Fondo.

GESTIONE IMMOBILIARE

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 € 5.000.000. 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 € 2 milioni, verranno realizzate 38 unità abitative e relativi posti auto.

A tale riguardo, nel corso del 2006 sono già stati effettuati interventi pari a circa € 1,6 milioni.

Si prevede di vendere direttamente sul mercato tali unità abitative, senza procedere alla loro locazione.

Al 31 dicembre 2006 risultano siglati 25 compromessi di vendita.

- 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 stato pari ad € 7.300.000.

L'immobile, di circa mq. 4.000 di superficie lorda, precedentemente adibito a convento, non era utilizzato e verrà parzialmente demolito e ricostruito, realizzando 45 unità abitative e relativi posti auto. L'intervento edilizio è svolto direttamente dalla impresa di costruzione di proprietà del venditore e si prevede di ultimarlo entro la fine del 2008, con un esborso complessivo pari a € 7 milioni.

Nel 2006 sono stati effettuati lavori complessivi per circa € 2,9 milioni.

Le unità abitative saranno vendute direttamente sul mercato, senza procedere alla loro locazione.

Al 31 dicembre 2006 risultano siglati 3 compromessi di vendita.

Con riferimento al comparto terziario e logistico sono state invece perfezionate le seguenti operazioni:

- in data 4 aprile 2006 è stato stipulato un contratto per l'acquisto dalle società del Gruppo AXA, Asgard Real Estate Private Equity Sarl e SPE Office Sarl, 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, via Tortona 33. Il prezzo di acquisto della

partecipazione è stato pari ad € 12.356.546; il valore di carico degli immobili di proprietà della Repe Italia 1 S.r.l., interamente locati a conduttori di primaria importanza, era pari ad € 60.100.000; nella seconda parte dell'anno gli immobili sono stati ceduti dalla società Repe Italia 1 S.r.l. al Fondo, che è altresì subentrato nel finanziamento ipotecario di € 35 milioni già in carico alla società; nel corso del 2007 Repe Italia 1 S.r.l. verrà posta in liquidazione;

- 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'investimento è stato pari ad € 9.250.000.

L'immobile è attualmente locato a 5 conduttori di primaria importanza, che ne utilizzano le superfici; il conduttore SEAT Pagine Gialle nella seconda parte dell'anno ha invece rilasciato gli spazi già occupati, che saranno posti in locazione nel primo semestre del 2007 previa ristrutturazione e intervento sulle parti comuni;

- in data 21 Dicembre 2006 è stato acquistato ad un controvalore di € 14.450.000, a seguito di procedura competitiva indetta dalla società REDILCO REAL ESTATE SpA, proprietaria dello stesso, un immobile ad uso logistico di 17.814 mq di superficie lorda, situato in San Giuliano Milanese, alle porte di Milano, interamente locato a primaria società.

Alla data di chiusura del rendiconto, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, REAG- Real Estate Advisory Group SpA, gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a € 107,5 milioni, con un incremento del 6,8% rispetto al loro costo storico.

Le plusvalenze non realizzate contabilizzate nell'anno sulla base delle valutazioni degli Esperti Indipendenti effettuata sugli immobili posseduti dal Fondo risulta pari a € 4,7 milioni.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo alla data del 31 dicembre 2006:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo di acquisto Euro	Valore di mercato al 31/12/2006 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
04/4/2006	Uffici (Ares e Athena)	Milano, Via Tortona 33	43.000	60.100.000	62.500.000	4,0%	UniCredit
24/4/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50	5.250	6.600.000(*)	7.200.000	9,1%	Immobile in ristrutturazione, non locato
27/4/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	6.300	9.250.000	11.600.000	25,4%	Diversi
29/5/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.500	10.250.000(*)	11.600.000	13,2%	Immobile in ristrutturazione, non locato
21/12/2006	Logistica	San Giuliano Milanese - Milano	17.814	14.450.000	14.600.000	1,0%	Technicolor Milan
TOTALI				100.650.000	107.500.000	6,8%	

(*) l'importo comprende gli oneri già sostenuti dal Fondo per la valorizzazione del cespite

Nel corso dell'anno i ricavi da locazione sono stati pari a € 1,2 milioni; nell'esercizio precedente la voce era assente. Al 31 dicembre 2006 le attività del Fondo ammontano a € 230,5 milioni (€ 133,7 al 31 dicembre 2005).

È proseguita l'attività di investimento in quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (parti di O.i.c.r. immobiliari esteri), che ha portato alla sottoscrizione:

- in data 30 giugno 2006, dell'accordo per la sottoscrizione per un importo pari a € 5 milioni di quote di "AVIVA Central European Property Fund", Fond Commun de Placement di diritto lussemburghese di nuova costituzione e riservato ad investitori istituzionali, gestito da Morley Fund Management, società appartenente al gruppo AVIVA. Il Fondo intende investire nei principali Stati dell'Europa dell'Est (in particolare Repubblica Ceca, Ungheria e Polonia), prevalentemente in immobili a reddito (uffici, centri logistici e centri commerciali). Il richiamo degli impegni è direttamente legato all'individuazione di opportunità di investimento. L'importo richiamato nel 2006 è ammontato a € 2.998.940.

- in data 22 Settembre 2006 dell'accordo per la sottoscrizione per un importo di € 5 milioni di quote di "Rockspring Portuguese Property Partnership", Limited Partnership di nuova costituzione, gestita da "Rockspring Property Investment Managers Ltd". Il Fondo, riservato ad investitori istituzionali, ha l'obiettivo di investire esclusivamente in Portogallo in immobili di tipo core, core plus e value added. Il richiamo degli impegni è direttamente legato all'individuazione delle opportunità di investimento. L'importo richiamato nel 2006 è ammontato a € 1.509.170.

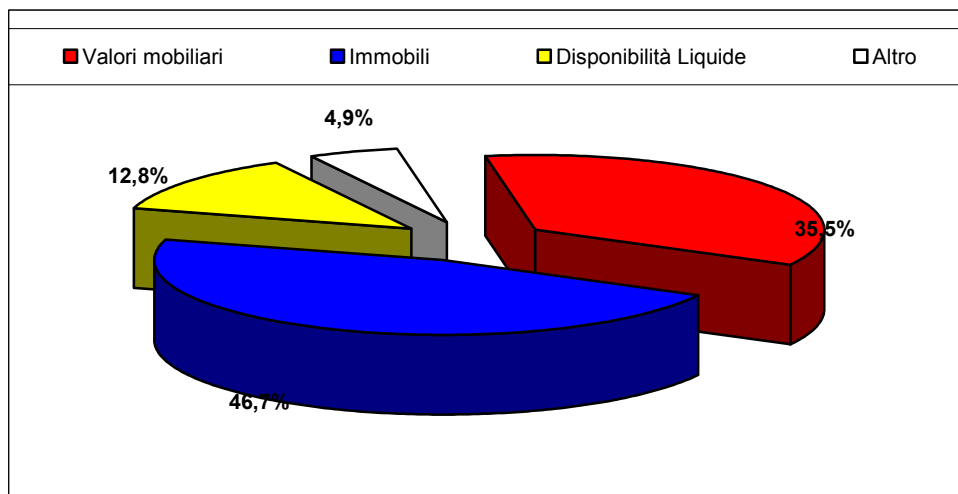
È proseguita inoltre l'attività di richiamo degli impegni della Limited Partnership denominata "German Retail Box Fund", conformemente al contratto stipulato il 16 agosto 2005: dopo i versamenti effettuati nel corso del 2005, durante il l'esercizio trascorso sono stati complessivamente versati ulteriori € 6.018.707. L'ammontare complessivamente investito dal Fondo è, pertanto, pari ad € 10.565.300,00, rispetto al complessivo impegno, pari a € 15 milioni.

Le quote del fondo immobiliare italiano denominato "FIP - Fondo Immobili Pubblici", oggetto di investimento da parte del Fondo nel 2° semestre del 2005, sono state cedute ad investitori istituzionali per un controvalore complessivo di € 28.349.000, con una plusvalenza realizzata di € 1,1 milioni.

La tabella sottostante riepiloga il portafoglio di quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (O.i.c.r. immobiliari esteri) e di Limited Partnership detenuto dal Fondo al 31 Dicembre 2006:

Data di sottoscrizione e	Nome	Tipologia di O.i.c.r.	Tipologia di sottoscrittore	Impegni complessivi (in euro)	Richiamo impegni al 31/12/2006 (in euro)	Politica di investimento del Fondo
16 agosto 2005	German Retail Box Fund	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	15.000.000	10.565.300	Strutture commerciali in Germania
30 giugno 2006	AVIVA Central European Property Fund	Fond Commun de Placement	Investitori qualificati	5.000.000	2.998.940	Immobili a reddito, prevalentemente commerciali e uso uffici, nell'Europa dell'Est
22 settembre 2006	Rockspring Portuguese Property Partnership	Limited partnership di diritto inglese	Investitori qualificati	5.000.000	1.509.170	Immobili di tipo Core, core Plus e value added esclusivamente in Portogallo
Totale				25.000.000	15.073.410	

Il grafico sottostante espone la composizione delle attività del Fondo al 31 dicembre 2006:



Sono attualmente all'esame della società di gestione alcune opportunità di investimento da attuare nel corso dell'esercizio 2007; in particolare, si segnala la negoziazione in fase avanzata per l'acquisizione di un portafoglio di immobili ad uso terziario ubicati a Milano e Roma, prevalentemente locati o con commercializzazione in corso da parte e a carico del venditore.

GESTIONE MOBILIARE

Nel corso dell'esercizio la gestione della liquidità del Fondo, delegata a BNL Gestioni SGR, è stata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro.

Al 31 dicembre 2006 il portafoglio titoli è pari a € 56,4 milioni.

Alla stessa data la liquidità del Fondo, momentaneamente depositata sul conto corrente acceso presso la Banca Depositaria, ammonta a € 29,6 milioni ed è riferibile all'incasso della vendita, già ricordata, delle quote di partecipazione nel fondo "F.I.P.", intervenuto negli ultimi giorni dell'anno.

All'inizio del mese di gennaio, tale liquidità è stata per la maggior parte investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro.

ALTRE INFORMAZIONI

In ottemperanza a quanto stabilito dall'art. 5 del D.M. n. 228 del 24 maggio 1999 e a quanto previsto dal punto 6.1 del Regolamento del Fondo, entro il mese di marzo si procederà 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.

RAPPORTI CON SOCIETA' DEL GRUPPO

La controllante di BNL Fondi Immobiliari SGR p.a., Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., svolge per il Fondo l'attività di Banca Depositaria, ai sensi dell'art. 38 D.Lgs. 24/2/1998.

Come già ricordato, a BNL Gestioni SGR è stata delegata la gestione della liquidità del Fondo.

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

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

FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

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

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

PROPOSTA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Il Rendiconto del Fondo relativo all'esercizio 2006, chiusosi con un utile di € 6.648.001, di cui € 4.662.924 da plusvalenze immobiliari non realizzate ed € 574.691 da plusvalenze su strumenti finanziari non quotati (O.I.C.R. immobiliari esteri), presenta un valore complessivo netto pari a € 192.328.854.

In relazione all'andamento dell'attività ed in coerenza con le indicazioni del Regolamento del Fondo, si propone al Consiglio di Amministrazione di approvare il Rendiconto dell'esercizio 2006 e di deliberare la distribuzione di un provento complessivo di € 3.850.000, pari a € 5,34, al lordo delle imposte, per ciascuna delle 720.437 quote rappresentative già emesse.

Il provento è comprensivo dell'utile di gestione realizzato nell'esercizio 2005, ma non distribuito.

Lo stacco del provento viene fissato per il giorno 19 marzo 2007, mentre il pagamento ai quotisti avverrà il successivo 22 marzo.

per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
(Philippe Zivkovic)

RENDICONTO DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31 dicembre 2006

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 31 dicembre 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	€ 10.347.505	4,48%	€ 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.	€ 15.648.102	6,77%	€ 32.573.673	24,36%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 56.438.122	24,43%	€ 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	€ 88.700.000	38,40%	€ 0	
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 18.800.000	8,14%	€ 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	€ 29.618.389	12,82%	€ 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	€ 434.407	0,19%	€ 599.757	0,45%
G3. Risparmi di imposta	€ 10.978.177	4,75%	€ 4.423	0,00%
G4. Altre	€ 32.960	0,01%	€ 0	
	€ 0		€ 0	
TOTALE ATTIVITA'	€ 230.997.662	100,00%	€ 133.708.813	100,00%

RENDICONTO DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31 dicembre 2006

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31 dicembre 2006	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 35.000.000	€ 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 derivati non quotati	€ 0	€ 0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire	€ 0	€ 0
L2. Altri debiti verso i partecipanti	€ 43	€ 0
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	€ 0	€ 0
M2. Debiti di imposta	€ 2.669	€ 0
M3. Ratei e risconti passivi	€ 315.223	€ 0
M4. Altre	€ 3.350.874	€ 567.780
TOTALE PASSIVITA'	€ 38.668.808	€ 567.780
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	€ 192.328.854	€ 133.141.033
Numero delle quote in circolazione	720.437	522.800
Valore unitario delle quote	€ 266,961	€ 254,669
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	€ 9.926.590	€ 9.701.904

RENDICONTO DEL FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

SITUAZIONE REDDITUALE AL **31 dicembre 2006**

importi in Euro

	Situazione al 31 dicembre 2006		Rendiconto esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi e altri proventi	€ 0		€ 0	
A1.2 utili/perdite da realizzi	€ 0		€ 0	
A1.3 plus/minusvalenze	-€ 2.020.330		€ 0	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	€ 2.787.581		€ 1.299.200	
A2.2 utili/perdite da realizzi	€ 1.073.423		€ 0	
A2.3 plus/minusvalenze	€ 574.691		€ 1.494.577	
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	€ 2.068.133		€ 1.395.895	
A3.2 utili/perdite da realizzi	-€ 28.685		-€ 47.100	
A3.3 plus/minusvalenze	-€ 42.796		-€ 322.950	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura	-€ 31.873		€ 0	
A4.2 non di copertura	€ 0		€ 0	
Risultato gestione strumenti finanziari		€ 4.380.144		€ 3.819.622
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	€ 1.243.662		€ 0	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	€ 0		€ 0	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	€ 4.662.924		€ 0	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-€ 201.531		€ 0	
B5. AMMORTAMENTI	€ 0		€ 0	
B6. ICI	-€ 61.347		€ 0	
Risultato gestione beni immobili		€ 5.643.708		€ -
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati	€ 0		€ 0	
C2. Incrementi/decrementi di valore	€ 0		€ 0	
Risultato gestione crediti		€ -		€ -
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	€ 0		€ 0	
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi	€ 0		€ 0	
E2. Utile/perdita da realizzi	€ 0		€ 0	
E3. Plusvalenze/minusvalenze	€ 0		€ 0	
Risultato gestione investimenti	€ 0	€ 10.023.853		€ 3.819.622

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		€ 10.023.853		€ 3.819.622
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-€ 280.408			€ 0
H1.2 su altri finanziamenti	€ 0			€ 0
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	€ 0			€ 0
Risultato netto della gestione caratteristica	-€ 280.408	€ 9.743.444		€ 3.819.622
I. ONERI DI GESTIONE				
I1. Provvigione di gestione SGR	-€ 2.447.771			-€ 1.488.582
I2. Commissioni banca depositaria	-€ 95.654			-€ 46.707
I3. Oneri per esperti indipendenti	-€ 42.170			€ 0
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-€ 51.323			-€ 10.360
I5. Altri oneri di gestione	-€ 607.681			-€ 44.434
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	€ 58.598			€ 213.322
L2. Altri ricavi	€ 99.936			€ 0
L3. Altri oneri	-€ 9.378			-€ 1.829
Risultato della gestione prima delle imposte		€ 6.648.001		€ 2.441.033
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	€ 0			€ 0
M2. Risparmio di imposta	€ 0			€ 0
M3. Altre imposte	€ 0			€ 0
Utile/perdita dell'esercizio		€ 6.648.001		€ 2.441.033

FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2006

NOTA INTEGRATIVA

PARTE B – LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....	2
SEZIONE I – CRITERI DI VALUTAZIONE	2
SEZIONE II – LE ATTIVITÀ	4
SEZIONE III – LE PASSIVITÀ	11
SEZIONE IV – IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	12
SEZIONE V – ALTRI DATI PATRIMONIALI	13
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	14
SEZIONE I – RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI	14
SEZIONE VI – ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI	15
SEZIONE VII – ONERI DI GESTIONE	16
SEZIONE VIII – ALTRI RICAVI E ONERI	16
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI	16

PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Valore quota		provento distribuito	valore quota al lordo del provento
valore nominale di sottoscrizione	€ 250,000		€ 250,00
31 dicembre 2005	€ 254,669		€ 254,669
31 dicembre 2006	€ 266,961		€ 266,961

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

Nel corso del 2006 hanno avuto luogo le prime due riaperture semestrali delle sottoscrizioni di quote del fondo per il tramite degli sportelli della Banca Nazionale del Lavoro, nonché delle reti dei promotori di Simgest, Banca della Rete, Ifigest e Rasbank; la prima, relativa alla "finestra" maggio-giugno, ha registrato la sottoscrizione nuove quote per un totale di € 52,5 milioni, al netto di riscatti per € 2,6 milioni; il richiamo degli impegni è avvenuto nel corso del mese di settembre.

Nella seconda "finestra", ottobre-dicembre, l' equity raccolto è stato pari circa € 42 milioni, al lordo di riscatti per circa €2 milioni; il richiamo degli impegni avverrà nel prossimo mese di aprile.

Il valore della quota del fondo, che alla fine dell'esercizio 2005 era pari a € 254,669, è passato a € 265,840 al 30/06/2006, per attestarsi alla fine dell'esercizio 2006 a € 266,961.

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

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

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

Sezione I – Criteri di valutazione

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

Strumenti finanziari non quotati

Tali strumenti finanziari sono costituiti:

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

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

Le partecipazioni di controllo sono iscritte a bilancio:

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

Strumenti finanziari quotati

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

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

Immobili e diritti reali immobiliari

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

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

Crediti

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

Ratei e risconti

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

Fondi imposte e tasse

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

Costi e ricavi

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

Sezione II – Le attività

Il portafoglio titoli in essere al 31 dicembre 2006 è costituito da Titoli di Stato Italiani quotati, il cui ammontare supera il 5% delle attività del Fondo. Qui di seguito si fornisce l'elenco analitico degli strumenti finanziari:

Emittente	Descrizione	Valore al 31/12/06	In percentuale dell'attivo
Stato Italiano	BTP 5% 04/2002-15/10/2007	18.763.122,00	8,14%
Stato Italiano	CCT TV 01/04/02-2009	12.555.000,00	5,45%
Stato Italiano	CCT TV 01/10/02-2009	25.120.000,00	10,90%
Totale		56.438.122,00	24,49%

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Le partecipazioni di controllo sono costituite da:

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

A Titoli nel portafoglio del fondo

Dati patrimoniali	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend.prec.
1) Titoli di capitale con diritto di voto 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	10.000	100,00%	€ 12.367.835	€ 10.347.505	€ 0,00

B Dati di Bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio 31/12/2006	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Totale attività	€ 16.357.326		
2) Partecipazioni			
3) Immobili			
4) Indebitamento a breve termine	€ 330.321		
5) Indebitamento a medio/lungo termine			
6) Patrimonio netto	€ 10.347.505		
• capitale circolante lordo	€ 16.256.542		
• capitale circolante netto	€ 15.926.221		
• capitale fisso netto	€ 4.989		
• posizione finanziaria netta	€ 15.973.437		

Dati reddituali	Ultimo esercizio 31/12/2006	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) Fatturato	€ 3.092.897		
2) Margine operativo lordo	€ 878.842		
3) Risultato operativo	-€ 1.104.315		
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-€ 1.301.867		
5) Saldo proventi/oneri straordinari	€ 19.882.641		
6) Risultato prima delle imposte	€ 15.821.983		
7) Utile (perdita) netto	€ 9.991.983		
8) Ammortamenti dell'esercizio	€ 1.654.476		

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione, acquisita dal Fondo nel corso del 1° semestre, era iscritta nel Rendiconto semestrale al 30 giugno 2006 a patrimonio netto, in quanto società immobiliare, rivalutato sulla base della valutazione degli immobili effettuata dagli esperti indipendenti.

La società, che nel corso del 2° semestre del 2006 ha ceduto al Fondo gli immobili di cui era proprietaria, al 31 dicembre 2006 è iscritta a bilancio a patrimonio netto, anziché a costo, in quanto il patrimonio stesso risulta durevolmente inferiore rispetto al valore di acquisto della partecipazione stessa.

Il fenomeno è dovuto alla fiscalità generata dalla plusvalenza emersa dalla vendita al Fondo degli immobili sopra citati.

Bilancio al 31 dicembre 2006 - Nota integrativa

La minusvalenza sulla partecipazione in capo al Fondo è pari a € 2.020.330.

D) La società Repe Italia 1 srl sarà messa in liquidazione nel corso del 2007.

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

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli di capitale (diversi dalle partecipazioni)				
Titoli di debito: - di Stato - di altri enti pubblici - di banche - di altri				
Parti di O.I.C.R.: - aperti armonizzati - aperti non armonizzati - chiusi	€ -	€ 15.648.102		
Totali: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	€ - 0,00%	€ 15.648.102 6,77%		

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Partecipazioni di controllo		-€ 2.020.330
Partecipazioni non di controllo		
Altri titoli di capitale		
Titoli di debito		
Parti di O.I.C.R.	€ 10.873.729	-€ 28.349.000
Totale	€ 10.873.729	-€ 30.369.330

In data 28 dicembre 2006 sono state vendute n. 203 quote di classe "A" del "Fondo Immobili Pubblici", istituito e gestito dalla società Investire Immobiliare SGR S.p.A., per un controvalore di € 28.349.000.

In data 10 agosto 2005 era stato sottoscritto un impegno all'acquisto di € 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 2006 sono stati effettuati cinque richiami degli impegni, seguiti dai relativi versamenti, per un totale di € 5.267.204,00.

In base al NAV al 31 dicembre 2006, reso disponibile dalla società di gestione, è stato adeguato il valore a bilancio delle quote della Limited Partnership possedute dal Fondo, registrando una plusvalenza di € 574.691.

In data 18 maggio 2006 è stato sottoscritto un impegno all'acquisto per complessivi € 5.000.000 di quote di "AVIVA Central European Proporti Fund", Fond Commun de Placement di diritto lussemburghese gestito da Morley Fund Management. Nel corso del 2006 è stato effettuato un richiamo degli impegni, seguito dal relativo versamento, per un totale di € 2.998.940,46, pari a nr. 2.499.117,05 quote.

In data 22 settembre 2006 è stato sottoscritto un impegno all'acquisto di € 5.000.000 in quote di "Rockspring Portuguese Property Partnership l.p.", Limited Partnership Interest non quotata gestita dalla società Rockspring PIM LTD. Nel corso del 2006 sono stati effettuati tre richiami degli impegni, seguiti dai relativi versamenti, per un totale di € 1.509.170,00.

II.2 Strumenti finanziari quotati

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

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli di debito:				
- di Stato	€ 56.438.122			
- di altri enti pubblici				
- di banche				
- di altri				
Titoli di capitale:				
- con diritto di voto				
- con voto limitato				
- altri				
Parti di O.I.C.R.:				
- aperti armonizzati				
- aperti non armonizzati				
- chiusi				
Totali:				
- in valore assoluto	€ 56.438.122			
- in percentuale del totale delle attività	24,49%			

RIPARTIZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI PER MERCATO DI QUOTAZIONE

	Mercato di quotazione			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli quotati	€ 56.438.122			
Titoli in attesa di quotazione				
Totali: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	€ 56.438.122 24,49%			

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Titoli di capitale		
Titoli di debito	€ 25.549.263	€ 68.805.010
Parti di O.I.C.R.		
Totale	€ 25.549.263	€ 68.805.010

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	€ 42.376.644	€ 2.572.371	€ 0	€ 2.572.371	50,31%
Da oltre 1 a 3 anni	€ 5.059.003	€ 256.382	€ 0	€ 256.382	5,01%
Da oltre 3 a 5 anni	€ 21.444.353	€ 1.298.851	€ 0	€ 1.298.851	25,40%
Da oltre 5 a 7 anni	€ 14.600.000	€ 985.785	€ 0	€ 985.785	19,28%
Da oltre 7 a 9 anni	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	0,00%
Oltre 9 anni	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	0,00%
A) Totale beni immobili locati	€ 83.480.000	€ 5.113.388	€ 0	€ 5.113.388	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	€ 24.020.000				

II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

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 rivalutato	Ipoteche	Ulteriori Informazioni
					Canone per mq	Tipo contratto	1° Scadenza contratto	Tipologia Inquilino			
1	Venezia Via della Droma 49	Abitazione	1968	6.581		vendita		Famiglie	€ 11.600.000		
2	Venezia Via della Droma 49	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
3	Venezia Via della Droma 49	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
4	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	1960	5248		vendita		Famiglie	€ 7.200.000		
5	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
6	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
7	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
8	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Box	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
9	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Box	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
10	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
11	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Posto auto	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
12	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
13	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
14	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
15	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Posto auto	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
16	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
17	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
18	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
19	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
20	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Posto auto	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
21	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
22	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
23	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
24	Livorno Via Francesco Crispi, 50	box	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
25	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
26	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
27	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
28	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
29	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
30	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
31	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
32	Livorno Via Francesco Crispi, 50	Abitazione	v.s.	v.s.		vendita		Famiglie	v.s.		
33	Milano Via Grosio 10/08	Ufficio	1983	10.975	53,564306	locazione	31/01/10	Impresa commerciale	€ 11.600.000		
34	Milano Via Grosio 10/08	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	30/11/08	Impresa commerciale	v.s.		
35	Milano Via Grosio 10/08	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	31/01/07	Impresa commerciale	v.s.		
36	Milano Via Grosio 10/08	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	31/12/10	Impresa commerciale	v.s.		
37	Milano Via Grosio 10/08	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	30/11/09	Impresa commerciale	v.s.		

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico rivalutato	Ipoteche	Ulteriori informazioni
					Canone per mq	Tipo contratto	1° Scadenza contratto	Tipologia Inquilino			
38	Milano Via Tortona 33 "Ares"	Ufficio	1985	20641	121,66096	locazione	31/12/07	Impresa commerciale	€ 25.800.000	€ 14.448.000	
39	Milano Via Tortona 33 "Athena"	Ufficio	1985	28231	45,803271	locazione	30/09/11	Impresa commerciale	€ 36.700.000	€ 20.552.000	
40	Milano Via Tortona 33	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	30/04/07	Impresa commerciale	v.s	v.s	
41	Milano Via Tortona 33	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	30/09/11	Impresa commerciale	v.s	v.s	
42	Milano Via Tortona 33	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	29/02/12	Impresa commerciale	v.s	v.s	
43	Milano Via Tortona 33	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	31/12/11	Impresa commerciale	v.s	v.s	
44	Milano Via Tortona 33	Ufficio	v.s.	v.s.	v.s.	locazione	30/09/11	Impresa commerciale	v.s	v.s	
45	San Giuliano Milanese (MI) Via Po 13/15	Ufficio	1980	17814	55,337642	locazione	31/12/12	Impresa commerciale	€ 14.600.000		
Totale									€ 107.500.000	€ 35.000.000	

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

L'importo garantito con la fideiussione viene ridotto contestualmente ai pagamenti effettuati alla società Immobiliare San Trovaso, pari al 31 dicembre 2006 a € 52.500,00; a tutt'oggi risulta quindi una fideiussione residua di € 595.000,00.

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

II.8 Posizione netta di liquidità

La liquidità disponibile risulta attualmente presente su conti correnti accessi presso la Banca Depositaria, Banca Nazionale del Lavoro, Area Territoriale Lombardia – P.zza San Fedele n.3, Milano.

Il saldo totale, pari a € 29.618.389, comprensivo degli interessi di competenza, risulta essere liquidità temporanea riferibile per la maggior parte all'incasso della vendita, già ricordata, delle quote di partecipazione nel fondo "F.I.P.", intervenuto negli ultimi giorni dell'anno.

II.9 Altre attività

- Ratei attivi e risconti attivi per € 434.407, relativi a ratei della gestione finanziaria.
- Risparmi d'imposta per un totale di € 10.978.177, relativo a imposta sul valore aggiunto costituitosi in relazione agli acquisti immobiliari dell'anno.
- Altre attività per un totale di € 32.960 sono rappresentati da crediti verso clienti per fatture da emettere, per € 30.465, e depositi cauzionali utenze per € 2.495.

Sezione III – Le passività

III.1 Finanziamenti ricevuti

FINANZIAMENTI IPOTECARI

Nominativo controparte	Categoria controparte	Importo erogato	Durata anni	Forma tecnica	Attività del fondo date a garanzia	
					Immobile	Costo storico rivalutato
AAREAL BANK AG - Filiale Italiana	Banca Italiana	€ 35.000.000	10	mutuo fondiario	Immobile-Milano-Via Tortona, 33 - Immobile ARES	25.800.000
					Immobile-Milano-Via Tortona, 33 - Immobile ATHENA	36.700.000

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

III.5 Altre passività

- Debito d'imposta per € 2.669 relativo a ritenute d'acconto di competenza del mese di dicembre 2006 e versate in data 16 gennaio 2007.
- Ratei e risconti passivi per € 315.223 relativi a ratei passivi di gestione immobiliare
- Altre passività per € 3.341.804, relative a: debiti diversi per € 1.320.943, di cui € 260,00 per inquilini c/anticipi e € 1.320.684 per caparre e acconti su preliminari relativi alla vendita di unità immobiliari del cespite sito a Livorno (nr. 25) e a Venezia Lido (nr.3); per €5.571 per debiti v/ banca depositaria, per € 1.563.618 per debiti verso fornitori e per € 451.672 relative a fatture da ricevere per forniture di competenza dell'esercizio.

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	Bergamo	972
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Porto Torres	1600
Rubrica 1776 Servizio Italia	Roma	800
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Latina	436
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Catania	119
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Roma	700
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Empoli	120
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Napoli	200
Rubrica 1772 Servizio Italia	Roma	3
Servizio Italia Società Fiduciaria e di Servizi per Azioni	Pescara	370
BNL Fondi Immobiliari SGR p.A.	Milano	15141

Le quote detenute dalla BNL Fondi Immobiliari SGR p.A. attualmente ammontano a 13.159 (n.10.456 relativa al collocamento e n. 2.703 relative alla 1° finestra del 2006), sottoscritte ai sensi del Provvedimento Banca d'Italia 1° luglio 1998, e n. 1.982 (n.1.070 relative al collocamento e n. 912 relative alla 1° finestra 2006) eccedenti le percentuali del 2% e dell' 1% del patrimonio del Fondo previste dal medesimo Provvedimento.

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ 10/06/2003 FINO AL 31/12/2006	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse x prezzo emissione)	130.700.000	70,30%
IMPORTO SOTTOSCRIZIONE 1° FINESTRA 2006 (quote emesse x prezzo di emissione)	55.212.310	29,70%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	185.912.310	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-2.020.330	-1,09%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	10.220.096	5,50%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	5.643.708	3,04%
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	-280.408	-0,15%
I. Oneri di gestione complessivi	-4.834.681	-2,60%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	360.649	0,19%
M. Imposte complessive	0	0,00%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATE	-2.672.490	-1,44%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	0	0,00%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	6.416.544	3,45%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31 DICEMBRE 2006	192.328.854	103,45%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	0,00%
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	3,94%	

Sezione V – Altri dati patrimoniali

V.2 Attività nei confronti della Capogruppo della SGR

L'ammontare delle attività in essere nei confronti della Capogruppo della BNL Fondi Immobiliari SGR p.A., Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., concernono i depositi bancari in conto corrente in essere al 31 dicembre 2006, pari a € 29.618.389

V.5 Garanzie ricevute

Il dettaglio delle garanzie ricevute è il seguente:

Immobile	Contraente	Importo	Tipo garanzia
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 13.225	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 18.000	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 31.250	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 15.625	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 33.439	Fidejussione per canoni
Milano - Via Grosio 10/8	impresa commerciale	€ 33.439	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 277.500	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 255.360	Fidejussione per canoni
Milano - Via Tortona 33	impresa commerciale	€ 238.920	Fidejussione per canoni
Livorno - Via Crispi 50	impresa commerciale	€ 100.000	Fidejussione per garanzia lavori
Venezia Lido - Via Della Droma 49	impresa commerciale	€ 595.000	Fidejussione per garanzia lavori
Totale		€ 1.611.758	

V.6 Ipoteche su Beni Immobili

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

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

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

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

RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI

	Utile/perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/ Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
Risultato complessivo delle operazioni su:				
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo			-€ 2.020.330	
2. non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.	€ 1.073.423		€ 574.691	
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito	-€ 28.685		-€ 42.796	
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	-€ 31.873			
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		€ 1.243.662			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi					
2. Utile/perdita da realizzi					
2.1 beni immobili					
2.2 diritti reali immobiliari					
3. Plusvalenze/minusvalenze					
3.1 beni immobili		€ 4.662.924			
3.2 diritti reali immobiliari					
4. Oneri per la gestione di beni immobili		-€ 201.531			
5. Ammortamenti					

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

VI.3 Interessi passivi su finanziamenti ricevuti

La voce, pari a € 280.408 è costituita totalmente da interessi passivi di competenza dell'esercizio sul prestito ipotecario concesso da Aareal Bank Ag Filiale di Milano.

Sezione VII – Oneri di gestione

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale delle attività	% su valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale delle attività	% su valore del finanziamento
1. Provvigioni di gestione	2.448	1,27%	1,06%					
provvigioni di base	2.448	1,27%	1,06%					
provvigioni di incentivo	-							
2. TER degli OICR in cui il fondo investe								
3. Compenso della banca depositaria	96	0,05%	0,04%		96	0,05%	0,04%	
- di cui eventuale compenso per il calcolo del valore della quota								
4. Spese di revisione del fondo	15	0,01%						
5. Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	121	0,06%	0,05%					
6. Compenso spettante agli esperti indipendenti	42	0,02%	0,02%					
7. Oneri di gestione degli immobili	461	0,24%	0,20%		3	0,00%	0,00%	
8. Spese legali e giudiziarie	-	0,00%						
9. Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	51	0,03%						
10. Altri oneri gravanti sul fondo	183	0,09%						
- 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	22	0,01%						
- di cui spese per istruttoria finanziamenti	11	0,01%						
- di cui altre consulenze	82	0,04%						
- di cui commissioni rating	-	0,00%						
- di cui altre spese amministrative	68	0,04%						
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	3.416	1,78%			99	0,05%		
11. Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
- di cui: - su titoli azionari	-							
- su titoli di debito	-							
- su derivati	-							
- altri	-							
12. Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	280			0,19%				0,19%
13. Oneri fiscali di pertinenza del fondo	-	0,00%						
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	3.697	1,92%			99	0,05%		

Sezione VIII – Altri ricavi e oneri

La voce è così composta:

- Interessi attivi pari ad € 58.598, relativi ai depositi sui c/c intestati al Fondo Immobiliare Dinamico, intrattenuti presso la Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
- Altri ricavi pari a € 99.936 sono rappresentati per € 26.725 dalle commissioni di uscita per il rimborso delle quote relative alla 1° finestra del 2006 e per € 73.210 da sopravvenienze attive.
- Altri oneri pari a € 9.378, di cui € 1.455 relativi a sopravvenienze passive, a € 5.207 per commissioni bancarie ed a € 2.712 per interessi passivi sui c/c

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

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

Si informa che i venditori e delle partecipazioni acquisite dal Fondo nel corso del 2006 sono:

- Immobile di Livorno via Crispi nr. 50 – I.A.r.I.Co. srl

- Immobile di Venezia via della Droma nr. 49 – Immobiliare San Trovaso srl
- Immobile di Milano via Grosio nr. 10/8 – Gestioni Mobiliari ed Immobiliari S.p.A.
- Partecipazione di controllo nella società Repe Italia 1 srl – Hsbc Trinkaus & Burkhardt e Asgard Real Estate Private Equity Sarl
- Immobile di Milano Via Tortona nr. 33 – Repe Italia 1 S.r.l.
- Immobile di San Giuliano Milanese (MI) Via Po nr. 13/15 – Redilco Real Estate S.p.A.

Il presente documento è composto da 36 (trentasei) pagine

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO
IMMOBILIARE DINAMICO

RENDICONTO DELLA GESTIONE
AL 31 DICEMBRE 2006

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
AI SENSI DELL'ART. 156 E DELL'ART. 9 DEL D. LGS. 24.2.1998 N. 58

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
ai sensi dell'art. 156 e dell'art. 9 del D. Lgs. 24.2.1998, n. 58

Ai Partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
Immobiliare Dinamico

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione (situazione patrimoniale, sezione reddituale e nota integrativa) del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Immobiliare Dinamico per il periodo annuale chiuso al 31 dicembre 2006. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione compete agli amministratori della società BNL Fondi Immobiliari S.G.R.p.A.. È 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 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, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al precedente rendiconto, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 9 marzo 2006.

3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Immobiliare Dinamico per il periodo annuale chiuso al 31 dicembre 2006 è conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione del patrimonio ed il risultato del periodo annuale del Fondo.

Milano, 19 marzo 2007

Reconta Ernst & Young S.p.A.



Stefano Cattaneo
(Socio)