



**BNP PARIBAS
REAL ESTATE**

INVESTMENT MANAGEMENT

FONDO "BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE"

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2011

Il Fondo "BNL Portfolio Immobiliare" è stato collocato nel corso del 1° semestre dell'anno 2000, raccogliendo un equity pari a 305 milioni di Euro, grazie alla sottoscrizione di 122.000 quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di Euro 2.500, da parte di 20.741 sottoscrittori.

Al 30 giugno 2011 il Fondo ha distribuito proventi ai propri quotisti per complessivi Euro 689,00 pro quota, oltre a rimborsi parziali pro-quota di Euro 214,76 erogati ai sottoscrittori nel corso dell'esercizio 2007 e 2010, a fronte di disinvestimenti effettuati negli esercizi precedenti.

In data 23 dicembre 2009 la SGR ha deliberato la proroga di tre anni della durata del Fondo, già prevista dal Regolamento al 31 dicembre 2010, al fine di completare la dismissione del portafoglio immobiliare alle migliori condizioni di mercato, consentendo, inoltre, l'adeguamento di alcuni immobili alle mutate condizioni della domanda.

Al netto delle minusvalenze non realizzate, il cui dettaglio viene esposto più avanti, derivanti dai riflessi sui valori immobiliari della attuale situazione economico-finanziaria, l'utile dell'esercizio del Fondo risulta positivo e pari a Euro 71.283 (al 30 giugno 2010 utile di Euro 2.225.600, al 31 dicembre 2010 utile di Euro 4.807.208).

Il primo semestre 2011 si chiude con una perdita di Euro 12.969.740 (al 30 giugno 2010 perdita di Euro 13.625.371, al 31 dicembre 2010 perdita di Euro 23.106.003). Il risultato comprende minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 4.503.165 (al 30 giugno 2010 minusvalenze pari a Euro 8.079.215, al 31 dicembre 2010 minusvalenze pari a Euro 11.671.660), corrispondenti alle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti degli immobili posseduti dal Fondo in Italia; minusvalenze non realizzate su partecipazioni italiane per Euro 89.652 (al 30 giugno 2010 minusvalenze per Euro 107.756, al 31 dicembre 2010 minusvalenze per Euro 156.109); plusvalenze non realizzate su strumenti finanziari non quotati per Euro 39.725 (assenti nel 1° semestre 2010, al 31 dicembre 2010 minusvalenze per Euro 423.461) e minusvalenze non realizzate correlate alle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti sugli immobili esteri detenuti indirettamente dal Fondo per Euro 8.487.931 (al 30 giugno 2010 pari a Euro 7.664.000, al 31 dicembre 2010 pari a Euro 15.661.981). Quest'ultimo importo è costituito dalla somma algebrica di: Euro 11.502.202 (affendenti alla svalutazione legata alla conversione di parte dei bonds detenuti dal Fondo ed emessi dalle società partecipate in capitale sociale e a versamenti per ricapitalizzazione effettuati dal Fondo nel corso del semestre), e altri ricavi per Euro 3.014.271 (affendenti all'adeguamento del Fondo rischi già presente nel precedente esercizio).

Al 30 giugno 2011 il valore complessivo netto del Fondo risulta pari a Euro 259.974.877 (30 giugno 2010 Euro 282.425.249, 31 dicembre 2010 Euro 272.944.617); il valore unitario delle quote risulta quindi pari a Euro 2.130,942 (Euro 2.237,251 al 31 dicembre 2010).

Al 30 giugno 2011 le attività del Fondo assommano a Euro 347,4 milioni, valore in diminuzione rispetto all'esercizio precedente (Euro 387,7 milioni) a causa delle vendite effettuate nel periodo, utilizzate a rimborso di finanziamenti in essere, e del minor valore degli immobili e delle partecipazioni posseduti dal Fondo.

Dalla costituzione del Fondo al 30 giugno 2011, il valore della quota, tenendo conto dei proventi e dei rimborsi anticipati erogati ai sottoscrittori per un totale di Euro 903,76 pro quota, si è incrementato rispetto al valore nominale del 21,39%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2011 risulta pari al 2,03 %.

Come previsto dall'art. 14.7 del Regolamento del Fondo, alla SGR compete un compenso corrispondente al 20% del risultato di gestione che dovesse eventualmente eccedere il tasso annuo composto pari a quello di inflazione +3 punti percentuali; al momento nessun importo risulta accantonato.

LO SCENARIO MACROECONOMICO

La crescita del PIL nell'Eurozona è stata pari all'1,8% nel 2010 e allo 0,8% nel primo trimestre del 2011¹. Tuttavia la situazione all'interno dell'area Euro non è omogenea. Ad esempio, la Germania ha registrato una crescita più alta rispetto alla media (+3,6% nel 2010 e +1,5% nei primi tre mesi del 2011), mentre in Francia e in Italia (i due paesi economicamente più grandi dell'area Euro, dopo la Germania) la crescita del PIL nel 2010 è stata, rispettivamente, dell'1,5% e dell'1,3%, mentre nel primo trimestre 2011 dello 0,9% e dello 0,1%². La Spagna ha invece continuato a registrare una riduzione del PIL nel 2010 (-0,1%)³. Nel corso di tutto il 2011 tali differenze dovrebbero essere confermate con l'area Euro che dovrebbe registrare una crescita del 2%, la Germania del 3,2%, la Francia del 2,1%, l'Italia dell'1% e la Spagna dello 0,8%⁴. Parallelamente il tasso di disoccupazione dovrebbe ridursi dal 7,1% del 2010 al 6,4% a fine 2011 in Germania, mantenersi sostanzialmente stabile in Francia e in Italia rispettivamente intorno al 9,5% e all'8,4%, ma aumentare dal 20,1% al 20,6% in Spagna⁵. Per quanto riguarda l'inflazione i primi mesi del 2011 hanno dato continuità alle tendenze inflazionistiche già in atto alla fine dello scorso anno: a Maggio 2011 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo mostrava un incremento del 3% in Italia (era 2,1% a fine 2010), del 2,4% in Germania (1,9% nel 2010), 2,2% in Francia (1,4% nel 2010) e 3,4% in Spagna (2% nel 2010)⁶.

L'evoluzione di tale situazione sarà influenzata dallo sviluppo che la crisi di fiducia che sta caratterizzando i mercati finanziari dell'area Euro in questo periodo avrà nei prossimi mesi. I debiti pubblici di alcuni paesi dell'area Euro sono aumentati negli ultimi anni a seguito della crisi finanziaria ed economica e questo ha portato anche un aumento significativo tra i differenziali di rendimento tra i titoli di stato dei vari paesi europei. Il debito pubblico in percentuale del PIL nazionale è aumentato tra il 2007 ed il 2010 dal 36% al 60% in Spagna, dal 105% al 142% in Grecia, dal 25% al 96% in Irlanda e dal 68% al 93% in Portogallo⁷. In Italia l'aumento è stato relativamente più limitato (dal 103% nel 2007 al 119% nel 2010), tuttavia, già alla fine di Giugno 2011, il differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato italiani e quelli tedeschi (metro di riferimento in materia) ha superato i 220 bps dai 190 bps di inizio anno (è rilevante ricordare inoltre che il differenziale era di soli 74 bps alla fine del 2009).

ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare Europeo

I recenti sviluppi dei mercati immobiliari nei principali paesi Europei sembrano seguire i relativi andamenti delle economie nazionali. In Spagna il volume di investimento semestrale

¹ Banca d'Italia – Bollettino Statistico n.65 (Luglio 2011)

² Banca d'Italia – Bollettino Statistico n.65 (Luglio 2011)

³ Fondo Monetario Internazionale – World Economic Outlook Update (Luglio 2011)

⁴ Fondo Monetario Internazionale – World Economic Outlook Update (Luglio 2011)

⁵ Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2011

⁶ Banca d'Italia – Bollettino Statistico n.65 (Luglio 2011)

⁷ Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2011

(Euro 1,1 miliardi circa) è stato molto vicino al minimo degli ultimi cinque anni e in Portogallo la situazione è stata ancora più negativa con poco più di Euro 120 milioni investiti nei primi sei mesi del 2011⁸. In Italia e Gran Bretagna il mercato degli investimenti immobiliari è stato essenzialmente stabile nei primi sei mesi del 2011 rispetto allo stesso periodo del 2010 (Euro 1,8 miliardi in Italia e Euro 17 miliardi in Gran Bretagna)⁹. Invece, in Germania e in Francia, i volumi investiti nel settore immobiliare hanno mostrato un aumento nel primo semestre dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. In Germania gli investimenti sono passati dai Euro 9 miliardi nel primo semestre del 2010 a più di Euro 11 miliardi nel 2011 e in Francia gli investimenti sono aumentati da meno di Euro 4 miliardi a più di Euro 5 miliardi.

Il mercato immobiliare Italiano

In Italia il mercato degli investimenti nel primo semestre del 2011 è stato in linea con quanto successo nei primi sei mesi del 2009 e del 2010. Il volume di investimento è stato pari a circa Euro 1,8 miliardi nei primi sei mesi dell'anno, di cui più di Euro 400 milioni si riferiscono ad una singola operazione di investimento (La Rinascente di Milano acquistata in Marzo da un Fondo immobiliare italiano)¹⁰.

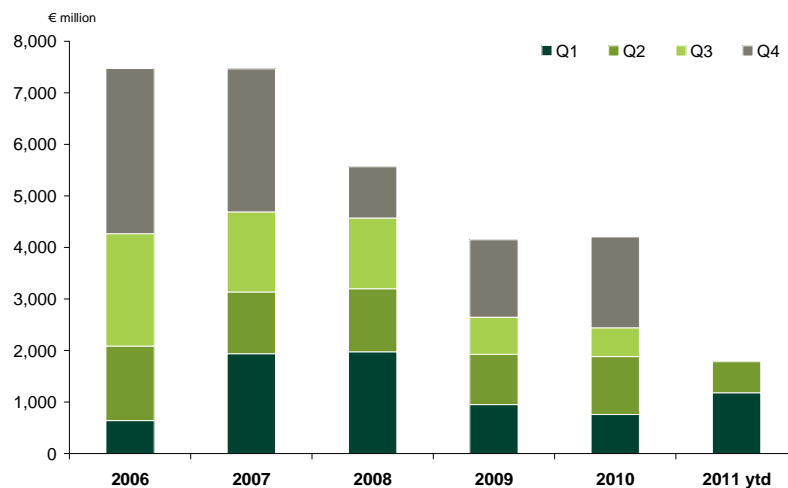


Figura 1: Volume di investimento diretto trimestrale (immobiliare di impresa, in Italia).

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Nel 2010 il volume investito nel primo semestre era stato simile (superiore solo del 5% rispetto a quest'anno) e anche allora era stata registrata una grande transazione di un immobile ad uso commerciale (il centro commerciale Porta di Roma). Da tre anni ad oggi il mercato italiano è rimasto costante non solo in termini numerici, ma anche nelle principali tendenze che lo caratterizzano. Infatti, le operazioni di grandi dimensioni scarseggiano ancora a causa della persistente difficoltà di reperire finanziamenti (ad eccezione della compravendita della Rinascente l'investimento di dimensioni maggiori è stato di circa Euro 70 milioni) e la quota di investimenti di operatori internazionali continua a diminuire. Infine, l'interesse degli investitori continua ad essere fortemente concentrato sugli asset che presentano un rischio minore.

Terziario

Nonostante la lenta uscita dalla crisi il settore uffici mostra dei miglioramenti nei principali indicatori di mercato, proseguendo nella tendenza già osservata durante la fine del 2010. L'assorbimento di spazi ad uso uffici è stato particolarmente elevato nel primo semestre del

⁸ BNP Paribas Real Estate Research

⁹ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁰ BNP Paribas Real Estate Research

2011 e l'interesse dei conduttori si è ancora rivolto in gran parte ad immobili nuovi o recentemente ristrutturati. Inoltre, seppur in molti casi tale assorbimento è riconducibile a traslochi di aziende che hanno accorpato diverse sedi e razionalizzato gli spazi occupati, il tasso di sfritto si è lievemente ridotto.

▪ **Milano**

Nel primo semestre del 2011 il volume di assorbimento si è attestato poco al di sotto dei 200.000 mq, livello ben superiore a quanto registrato nello stesso periodo del 2010 quando l'assorbimento si era fermato poco al di sopra dei 110.000 mq¹¹. Il tasso di sfritto è così diminuito dal 10% di fine 2010 al 9,6% attuale¹². Per quanto riguarda i canoni *prime*, il livello nel centro della città è rimasto stabile rispetto alla fine del 2010 a 520 €/mq/anno, mentre sono lievemente saliti nella zona semi centrale (con particolare riferimento alla zona di Porta Garibaldi e della Stazione Centrale) ai 365 €/mq/anno¹³.

▪ **Roma**

Il mercato romano delle locazioni è stato caratterizzato nel primo semestre del 2011 da due grandi transazioni di oltre 30.000 mq ciascuna che hanno spinto il livello totale di assorbimento (quasi 150.000 mq) a livelli molto alti per il mercato romano¹⁴. Tuttavia anche senza queste due transazioni il mercato romano delle locazioni si è mostrato piuttosto vivace considerando che l'assorbimento nello stesso periodo dell'anno scorso era stato di soli 60.000 mq¹⁵. I canoni *prime* sono tuttavia stabili a quota 420 €/mq/anno nel centro città (dove si è concentrata la maggior parte delle locazioni), mentre nella zone dell'Eur (dove invece le transazioni sono in calo rispetto allo scorso anno) i canoni *prime* sono diminuiti dai 330 €/mq/anno di fine 2010 agli attuali 300 €/mq/anno¹⁶.

Commerciale

Il settore commerciale è probabilmente quello che oggi gode di maggiore salute nel contesto del mercato immobiliare italiano, seppur anche in questo comparto non mancano situazioni di rischio. La crisi economica ha infatti innalzato la disoccupazione e ha, conseguentemente, avuto un effetto negativo sulle dinamiche di consumo delle famiglie italiane. Tuttavia la tradizionale solidità patrimoniale delle famiglie italiane, data dal basso indebitamento e dall'alta propensione risparmio, ha permesso che gli effetti negativi sui consumi rimanessero limitati. Non è infatti un caso che sia proprio il settore commerciale l'unico settore capace di continuare ad attrarre investimenti dall'estero negli ultimi anni: nel corso del 2010 e del primo semestre del 2011 quasi un miliardo di Euro è stato investito in strutture commerciali (prevalentemente grandi centri commerciali) da primari operatori internazionali¹⁷.

Industriale / Logistico

A causa della lenta ripresa dell'economia italiana anche il comparto industriale e della logistica stenta a mostrare dei chiari segnali di miglioramento. Gli investimenti in questa tipologia di immobili da parte di investitori istituzionali sono stati molto limitati nel 2011. Dal lato dei conduttori, tra i principali *drivers* dell'assorbimento di spazi ad uso logistico ed industriale vi è la rilocalizzazione in *location* dotate di eccellenti infrastrutture unitamente al consolidamento in immobili più efficienti (meglio se specializzati per funzioni e per tipo di beni trattati)¹⁸. I canoni di locazioni sono stati stabili nella maggior parte delle regioni

¹¹ BNP Paribas Real Estate Research

¹² BNP Paribas Real Estate Research

¹³ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁴ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁵ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁶ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁷ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁸ JLL – On point Feb 2011

durante il 2010 e solo in poche zone hanno registrato una lieve riduzione¹⁹. In quasi tutte le regioni è stata raggiunta la soglia minima sotto la quale eventuali nuovi progetti non sarebbero più sostenibili da un punto di vista economico. Si prevede tuttavia che nella seconda metà del 2011 i valori di locazione possano tornare a salire²⁰.

IL QUADRO NORMATIVO

Si informa che il primo semestre 2011 è stato caratterizzato da importanti novità sotto il profilo normativo e fiscale. In particolare si evidenzia che, con la legge 12 luglio 2011 n. 106, è stato convertito, senza che fossero apportate modifiche rispetto all'originaria versione del testo normativo, il D.L. n. 70 del 13 maggio 2011 (il c.d. "**Decreto Sviluppo**").

La nuova normativa prevede rilevanti modifiche al regime fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliari contenuto nell'art. 32 del D.L. 78/2010.

In particolare risultano introdotte le seguenti novità:

1. Viene previsto un regime di tassazione "per trasparenza", a decorrere dall'anno 2011, che determina il concorso dei redditi "conseguiti" annualmente dal Fondo immobiliare alla formazione del reddito complessivo di ciascun partecipante, proporzionalmente alla quota di partecipazione detenuta dallo stesso, prescindendo dall'effettiva percezione dei proventi. Tale regime risulta applicabile a tutti i quotisti del Fondo che detengano una partecipazione superiore al 5% (computando anche le quote detenute, *inter alia*, tramite società controllate ovvero soggetti familiari), ad eccezione dei seguenti soggetti (i "**Soggetti Esclusi**"):

- Stato o ente pubblico;
- OICR;
- forme di previdenza complementare e enti di previdenza obbligatori;
- imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati a copertura delle riserve tecniche;
- intermediari bancari e finanziari vigilati;
- i soggetti sopra indicati costituiti all'estero o in territori che consentano uno scambio di informazioni atto ad individuare i beneficiari effettivi, a condizione che siano indicati nella cd. *white list*;
- enti privati residenti che perseguano specifiche finalità di tipo sociale (ex. fondazioni bancarie);
- enti mutualistici;
- veicoli (societari o contrattuali) partecipati per più del 50% dai suddetti soggetti.

Pertanto, con riferimento ai Soggetti Esclusi e a quelli che detengano quote di partecipazione inferiori al 5% viene mantenuto il previgente regime fiscale.

Di conseguenza, i proventi derivanti dai Fondi Immobiliari percepiti dagli investitori in occasione della distribuzione di proventi periodici o del riscatto delle quote sono, in linea di principio, soggetti a una ritenuta alla fonte del 20% che trova applicazione a titolo di acconto o a titolo definitivo delle imposte complessivamente dovute in funzione del regime fiscale del soggetto che percepisce i proventi. Tale ritenuta alla fonte non è operata nei confronti degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) istituiti in Italia e delle forme di previdenza complementare identificate dalla legge.

Sui redditi imputati per "trasparenza" ai soggetti residenti non è più prevista l'applicazione della ritenuta del 20%. Tuttavia, quest'ultima trova applicazione, in ogni caso, per i soggetti non residenti in Italia secondo le disposizioni di cui all'art. 7 del D.L. 351/2001, relativo al regime tributario dei partecipanti.

¹⁹ JLL – On point Feb 2011

²⁰ JLL – On point Feb 2011

2. Gli investitori esteri, che non rientrano tra quelli che possono beneficiare del regime di esenzione dalla ritenuta previsto dalla normativa italiana (come, ad esempio, nel caso dei fondi pensione esteri o degli organismi di investimento collettivo del risparmio esteri istituiti in Stati e territori che consentono lo scambio di informazioni tra le autorità fiscali) ma che soddisfano le condizioni previste per l'applicabilità delle convenzioni contro le doppie imposizioni, possono richiedere l'applicazione della minore aliquota prevista dalle convenzioni.

3. Con riferimento agli anni anteriori al 2011, i soggetti diversi dai Soggetti Esclusi, che al 31 dicembre 2010 detenevano una quota di partecipazione al Fondo superiore al 5%, sono soggetti ad un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5%, da calcolarsi sul valore medio delle quote possedute così come risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010.

L'imposta è versata dal partecipante con le modalità e nei termini previsti per il versamento a saldo delle imposte risultanti dalla dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta 2011. L'imposta può essere versata a cura della SGR o dell'intermediario depositario delle quote in due rate di pari importo, rispettivamente, entro il 16 dicembre 2011 ed entro il 16 giugno 2012. A tal fine, il partecipante è tenuto a fornire la provvista. In mancanza, la società di gestione del risparmio può effettuare la liquidazione parziale della quota per l'ammontare necessario al versamento dell'imposta.

4. Risultano abrogate le disposizioni, presenti nella prima versione del decreto attuativo del decreto legge n. 78/2010, relative all'obbligo di adeguamento (necessario in assenza dei requisiti di "pluralità" dei partecipanti e "autonomia" del Fondo) e correlato al pagamento di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi del 5%, da calcolarsi sul valore del NAV al 31 dicembre 2009.

All'esito dell'emanazione del Decreto Sviluppo la Banca d'Italia ha emanato una circolare con la quale ha comunicato, *inter alia*, il venir meno del potere della stessa Banca d'Italia di approvare i regolamenti di gestione (e loro modifiche) dei fondi riservati ad investitori qualificati e dei fondi speculativi.

5. Viene prevista la "possibilità" di deliberare entro il 31 dicembre 2011, da parte della SGR e previa deliberazione dell'assemblea dei partecipanti, la liquidazione dei fondi nei quali, alla data del 31 dicembre 2010, almeno un partecipante deteneva una quota di partecipazione superiore al 5%; in tal caso, la SGR applica un'imposta sostitutiva pari al 7% del NAV al 31 dicembre 2010. La liquidazione dovrà essere conclusa nel termine di 5 anni e sui risultati di liquidazione eventualmente prodotti, a far data dal 1° gennaio 2011, risulta dovuta annualmente un'imposta sostitutiva del 7%. In tale caso non trovano applicazione l'imposta sostitutiva al 5% e la tassazione per "trasparenza".

6. Viene mantenuto inalterato, rispetto alle originarie prescrizione di cui all'art. 32 del D.L. 78, il regime agevolativo ai fini delle imposte indirette applicabile agli atti di liquidazione/cessione del patrimonio del Fondo.

QUOTAZIONE PRESSO BORSA ITALIANA S.P.A. DI MILANO

A partire dal 2 gennaio 2002 le quote del Fondo sono negoziate presso il MIV, Mercato Telematico degli Investment Vehicles, Segmento Fondi Chiusi, di Borsa Italiana S.p.A; il prezzo di Borsa, alla data del 30 giugno 2011, si è attestato sul valore di Euro 1.346; nel corso del semestre i prezzi hanno subito oscillazioni comprese fra un massimo di Euro 1.728 del 25 febbraio e un minimo di Euro 1.303 registrato il 28 giugno, facendo segnare un progressivo decremento dei valori, pari al 17% rispetto al valore di inizio anno, Euro 1.615.

Nel semestre si è confermata l'esiguità del numero medio delle transazioni giornaliere, 30 quote, rispetto al totale delle quote in circolazione.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

LINEE STRATEGICHE PER LE DISMISSIONI

Si ricorda che il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 23 dicembre 2009, ha deliberato di avvalersi della facoltà prevista dall'art. 2 del Regolamento di gestione del Fondo di prorogare la durata del Fondo di tre anni e pertanto la nuova scadenza è fissata al 31 dicembre 2013.

La società sta perseguendo tutte le possibilità di dismissione del patrimonio del Fondo e, tenendo conto delle caratteristiche del portafoglio immobiliare dello stesso, la SGR ritiene di sviluppare una strategia di dismissione basata, in via prioritaria, sulle vendite di singoli immobili.

La modalità di vendita in "blocco", ovvero tramite il raggruppamento di due o più immobili in un portafoglio, seppur non da escludere a priori, appare ora difficilmente applicabile nell'attuale congiuntura economica.

La SGR ha pertanto intensificato la ricerca di potenziali acquirenti interessati agli immobili, incontrando i maggiori gruppi di consulenza immobiliare italiani e internazionali, oltre che agenti di intermediazione che operano sul territorio locale e operatori istituzionali focalizzati sulle destinazioni d'uso specifiche del portafoglio del Fondo.

GESTIONE IMMOBILIARE

Nel corso del semestre è proseguita l'attività di gestione del portafoglio del Fondo, sotto il profilo della situazione locativa, degli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria sugli immobili, nonché della verifica di opportunità per la dismissione di cespiti.

Con riferimento alle attività di gestione più strettamente immobiliare relativamente all'immobile di **Milano - Via Bernina**, è stata completata la progettazione esecutiva e avviata la gara per l'appalto dei lavori di costruzione. Parallelamente si è proceduto con i lavori di demolizione della porzione industriale.

Sull'immobile di **Bologna Via Mattei** proseguono i lavori necessari per l'utilizzo multi-tenant dell'immobile e per il suo adeguamento funzionale anche attraverso la sostituzione di alcuni impianti non più idonei.

Sull'immobile di **Genova Via Fieschi** sono stati avviati i lavori per il restyling degli ingressi e delle parti comuni al fine di una migliore presentazione e commercializzazione.

Nel corso del primo trimestre è stato stipulato un nuovo contratto di locazione per una superficie complessiva di mq 403; l'immobile risulta quindi locato al 100%.

Per quanto riguarda la commercializzazione nel mese di gennaio sono stati completati i lavori di ristrutturazione dell'immobile di **Parigi - Rue Vivienne** ed è proseguita l'attività di commercializzazione degli spazi che, nel mese di giugno, ha consentito di raggiungere un accordo per la locazione dell'intero complesso al conduttore FremantleMedia, parte del gruppo Bertelsmann, importante multinazionale che opera nel campo dei media.

Per l'immobile di **Vélizy (FR)** sono attualmente allo studio alcune alternative di valorizzazione tra cui una trattativa con un importante operatore nel settore arredamenti per la casa per la trasformazione del complesso in un punto vendita della catena.

Sull'immobile di **Agrate Brianza - Palazzo Pegaso**, è stato raggiunto un nuovo accordo con il conduttore principale dell'immobile, Prenatal, che ha permesso di migliorare e consolidarne il rapporto attraverso la firma di un nuovo contratto di locazione.

Tale contratto, a fronte della risoluzione del contratto in essere, prevede un incremento della superficie occupata pari al 25% con un canone pari a quello del contratto precedente.

A seguito dell'ampliamento degli spazi di Prenatal, l'immobile risulta completamente locato ed è quindi nelle condizioni ottimali per essere posto in vendita

Per quanto riguarda l'immobile Belga di **La Louvière** proseguono le trattative per la rinegoziazione del contratto di locazione con l'obiettivo di giungere ad un'estensione della durata dello stesso nei prossimi mesi al fine di preparare l'immobile per la vendita.

Con riferimento alle vendite in data 30 marzo 2011 è stata perfezionata la cessione dell'ipermercato del **centro commerciale Via Larga sito a Bologna**. L'operazione è stata conclusa ad un prezzo di Euro 31.334.376 con una plusvalenza rispetto al valore di acquisto comprensivo degli oneri capitalizzati pari a Euro 5.611.306 (+21,8%) e una minusvalenza pari a Euro 454.826 rispetto al valore di mercato al 31 dicembre 2010. Si ricorda che il prezzo è stato determinato sulla base dei criteri previsti nel contratto di opzione put&call, stipulato con Gruppo Nordiconad Scarl all'acquisto dell'immobile, ed è stato rettificato per tener conto di alcuni lavori di manutenzione straordinaria, già previsti sull'immobile, che saranno effettuati direttamente dal nuovo proprietario.

In relazione alla strategia di dismissione del patrimonio immobiliare, come già reso noto negli esercizi precedenti, è in corso una modifica dell'assetto della catena societaria estera, composta dalle entità che detengono gli immobili esteri, finalizzata ad una razionalizzazione e semplificazione della struttura. Tale semplificazione ha portato alla liquidazione della società SAC Italia Srl, holding di controllo delle società indirettamente detenute dal Fondo, avvenuta lo scorso dicembre.

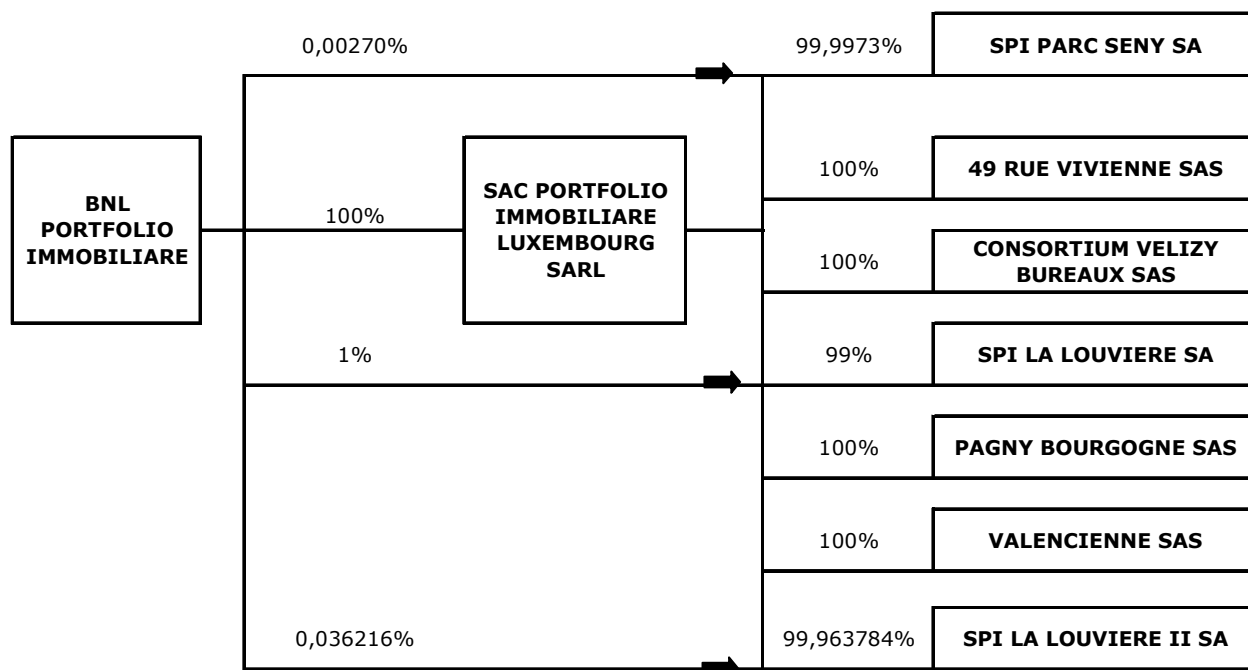
A seguito della vendita dell'immobile di Norimberga la società SAC Norimberga SA, detenuta dalla società SAC Portfolio Immobiliare Luxemburg Sarl e dal Fondo, è stata liquidata in data 29 giugno 2011.

Il nuovo assetto pertanto vede il Fondo controllare al 100% la Società Lussemburghese, SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg SARL, che a sua volta controlla le società operative che detengono gli immobili e la società SPI La Louvière II SA, creata lo scorso settembre 2010 per meglio gestire il contenzioso in corso con l'amministrazione fiscale locale relativo a un credito IVA risalente all'epoca della costruzione dell'immobile.

Nel corso del mese di maggio sono state ricapitalizzate le società Vélizy e Pagny tramite la conversione dei titoli obbligazionari emessi dalle società e sottoscritti dal Fondo.

Nei prossimi mesi la società proseguirà nella ristrutturazione e ricapitalizzazione della holding lussemburghese e delle società sottostanti.

Al 30 giugno 2011 la struttura societaria risulta così costituita:



Come meglio indicato nella tabella riepilogativa che segue, nel corso del primo semestre 2011 i valori di mercato dei cespiti posseduti dal Fondo, a causa del perdurare della crisi economica, hanno subito un ulteriore decremento del loro valore di mercato espresso dall'Esperto Indipendente, C.B. Richard Ellis Professional Services Spa, rispetto all'esercizio precedente.

Alla data del 30 giugno 2011, il valore di mercato complessivo degli immobili posseduti dal Fondo in Italia e all'estero risulta pari a Euro 325,59 milioni.

La tabella seguente riassume alla data del 30 giugno 2011 le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo ed alle società immobiliari estere controllate:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (mq lordi)	Prezzo di acquisto	Valore di mercato al 30.06.2011	Incremento Valore (%) sul Prezzo di acquisto	Conduttore principale
30/11/00	Uffici	Palazzi "L" e "G" a Rozzano - Milanofiori	22.334	22.724.104	18.890.000	-16,87%	Garmin Italia SpA
26/05/01	Uffici	Via Mario Bianchini, 60 - Roma	6.799	15.751.935	14.000.000	-11,12	Conduttori vari
03/08/01	Ufficio	Via Colombo, 416 - Roma	18.268	44.931.750	52.200.000	+16,18 %	H3G Italia SpA
26/09/01	Uffici	Via Bernina, 12 - Milano	11.879	17.740.294	16.760.000	-5,53	Non locato
10/11/01	Uffici	Centro Direzionale Colleoni - Agrate Brianza (MI) - Palazzo Liocorno	17.246	20.942.327	20.440.000	-2,40%	Conduttori vari,

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (mq lordi)	Prezzo di acquisto	Valore di mercato al 30.06.2011	Incremento Valore (%) sul Prezzo di acquisto	Conduttore principale
28/12/01	Galleria Commerciale	Via Larga – Bologna	7.413	27.346.393	35.240.992	+28,87%	Pal.Mira Srl (100% Fondo)
27/12/01	Uffici	Via Enrico Mattei, 102 – Bologna	18.602	21.432.961	15.430.000	-28,01%	Non locato
28/12/01	Deposito logistico	Villanova di Albenga (SV)	20.238	11.981.800	15.280.000	+27,53%	Nordiconad Scarl
17/9/03	Centro commerciale	Gallarate (Va)	4.693	15.134.743	15.780.000	+4,26	Conduttori vari
24/6/2005	Uffici	Via Fieschi Genova	20.965	19.500.000	19.580.000	+0,41	Conduttori vari
29/03/07	Uffici	Centro Direzionale Colleoni - Agrate Brianza (MI) – Palazzo Pegaso	4.815	7.250.000	7.120.000	-1,79%	Conduttori vari
TOTALE ITALIA			153.252	224.736.307 (*)	230.720.992	+2,66%	
Immobili esteri							
30/09/02	Uffici	Bruxelles, Parc Seny	13.996	34.333.000	22.690.000	-33,91%	Bull Sodexho Vari
23/01/04	Uffici	Parigi, Rue Vivienne	4.144	25.545.000	28.350.000	+10,98%	Ingresso di FremantleMedi a previsto ad agosto 2011
04/06/04	Uffici	Vélizy (Parigi)	10.250	30.400.000	12.560.000	-58,68%	Non locato
31/10/05	Logistica	Pagny (Francia)	24.022	14.850.000	9.350.000	-37,04%	Non locato
30/11/05	Logistica	La Louvière (Belgio)	6.028	5.100.000	4.970.000	-2,55%	Pharma Belgium S.A.
18/04/06	Logistica	Valenciennes (Francia)	31.405	18.550.000	16.950.000	-8,63%	Cogedem SAS
TOTALE ESTERO			89.845	128.778.000	94.870.000	-26,33%	
TOTALE GENERALE			243.097	353.514.307	325.590.992	-7,90%	

(*) non comprende eventuali oneri sostenuti per la valorizzazione/ristrutturazione degli immobili, imposte di trasferimento e oneri notarili per Euro 6.459.747.

In particolare per l'immobile di **Rozzano - Milanofiori** la diminuzione del valore è conseguenza dalla situazione di sfitto e del perdurare di una bassa domanda di spazi all'interno di questo centro direzionale di Milano. Attualmente l'immobile è occupato solo per il 20%. Complessivamente il centro direzionale Milanofiori soffre la carenza di domanda di

spazi. Da segnalare l'arrivo della linea della metropolitana cittadina, funzionante da marzo di quest'anno, che si prevede possa influire positivamente per un rilancio del Centro Direzionale nel suo complesso.

Per l'immobile di **Roma, Via Bianchini**, la diminuzione del valore è causata principalmente dal minor reddito generato dalle locazioni in essere e dall'aumento dello sfitto dovuto all'uscita di un conduttore fallito. La diminuzione rispetto al valore di acquisto è sostanzialmente imputabile al minor reddito generato e potenziale rispetto a quello esistente al momento dell'acquisto.

Bologna - Via Mattei è un immobile direzionale di grandi dimensioni e la diminuzione del valore è conseguenza dell'assenza di conduttori e della riduzione della domanda di spazi e dei canoni di mercato. Il mercato di Bologna, nel suo complesso, ha risentito, rispetto ad altre città, maggiormente della crisi economica e i canoni di mercato hanno subito una forte flessione a causa dell'elevato stock di immobili vuoti.

Per l'immobile di **Milano, Via Bernina**, il decremento del valore è principalmente causato dallo stato attuale del cespite. Si ritiene tuttavia che la ristrutturazione in corso rappresenti un importante elemento di valorizzazione il cui effetto verrà pienamente consolidato nel valore dell'asset una volta completato il processo di riposizionamento.

Per quanto riguarda gli immobili all'estero, la crisi dei mercati ha comportato una correzione più rapida e importante dei valori di mercato. In particolare per gli immobili di **Vélizy, e Pagny** la situazione è aggravata dalle previsioni a breve termine sullo stato locativo e della riduzione dei canoni di mercato di riferimento.

Per tutti gli immobili il Fondo sta operando per la ricerca di nuovi conduttori ed è ipotizzabile che un cambio dello stato occupazionale consentirà un parziale recupero dei valori. Ad esempio per l'immobile di **Rue Vivienne (FR)** il nuovo contratto di locazione ha consentito un aumento del valore di mercato rispetto al valore del semestre precedente.

Per l'immobile di **Vélizy Villacoublay (FR)**, la diminuzione di valore assume una sua conversione in commerciale dato il perdurare di una situazione di forte sofferenza del mercato locale degli uffici.

Nel semestre sono stati svalutati crediti vantati dal Fondo verso locatari diversi per Euro 115.678 e sono state effettuate riprese di valore per Euro 108.579. Sono inoltre stati passati a perdita crediti già svalutati per complessivi Euro 246.200 con utilizzo del Fondo rischi relativo. Al 30 giugno 2011 i crediti risultano svalutati complessivamente per Euro 669.698.

I ricavi da locazioni hanno una tendenza in discesa correlata al processo di vendita degli immobili. Nel primo semestre 2011 i ricavi da locazione derivanti dagli immobili posseduti in Italia sono stati pari a Euro 7,1 milioni, mentre i ricavi da locazione derivanti dagli immobili indirettamente posseduti all'estero sono stati pari a Euro 1,7 milioni.

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

GESTIONE FINANZIARIA

Nel corso dei passati esercizi il Fondo ha stipulato contratti di finanziamento ipotecari di tipo "bullet", ossia, con rimborso del capitale a scadenza o in occasione della dismissione di asset immobiliari posti a garanzia del finanziamento, a tasso variabile coperto, finalizzati all'acquisto di immobili, con "Royal Bank of Scotland" - Milano, con "Eurohypo AG" - Succursale di Milano e con BNP Paribas Corporate and Investment Banking.

Inoltre, alcuni finanziamenti relativi agli investimenti in immobili esteri sono stati erogati da banche locali direttamente alle società immobiliari estere controllate dal Fondo.

A fine marzo 2011 a seguito della vendita dell'ipermercato di Bologna Via Larga è stato rimborsato il finanziamento di Royal Bank of Scotland allocato sull'immobile ceduto. Il Fondo

ha inoltre stipulato un nuovo finanziamento ipotecario con la banca BNP Paribas Corporate and Investment Banking, per un ammontare complessivo pari a Euro 20 milioni, che ha consentito, unitamente alla liquidità disponibile presente sul Fondo, di rimborsare l'ammontare residuo del finanziamento di Royal Bank of Scotland, pari a Euro 44,4 Milioni.

In data 30 aprile 2011 il Fondo ha completamente rimborsato il finanziamento acceso con Landesbank Hessen-Thuringen Girozentrale dalla società estera che detiene l'immobile di Valenciennes giunto a scadenza per Euro 9,6 milioni.

In data 11 Aprile 2011 il Fondo ha inoltre parzialmente rimborsato il finanziamento acceso con Landesbank Hessen-Thuringen Girozentrale dalla società estera che detiene l'immobile di Pagny ammontante a complessivi Euro 7,7 milioni totali, per un ammontare pari a Euro 1.093.000.

Per gli immobili di Vélizy e Pagny la società ha richiesto alla banca finanziatrice, Landesbank Hessen-Thuringen Girozentrale, la rinegoziazione dei finanziamenti in scadenza ovvero il posticipo dei termini di rimborso. In data 11 luglio 2011 è stato finalizzato l'accordo per il posticipo del rimborso di Vélizy.

Al termine del periodo la leva risulta utilizzata complessivamente per Euro 88,81 milioni, considerando in questo importo anche Euro 20,9 milioni riferiti a mutui ipotecari erogati alle società immobiliari estere da banche locali. A seguito dei sopraccitati mutamenti, il livello di indebitamento complessivo sul valore di mercato degli immobili in portafoglio è sceso dal 33,8% alla data del 31 dicembre 2010 all'attuale 27,2% alla data del 30 giugno 2011.

In relazione all'andamento negativo dei mercati immobiliari riscontrato, in particolare, nello scorso esercizio, i covenant finanziari relativi ai contratti in essere con le Banche finanziatrici sono costantemente monitorati.

GESTIONE MOBILIARE

Nel corso del semestre la gestione della liquidità del Fondo, delegata a BNP Paribas Investment Partners Sgr, è stata investita in quote di Sicav, denominata "BNP Insticash Fund", investita in strumenti finanziari del mercato monetario in Euro, con rating "Tripla A".

In data 29 giugno 2011 si è provveduto a presentare a BNP Paribas Investment Partners Sgr il recesso dalla delega di gestione che avrà effetto a partire dal 27 settembre 2011.

La situazione dei diversi finanziamenti ancora aperti sul Fondo e degli immobili sottostanti hanno suggerito di trattenere la liquidità esistente per far fronte alle necessità di rimborso degli stessi.

Al 30 giugno 2011 il portafoglio titoli non quotati è pari a:

- Parti di OICR per Euro 18.039.211 milioni, costituiti da quote di Sicav, denominata "BNP Insticash Fund";
- Bonds emessi dalle società partecipate indirettamente dal Fondo per un valore complessivo di Euro 42.749.850, diminuiti rispetto alla fine dell'esercizio precedente di Euro 9,9 milioni per conversione degli stessi in quote ai fini di ricapitalizzare le emittenti.

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 5.553.309 milioni, depositata sui conti correnti accesi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities – Succursale di Milano, di cui Euro 51 mila su conto corrente acceso presso Banca Nazionale del Lavoro, Milano, liquidità momentaneamente depositata in relazione ad operatività bancaria al momento non ancora coperta dalla banca depositaria.

FATTI INTERVERNUTI DOPO LA CHIUSURA DEL PERIODO

Si informa inoltre che successivamente alla chiusura della semestrale, in data 27 luglio, è stato ceduto l'immobile sito in **Roma - Via Cristoforo Colombo**. La cessione è stata conclusa ad un prezzo di Euro 52.400.000 con una plusvalenza rispetto al valore di acquisto comprensivo degli oneri capitalizzati pari a Euro 4.766.489 (+10%) e una plusvalenza pari a Euro 200.000 rispetto al valore di mercato al 30 giugno 2011. Con la cessione dell'immobile di C. Colombo è stato inoltre rimborsato interamente il finanziamento residuo acceso con Eurohypo per un ammontare pari a Euro 47.910.000, riducendo l'indebitamento a Euro 40,9 milioni (di cui Euro 20,9 milioni riferiti a mutui erogati sulle società estere) e portando la leva complessiva al 12,56%.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2011

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30.06.2011		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	652.725	0,19 %	742.377	0,19 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	0	0,00 %	0	0,00 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	42.749.850	12,31 %	52.634.175	13,58 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	18.039.211	5,19 %	0	0,00 %
STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A6. TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A7. TITOLI DI DEBITO	0	0,00 %	0	0,00 %
A8. PARTI DI O.I.C.R.	0	0,00 %	0	0,00 %
STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A9. MARGINI PRESSO ORGANISMI DI COMPENSAZIONE E GARANZIA	0	0,00 %	0	0,00 %
A10. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0,00 %	0	0,00 %
A11. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0,00 %	0	0,00 %
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1 . IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE	230.720.992	66,42 %	266.810.195	68,81 %
B2 . IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA	0	0,00 %	0	0,00 %
B3 . ALTRI IMMOBILI	0	0,00 %	0	0,00 %
B4 . DIRITTI REALI IMMOBILIARI	0	0,00 %	0	0,00 %
C. CREDITI				
C1 . CREDITI ACQUISTATI PER OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE	0	0,00 %	0	0,00 %
C2 . ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
D. DEPOSITI BANCARI				
D1 . A VISTA	0	0,00 %	0	0,00 %
D2 . ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
E. ALTRI BENI				
ALTRI BENI	0	0,00 %	0	0,00 %
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'				
F1 . LIQUIDITA' DISPONIBILE	5.553.309	1,60 %	25.391.463	6,55 %
F2 . LIQUIDITA' DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
F3 . LIQUIDITA' IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1 . CREDITI PER P.C.T. ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0,00 %	0	0,00 %
G2 . RATEI E RISCONTI ATTIVI	2.216.860	0,64 %	2.325.000	0,60 %
G3 . RISPARMI DI IMPOSTA	0	0,00 %	0	0,00 %
G4 . ALTRE	47.430.989	13,65 %	39.818.583	10,27 %
TOTALE ATTIVITA'	347.363.936	100,00 %	387.721.793	100,00 %

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2011

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30.06.2011	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1 . FINANZIAMENTI IPOTECARI	67.910.000	92.347.345
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	77.168	77.168
L2 . ALTRI DEBITI VERSO PARTECIPANTI	24.053	24.053
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1 . PROVVISORIE ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	0	0
M2 . DEBITI DI IMPOSTA	80.893	69.168
M3 . RATEI E RISCOINTI PASSIVI	661.040	456.843
M4 . ALTRE	18.635.905	21.802.599
TOTALE PASSIVITA'	87.389.059	114.777.176
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	259.974.877	272.944.617
Numero delle quote in circolazione	122.000	122.000
Valore unitario delle quote	2.130,942	2.237,251
Controvalore complessivo degli importi rimborsati	0,00	12.200,00
Valore unitario delle quote rimborsate	0,00	100,00
Valore complessivo degli importi da richiamare	0,00	0,00
Valore delle unitario delle quote da richiamare	0,00	0,00
Proventi distribuiti per quota	0,00	50,00
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	0,00	0,00
Fidejussioni rilasciate a terzi	0,00	0,00
Titoli sottoscritti e in attesa di richiamo impegni	0,00	0,00

Il presente documento è composto da 15 (quindici) pagine
BNP Paribas REIM SGR p.A.
L'Amministratore Delegato
(Ivano Ilardo)