



FONDO "BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE"

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2010

Il Fondo "BNL Portfolio Immobiliare" venne collocato nel corso del 1° semestre dell'anno 2000, raccogliendo un equity pari a 305 milioni di Euro.

Vennero sottoscritte 122.000 quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di Euro 2.500, da parte di 20.741 sottoscrittori.

Al netto delle minusvalenze su immobili e partecipazioni immobiliari non realizzate, anche in riferimento alle partecipazioni indirette per le quali il fondo rischi istituito a fine 2009 è stato incrementato per Euro 7,7 milioni, derivanti dai riflessi sui valori immobiliari della attuale situazione economico-finanziaria, il risultato della gestione caratteristica del Fondo risulta positivo per Euro 2.225.600 (al 30 giugno 2009 l'utile era di Euro 2.810.719 e al 31 dicembre 2009 Euro 6.915.111).

Il 1° semestre 2010 si chiude con una perdita di Euro 13.625.371; al 30 giugno 2009 la perdita era risultata di Euro 31.141.052, mentre il 2009 si è chiuso con una perdita Euro 39.679.682.

Alla stessa data il Valore Complessivo Netto del Fondo risulta pari a Euro 282.425.249, al netto dell'ammontare complessivo del provento e del rimborso parziale di quota erogati nel 2010 (Euro 18,3 milioni); tale valore era di Euro 314.350.620 al 31 dicembre 2009 e di Euro 322.889.250 al 30 giugno 2009.

Al 30 giugno 2010 le attività ammontano a Euro 415.053.045 (Euro 458.562.003 al 30 giugno 2009 e Euro 437.315.443 al 31 dicembre 2009).

Al 30 giugno 2010 il valore della quota si è attestato a Euro 2.314,961, al netto del provento di Euro 50 a quota e del rimborso parziale di Euro 100 per quota, distribuiti ai sottoscrittori in data 11 marzo 2010, rispetto ad un valore di Euro 2.576,644 rilevato al 31 dicembre 2009 e di Euro 2.646,633 del 30 giugno 2009.

Tenendo conto dei proventi e del rimborso parziale anticipato erogati ai sottoscrittori per complessivi Euro 903,76, al 30 giugno 2010 il valore della quota si è incrementato rispetto al valore nominale del 28,7%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2010, risulta pari al 2,86%, mentre al 31 dicembre 2009 era pari al 3,38% contro il 3,79% del 30 giugno 2009.

Il minor rendimento si giustifica, come meglio specificato più avanti, con un ammontare di minusvalenze non realizzate sugli immobili direttamente o indirettamente posseduti dal Fondo pari a 15,7 milioni di Euro.

In data 23 dicembre 2009 la SGR ha deliberato la proroga di tre anni della durata del Fondo, che come prevista dal Regolamento è il 31 dicembre 2010.

La proroga è stata decisa, nell'interesse dei sottoscrittori, al fine di completare la dismissione del portafoglio immobiliare in un contesto migliore rispetto a quello attuale, consentendo altresì alcuni investimenti su determinati immobili per l'adeguamento degli

stessi alle mutate condizioni del mercato, con conseguente massimizzazione del valore dell'attivo del Fondo.

Nel periodo di proroga della durata del Fondo verranno comunque vagliate tutte le possibilità di dismissione del patrimonio dello stesso; come già verificatosi nel corso del mese di dicembre 2009 con l'alienazione del centro commerciale "I Portali" sito in Modena.

Inoltre, compatibilmente con le esigenze gestionali del Fondo, si prevede di utilizzare la facoltà di procedere a rimborsi parziali delle quote a fronte di disinvestimenti.

LO SCENARIO MACROECONOMICO

Dopo il forte declino le economie del G8 hanno subito nel corso degli ultimi anni e che ha causato nel 2009, per la prima volta dal dopoguerra, una riduzione del PIL globale dello 0,6%, nel 2010 l'economia globale è ritornata a crescere. Il cammino verso una solida ripresa tuttavia sarà lento e non privo di incognite, in particolar modo per i Paesi Europei. I Paesi emergenti, infatti, faranno registrare, già nel 2010, tassi di crescita del PIL piuttosto elevati (6,3% in media, con punte in Cina e India rispettivamente del 10% e del 8,8%), negli Stati Uniti il PIL è previsto in crescita ad un tasso di poco superiore al 3% nel 2010, mentre nella Zona Euro la crescita sarà soltanto dell'1%¹. La crescita in Europa, grazie anche al deprezzamento dell'Euro, sembra al momento dover contare principalmente sulla domanda estera in quanto la domanda interna appare molto indebolita. Per quanto riguarda il settore privato, infatti, nel 2010 è previsto un ulteriore incremento del tasso di disoccupazione nella zona Euro di circa un punto percentuale. Nel settore pubblico invece sono in via di attuazione importanti programmi da parte dei diversi Governi nazionali per limitare la spesa pubblica, sia nel breve sia nel lungo periodo. La crisi che ha recentemente colpito la Grecia ha, infatti, svelato alcune fragilità nel sistema Euro che stanno avendo ripercussioni su altri Paesi dell'Unione Europea; in particolare avendo innalzato la percezione, da parte degli investitori, del rischio-paese per alcuni Stati con caratteristiche economiche e sociali per qualche aspetto simili alla Grecia. Ciò si è presto tramutato in un aumento dei rendimenti dei titoli governativi (e quindi degli interessi pagati dagli Stati sui loro debiti) e questo processo, congiuntamente agli effetti della crisi economica (riduzione del PIL, e quindi delle entrate per lo Stato, unito all'aumento della spesa pubblica per limitare l'impatto della crisi) ha fatto sì che il contenimento del debito pubblico divenisse la principale priorità di politica economica in Europa.

L'Italia, a causa del suo elevatissimo debito pubblico, è sicuramente tra quei Paesi che dovranno fare particolare attenzione all'evoluzione del proprio deficit nei prossimi anni, tuttavia la situazione dell'Italia appare più solida che altrove. In primo luogo l'alto debito pubblico dello Stato Italiano è ben controbilanciato dal basso indebitamento privato delle famiglie Italiane (Figura 1).

¹ Fondo Monetario Internazionale – World Economic Outlook, Aprile 2010

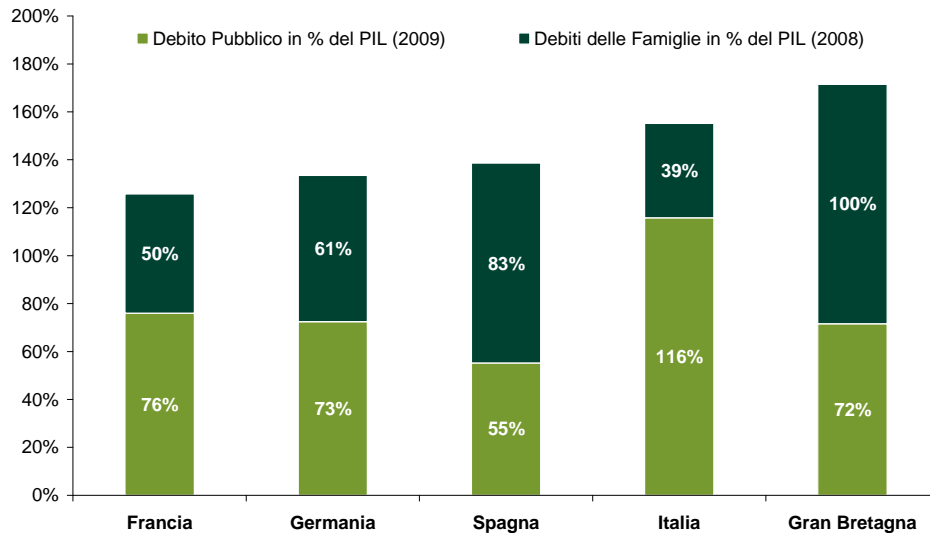


Figura 1: Indebitamento Pubblico e Privato nei Principali Paesi dell'Unione Europea.

Fonte: Eurostat e OCSE

In secondo luogo, il debito pubblico italiano in percentuale del PIL negli ultimi anni crescerà (da 103% nel 2007 al previsto 119% nel 2011), ma meno di quanto accadrà in altri Paesi (in Francia nello stesso arco temporale crescerà dal 63% all'88%, mentre in Spagna dal 36% è previsto arrivare addirittura all'88%)².

ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Investimenti

Il mercato immobiliare, in Europa così come in Italia, aveva mostrato incoraggianti segnali di ripresa negli ultimi mesi del 2009, ma nella prima metà del 2010 ha solo parzialmente confermato l'ottimismo. La crisi greca che ha gettato un'ombra di incertezza sul futuro della ripresa economica in Europa ha infatti rallentato la crescita degli investimenti diretti in immobili, che infatti sono risultati essere inferiori, nel primo semestre del 2010 rispetto al secondo semestre del 2009, in tutte le principali città Europee di circa il 15% in media³. L'impressione generale è che ciò sia causato da differenti ragioni, primo fra tutte le incertezze sul futuro andamento dei canoni di locazione in quanto fortemente legato all'andamento generale dell'economia. Inoltre la debolezza del mercato degli investimenti sembra essere dovuta anche alle difficoltà che incontrano gli investitori ad accogliere le richieste dei potenziali venditori, ancora restii a vendere a sconto rispetto alle valutazioni (ovvero ai valori di acquisto) di qualche anno fa. Tuttavia è da sottolineare che la situazione attuale del mercato immobiliare in Europa presenta *trend* e caratteristiche che, pur non essendo positive, sono comunque migliori rispetto all'anno scorso quando la crisi aveva toccato il suo momento peggiore. Rispetto a dodici mesi fa infatti sono molti i soggetti interessati ad investire nel mercato immobiliare, che rimane sempre uno dei mercati "rifugio" in momenti di incertezza, tuttavia rimane difficile reperire le giuste opportunità di investimento a causa dell'incertezza sui flussi di cassa derivanti dalle locazioni ovvero a causa di prezzi di acquisto richiesti troppo elevati.

In Italia, come nei principali mercati Europei, il mercato degli investimenti diretti in immobili, per quanto riguarda gli investitori istituzionali, è stato nel primo semestre del 2010 in linea con lo stesso periodo dell'anno scorso ma in riduzione rispetto al precedente semestre. Il volume degli investimenti è stato, infatti, di circa Euro 1,8 miliardi (Figura 2), è

² Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2010

³ BNP Paribas Real Estate Research

tuttavia da sottolineare come ben Euro 440 mil siano riconducibili ad una singola operazione (l'acquisto del centro commerciale Porta di Roma da parte di una *joint venture* tra Allianz e Corio). Escluso questo eccezionale *investment* l'attività sarebbe stata del 25% circa inferiore a quella del primo semestre del 2009.

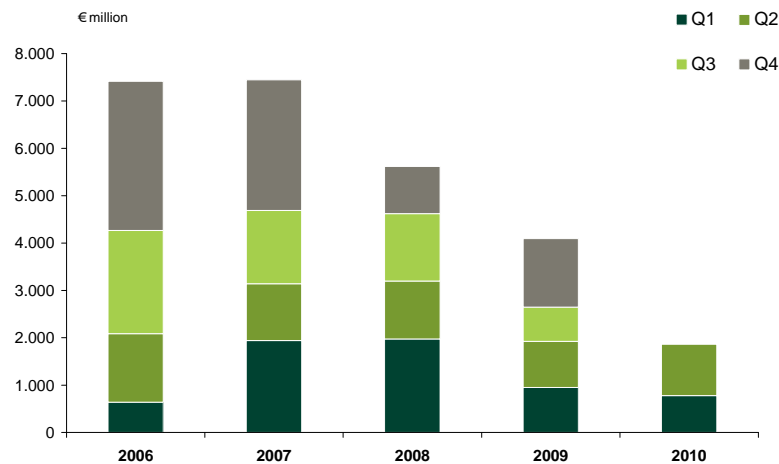


Figura 2: Volume di Investimento in Immobili in Italia.

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Il mercato continua a presentare caratteristiche molto simili a quelle già riscontrate nel corso del 2009: preferenza per le operazioni di taglio piccolo (solo il 20% circa delle operazioni concluse nel 2010 riguarda investimenti maggiori di Euro 50 mil), scarsa presenza di investitori internazionali e concentrazione su investimenti di tipo *core* (localizzati in zone centrali, nuovi o ristrutturati, completamente locati...) che sono ancora largamente preferiti a discapito di immobili di tipo *value-add* o *distressed*. Ciò è dovuto, oltre che alle incertezze sul futuro andamento dell'economia, anche alle caratteristiche dei principali investitori al momento attivi: casse di previdenza, fondi pensione e soggetti con un profilo di rischio molto conservativo. Infine si è registrata una marcata riduzione degli investimenti in immobili ad uso uffici, che nel primo semestre sono stati di poco superiori ai Euro 550 mil, rispetto ai Euro 750 mil e ai Euro 1.250 mil investiti in uffici rispettivamente nel primo e nel secondo semestre del 2009. In questo primo semestre infatti il volume investito in strutture commerciali ha inciso per circa la metà sul totale, risultando in crescita e arrivando a circa Euro 900 mil⁴. Gli investimenti negli altri settori sono stati limitati, con la sola eccezione del settore alberghiero in cui sono stati investiti quasi Euro 200 mil⁵.

Terziario

Così come per il mercato degli investimenti anche il mercato delle locazioni di spazi ad uso terziario ha mostrato nella prima metà dell'anno un rallentamento nella ripresa cominciata circa dodici mesi fa. Il take-up (assorbimento di uffici da parte degli utilizzatori) nelle 8 principali città Europee⁶ è aumentato di solo il 7% rispetto al semestre precedente, ma di quasi il 40% rispetto alla prima metà del 2009 quando la crisi aveva toccato il suo apice⁷. Tuttavia il volume assorbito rimane ancora limitato, nel primo semestre del 2010 infatti il totale dei m² locati nelle 8 principali città Europee è stato pari a circa 2,9 milioni di m² che, seppur in crescita, rappresenta un balzo indietro di cinque anni: nel periodo pre - crisi infatti i volumi assorbiti dal mercato erano decisamente più alti e per arrivare ad un volume così

⁴ BNP Paribas Real Estate Research

⁵ BNP Paribas Real Estate Research

⁶ Londra, Parigi, Milano, Madrid, Bruxelles, Francoforte, Berlino, Monaco

⁷ BNP Paribas Real Estate Research

contenuto è necessario tornare al 2005⁸. È chiaro dunque quanto sia stato rilevante l'impatto della crisi sulle aziende e sulle loro decisioni riguardanti la locazione di nuovi uffici.

▪ Milano

Il mercato uffici di Milano nel primo semestre del 2010 è stato caratterizzato da una certa stabilità in tutti i suoi principali indicatori; come per le altre città Europee comunque si tratta di una stabilità raggiunta su volumi di transazioni inferiori rispetto al recente passato. Il primo semestre del 2010 è stato caratterizzato da un volume di m² assorbiti pari a circa 110.000 m², in linea con quanto registrato il semestre precedente. Il tasso di sfritto è così andato stabilizzandosi, anche grazie al rallentamento di alcuni progetti in via di sviluppo, su valori vicini al 9,5%, che sono comunque piuttosto alti per il mercato milanese⁹.

Allo stesso modo anche i canoni di locazione si sono stabilizzati su livelli inferiori a quelli di qualche anno fa, sia per quanto riguarda i *prime rent* sia per quanto riguarda il livello medio dei nuovi canoni di locazione stipulati. I *prime rent* dopo aver raggiunto nel 2008 i 550 Euro/ m²/anno sono ora stabili da diversi mesi a quota 500 Euro/m²/anno, mentre la media dei nuovi canoni stipulati è passata dai 250 - 260 Euro/m²/anno ai 230 - 240 Euro/m²/anno, livello su cui il mercato milanese si è stabilizzato nell'ultimo anno e mezzo¹⁰.

▪ Roma

Così come il mercato milanese anche quello romano sembra aver raggiunto una certa stabilità dopo le forti riduzioni causate dalla crisi economica. Il volume di *take up* registrato nella prima metà del 2010 ha quasi raggiunto i 60.000 m²; questo volume conferma il livello del secondo semestre del 2009, ma supera quello raggiunto nella prima metà dello scorso anno. Il tasso di sfritto nel mercato romano è cresciuto nel corso dell'ultimo anno (raggiungendo il 6,5% circa), ma in misura inferiore di quanto non sia accaduto a Milano e nelle altre grandi città Europee grazie al limitato volume di m² immessi nel mercato recentemente.

Infine anche i canoni *prime* sembrano aver raggiunto una certa stabilità attestandosi da circa un anno vicino ai 420 Euro/m²/anno. La media dei nuovi canoni stipulati invece, grazie anche ad un maggior numero di transazioni nelle zone periferiche della città, si è ridotta negli ultimi dodici mesi da 280 Euro/m²/anno circa agli attuali 260 Euro/m²/anno.

Commerciale

Il mercato degli immobili ad uso commerciale è stato anch'esso fortemente condizionato della congiuntura economica negativa che ha caratterizzato tutto il 2009. In particolare il basso livello dei consumi delle famiglie italiane ha reso insostenibili molti contratti di locazione da parte degli esercenti che hanno così richiesto rinegoziazioni dei contratti ai proprietari degli immobili. Tuttavia la domanda interna in Italia giocherà un ruolo fondamentale nella ripresa dell'economia e in quest'ottica è da vedere anche la prevista crescita dei consumi nel 2010, che sarà contenuta (+0,8%) ma comunque superiore a quella prevista in molti altri paesi dell'Unione Europea¹¹. È probabile che queste caratteristiche del tessuto socio-economico italiano abbiano contribuito ad attrarre investitori internazionali in questo settore del mercato *real estate* italiano anche nel 2010. Le principali operazioni di investimento del 2010 in Italia hanno riguardato compravendite di grandi centri commerciali che sono stati acquisiti da operatori internazionali, come ad esempio il centro commerciale Porta di Roma (acquistato per Euro 440 mil circa da una *joint venture* tra Allianz e Corio) e Le Vele di Cagliari (acquistato per oltre Euro 100 mil da Corio).

⁸ BNP Paribas Real Estate Research

⁹ BNP Paribas Real Estate Research

¹⁰ BNP Paribas Real Estate Research

¹¹ Commissione Europea – Economic Forecast Spring 2010

Fondi Immobiliari

I fondi immobiliari Italiani nel 2009 sono tornati in territorio positivo, dopo aver avuto una *performance* negativa per la prima volta dalla loro istituzione nel corso del 2008: nella seconda metà del 2009 hanno fatto registrare una crescita pari allo 0,7% (Indice IPD dei fondi immobiliari Italiani¹²).

I fondi immobiliari quotati, nonostante un andamento piuttosto negativo dei mercati finanziari nella prima metà dell'anno, hanno mostrato una *performance* positiva e piuttosto stabile. L'Indice BNP Paribas REIM che monitora l'andamento dei fondi immobiliari quotati italiani ha avuto una performance mensile positiva in tutti i mesi del 2010, con una sola eccezione nel mese di Maggio, mostrando un incremento del 2,6% tra l'inizio dell'anno e il 30 Giugno 2010¹³.

IL QUADRO NORMATIVO

Si informa che il primo semestre 2010 è stato caratterizzato da importanti novità sotto il profilo normativo e fiscale.

In particolare l'art. 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, attualmente all'esame del Parlamento per la conversione in legge, ha introdotto rilevanti modifiche di carattere normativo e fiscale. Il mercato è in attesa della conversione in legge di detto decreto e dell'emanazione dei relativi decreti attuativi; successivamente alla loro entrata in vigore si potrà valutare l'impatto delle nuove norme sui fondi oggetto della manovra finanziaria.

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 valore di Borsa, alla data del 30 giugno 2010, si è attestato sul valore di Euro 1.500; nel corso del semestre i prezzi hanno subito oscillazioni comprese fra un massimo di Euro 1.786 del 16 febbraio e un minimo di Euro 1.484 registrato il 26 maggio, facendo segnare un progressivo decremento dei valori, pari al 13% rispetto al valore di inizio anno, Euro 1.718.

Nel semestre si è confermata l'esiguità del numero medio delle transazioni giornaliere, 22 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.

Tale decisione, presa nell'interesse dei sottoscrittori, è derivata dalla situazione del mercato immobiliare e ha l'obiettivo di poter beneficiare di un contesto economico più stabile e di evitare l'imposizione di forti sconti al momento della vendita degli immobili.

Tenendo conto delle caratteristiche del portafoglio immobiliare del Fondo, la SGR ritiene di sviluppare una strategia di dismissione degli immobili basata, in via prioritaria, sulle vendite "asset by asset".

¹² Il rendimento per quota non considera l'impatto di tasse e costi di negoziazione delle quote ed è calcolato rettificando la variazione nel periodo del NAV, detraendo dividendi e rimborsi parziali di quote deliberati nel periodo di misurazione

¹³ BNP Paribas Real Estate Research

La modalità di vendita in "blocco", ovvero tramite il raggruppamento di due o più assets in un portafoglio, seppur non da escludere a priori, appare ora difficilmente applicabile, oltre che per le caratteristiche dell'attuale congiuntura, anche per la particolare diversificazione geografica e di classe di investimento degli asset del Fondo.

La modalità di vendita "immobile per immobile" ha, tra l'altro, proprio il vantaggio di favorire una maggior partecipazione degli investitori locali o di piccole dimensioni che potrebbero meglio apprezzare alcuni degli immobili del portafoglio per la loro competenza focalizzata su aree geografiche oppure su tipologie specifiche.

Alla luce delle precedenti considerazioni, la SGR ha 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.

La società sta perseguendo tutte le possibilità di dismissione del patrimonio del Fondo e, compatibilmente con le esigenze gestionali dello stesso, prevede di utilizzare, già a partire dal presente esercizio, la facoltà di procedere, a fronte di disinvestimenti, a rimborsi parziali delle quote.

GESTIONE IMMOBILIARE

Nel corso dell'esercizio è proseguita l'attività finalizzata alla ricerca della ottimizzazione dei risultati 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.

Nei mesi passati sono proseguiti i lavori per la ristrutturazione dell'immobile di Parigi - Rue Vivienne, è stata completata la fase di progettazione, sono stati ottenuti i permessi necessari e sono stati avviati i lavori di ristrutturazione. Sull'immobile di Parigi - Velizy - Avenue de L'Europe sono stati completati degli studi di fattibilità finalizzati a verificare le ipotesi di intervento e i costi necessari per riposizionare l'immobile sul mercato. Relativamente all'immobile di Milano - Via Bernina, a seguito dello studio preliminare commissionato per analizzare le alternative di trasformazione, è stato predisposto un progetto preliminare e nel corso del mese di giugno si è provveduto alla presentazione della DIA (Denuncia di Inizio Attività) per i lavori.

Il perdurare della crisi economica è la causa principale delle difficoltà di molte imprese che in questo contesto sono spinte a contenere le spese e quindi i costi di locazione, che generalmente rappresentano una voce importante nei loro bilanci. In molti casi è altresì forte l'esigenza di ridurre gli spazi a causa della minore attività e la conseguente riduzione di personale. Questi fattori hanno portato a una discesa dei canoni di mercato, sostanzialmente generalizzata, seppur differenziata a seconda delle localizzazioni e del volume degli spazi vuoti disponibili nell'area di riferimento.

In questo contesto generale anche gli obiettivi per le locazioni degli immobili del Fondo sono stati rivisti per adeguarsi ai nuovi scenari di mercato e allo scopo di ottimizzare il profilo locativo a medio/lungo termine degli assets detenuti. Di conseguenza si persegue una strategia di revisione dei contratti in essere al fine di conservare i conduttori attualmente presenti negli immobili. A titolo di esempio, nel caso dell'immobile di Roma Via Cristoforo Colombo, condotto in locazione da H3G Italia S.p.A, è stato stipulato un nuovo contratto di locazione con durata di nove anni rinnovabile di ulteriori sei anni in cambio di uno sconto sul canone di competenza 2010 e il nuovo canone a regime sarà scontato del 3% rispetto a quello precedente. La nuova durata garantisce una maggiore sicurezza sui futuri canoni e, in questo contesto di mercato, consentirà una vendita a un prezzo più favorevole dell'immobile. Accordi analoghi sono stati stipulati con alcuni conduttori degli immobili di Genova - Via Fieschi e Bruxelles (Belgio) - Parc Seny. Per gli immobili di La Louviere e Valenciennes si segnala che sono in corso trattative simili con i conduttori.

Qui di seguito vengono illustrate alcune situazioni specifiche di rilevante importanza relative ad alcuni degli immobili posseduti dal Fondo.

A seguito della ristrutturazione della galleria del Centro Commerciale "Via Larga" di Bologna, conclusasi lo scorso settembre, è ancora in corso una revisione del mix merceologico finalizzata al miglioramento dell'offerta commerciale complessiva e alla sostenibilità dei ricavi derivanti dalle locazioni. Questa fase dovrebbe concludersi con la riapertura della nuova food court prevista verso Dicembre o, al più tardi, nei primi mesi del 2011.

Per l'immobile sito in Roma, Via M. Pandolfi de Rinaldis (ex Via Schiavonetti) si segnala che è in corso una trattativa per la vendita dell'immobile. Si ritiene che la trattativa possa essere conclusa positivamente nel corso dei primi mesi del secondo semestre dell'anno. Si ricorda che l'immobile era stato oggetto di un accordo con il conduttore, Decathlon Italia, che ha consentito di concedere uno sconto sul canone di locazione in cambio di un importante allungamento della durata del contratto.

Con riferimento all'immobile sito in Milano - Via Bernina, che attualmente risulta sfitto, è stato completato lo studio finalizzato al suo riposizionamento. Nel secondo trimestre dell'anno è stato predisposto un progetto preliminare per la ristrutturazione che prevede la parziale demolizione dei vecchi capannoni industriali, posti sul retro dell'edificio, per far spazio a una nuova palazzina destinata ad uffici. A giugno è stata presentata la DIA (Denuncia di Inizio Attività) e sono stati avviati i lavori di bonifica atti alla rimozione di alcuni vecchi serbatoi. Nei prossimi mesi è prevista la definizione del progetto architettonico esecutivo.

In relazione al centro logistico di Hochstad - Norimberga (Germania), si segnala che a maggio il Fondo ha ricevuto una manifestazione di interesse per l'acquisto da parte di un privato locale e le parti stanno discutendo i termini per la cessione dell'immobile. E' opportuno ricordare che nel mese di giugno 2009 il Fondo ha ricevuto la disdetta del contratto di locazione da parte del locatario dell'immobile, Baxter Deutschland GmbH.

Per quanto riguarda gli altri immobili italiani del Fondo, è continuata l'attività di ricerca di nuovi conduttori per la messa a reddito delle porzioni sfitte.

Sull'immobile di Rozzano - Milanofiori - Palazzi L e G è stato firmato un contratto per l'affitto di una porzione dell'autorimessa. Permanendo comunque un mercato molto debole caratterizzato dall'assenza, o quasi, di richieste per nuovi spazi da prendere in locazione, su questo immobile è in corso uno studio di fattibilità per il frazionamento delle unità immobiliari in modo da poter intercettare una più ampia domanda includendo quella orientata verso medie e piccole superfici.

Come già segnalato alla fine scorso esercizio, per l'immobile del Centro Direzionale "Colleoni" (Palazzo Liocorno), si conferma anche per il primo semestre dell'anno un ritorno della domanda di spazi che ha permesso di siglare 6 nuovi contratti di locazione per complessivi 1.800 mq. Questi contratti hanno consentito di aumentare il tasso di occupazione che ha raggiunto l'83% della superficie.

Al fine di riposizionare l'immobile di Pagny (Francia), che sarà liberato nel mese di settembre, si segnala che il Fondo ha conferito mandato di locazione a un broker locale (Dijon) e sta partecipando a una gara per l'affitto del complesso ad un importante operatore internazionale, attivo nel settore degli elettrodomestici e piccoli elettrodomestici, che è alla ricerca di un nuovo centro di distribuzione di livello nazionale.

Relativamente all'immobile di Velizy (Francia), il contratto di locazione con Bouygues Telecom è giunto a scadenza il 30 giugno. Nei mesi passati sono state effettuate alcune verifiche tecniche in relazione allo stato di manutenzione alla data del rilascio e, sulla base degli accordi contrattuali, è stato richiesto a Bouygues Telecom un'indennità per il ripristino

in buono stato degli spazi e degli impianti. Le parti hanno concordato il versamento a favore della proprietà di un ammontare pari a Euro 1,2 milioni a titolo di risarcimento.

Si segnala che è in corso uno studio per una ristrutturazione dell'immobile che possa consentire una locazione frazionata dell'immobile, con l'obiettivo di offrire un asset più funzionale e adatto alle esigenze dei potenziali conduttori. Questa scelta è dettata da una modifica della domanda di spazi sia in termini quantitativi, si è infatti registrata una forte contrazione della domanda derivante da conduttori interessati ai tagli di 5.000 mq o superiori, sia in termini qualitativi, dove i conduttori possono scegliere tra molte offerte di spazi nuovi o recenti con standard qualitativi moderni e elevate caratteristiche energetiche.

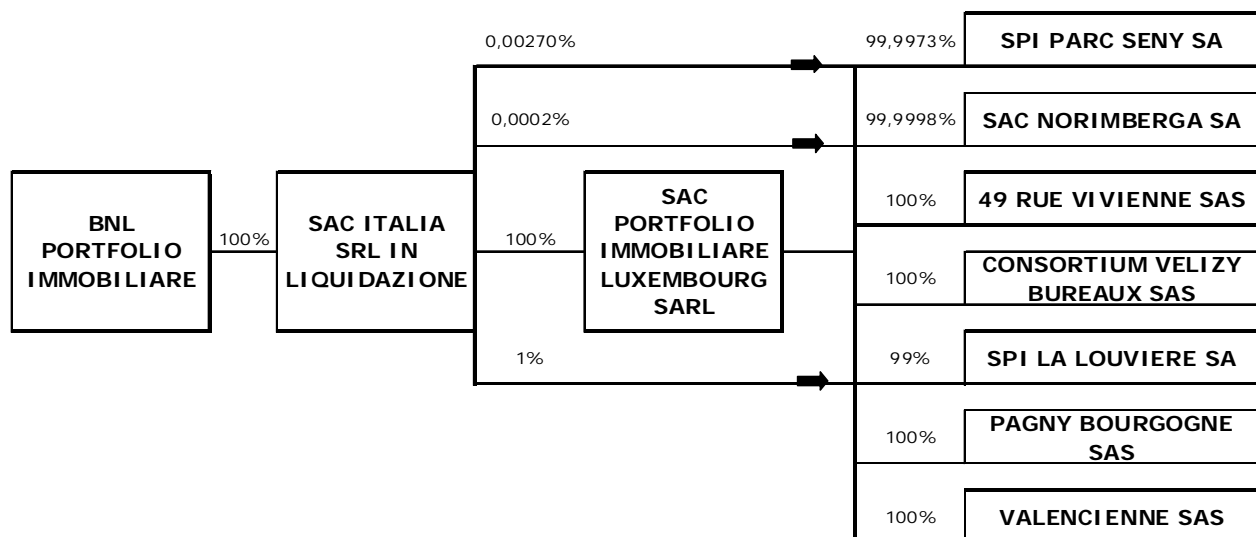
Compatibilmente con le strategie di valorizzazione e miglioramento del profilo dei contratti di locazione, continuano le attività di promozione finalizzate alla vendita degli immobili in portafoglio.

In relazione alla strategia di dismissione del patrimonio immobiliare, come già reso noto alla fine dell'esercizio 2009, è in corso una modifica dell'assetto societario della catena societaria estera, composta dalle società che detengono gli immobili esteri, finalizzata ad una razionalizzazione e semplificazione della struttura. Tale semplificazione prevede la liquidazione della società SAC Italia Srl, holding di controllo delle società indirettamente detenute dal Fondo.

Il nuovo assetto vedrà il Fondo controllare al 100% la Società Lussemburghese, SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg SARL, che a sua volta controllerà le sette società operative, ognuna delle quali detiene un immobile.

Per quanto riguarda la società SPI La Louviere SA, che detiene l'immobile logistico de La Louviere, si procederà nei prossimi mesi ad una suddivisione del veicolo finalizzata da un lato a predisporre la vendita del veicolo e dell'immobile e, dell'altro, a conservare la gestione di un contenzioso con l'amministrazione locale, relativo a un credito IVA risalente all'epoca della costruzione dell'immobile, che si ritiene possa risolversi in favore del Fondo.

Al 30 giugno 2010 la struttura societaria risulta così costituita:



Come meglio indicato nella tabella riepilogativa che segue, nel corso del primo semestre 2010 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. I valori di mercato degli asset ubicati all'estero hanno risentito in maniera maggiore della crisi economica generale, in particolare per gli immobili dove sono presenti situazioni di sfitto.

Alla data del 30 giugno 2010, il valore di mercato complessivo degli immobili posseduti dal Fondo in Italia e all'estero risulta pari a Euro 402,8 milioni, contro un costo storico di acquisto degli stessi di Euro 404,8 milioni con un decremento di valore del 0,49% (Euro 2 milioni).

In particolare, il valore di mercato dei cespiti posseduti in Italia registra una variazione positiva rispetto al costo storico del 8,64% (Euro 23,39 milioni), mentre quello degli immobili posseduti all'estero subisce, al momento, una diminuzione del 18,94% (Euro 25,39 milioni).

La tabella seguente riassume alla data del 30 giugno 2010 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 30/06/2010	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
30/11/00	Uffici	Palazzi "L" e "G" a Rozzano - Milanofiori	22.334	22.724.104	19.900.000	-12,43	Garmin Italia SpA
26/05/01	Uffici	Via Mario Bianchini, 60 – Roma	6.799	15.751.935	14.920.000	-5,28	Conduttori vari
03/08/01	Ufficio	Via Colombo, 416 - Roma	18.268	44.931.750	53.480.000	19,02	H3G SpA
26/09/01	Uffici	Via Bernina, 12 – Milano	11.879	17.740.294	16.510.000	-6,94	Non locato
10/11/01	Uffici	Centro Direzionale Colleoni - Agrate Brianza (MI)	17.246	20.942.327	20.990.000	0,23	Conduttori vari,
30/11/011	Ipermercato Centro Commerciale	Via Larga – Bologna	36.129	51.413.284	31.310.000	29,01	Nordiconad Soc Coop.
	Galleria del Centro Commerciale				35.020.000		Pal.Mira Srl (100% Fondo) Conduttori vari
27/12/01	Uffici	Via Enrico Mattei, 102 – Bologna	18.602	21.432.961	15.580.000	-27,31	Non locato
28/12/01	Deposito logistico	Villanova di Albenga (SV)	20.238	11.981.800	15.970.000	33,29	Nordiconad Scarl
23/12/02	Centro commerciale	Via M. Pandolfi de Rinaldis – Roma (ex V. Schiavonetti)	34.596	22.000.000	24.990.000	13,59	Decathlon Italia Srl
17/9/03	Centro commerciale Malpensa 1	Gallarate (Va)	4.693	15.134.743	16.990.000	12,26	Conduttori vari
24/6/2005	Uffici	Via Fieschi Genova	20.965	19.500.000	21.220.000	8,82	Conduttori vari
29/03/07	Uffici	Agrate Brianza (Mi)	4.815	7.250.000	7.310.000	0,83	Conduttori vari
TOTALE ITALIA				270.803.198	294.190.000	8,64	

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (mq lordi)	Prezzo di acquisto	Valore di mercato al 30/06/2010	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
Immobili esteri							
30/09/02	Uffici	Bruxelles	13.996	34.333.000	24.470.000	-28,73	Bull Sodexho Vari
20/11/02	Centro Logistico	Norimberga	7.125	5.250.000	4.230.000	-19,43	Baxter
23/01/04	Uffici	Parigi	4.144	25.545.000	27.000.000	5,70	Non locato
04/06/04	Uffici	Velizy (Parigi)	10.250	30.400.000	19.490.000	-35,89	Non locato
31/10/05	Logistica	Pagny (Francia)	24.022	14.850.000	10.970.000	-26,13	C.F.A.
30/11/05	Logistica	La Louviere	6.028	5.100.000	5.570.000	9,22	Pharma Belgium S.A.
18/04/06	Logistica	Valenciennes	31.405	18.550.000	16.910.000	-8,84	Cogedem SAS
TOTALE ESTERO				134.028.000	108.640.000	-18,94	
TOTALE GENERALE				404.831.198	402.830.000	-0,49	

Si segnala che a decorrere dal 30 giugno 2010 è esercitabile da parte di Nordiconad Soc. Coop., precedente proprietaria dell'immobile, una "opzione call" sulla porzione dell'immobile relativa all'ipermercato del centro commerciale di Bologna - Via Larga a un prezzo predefinito. Analogamente il Fondo potrà esercitare un'"opzione put" per l'ipermercato oppure per la galleria congiuntamente alla società Pal.Mira Srl che detiene le licenze commerciali della galleria, o per entrambe le porzioni congiuntamente. L'ammontare predefinito per l'ipermercato è pari a Euro 31,3 milioni mentre quello per la galleria e la società detentrici delle licenze è pari a Euro 34,7 milioni. La discesa del valore di mercato dell'immobile al 30 giugno 2010 è imputabile agli effetti delle opzioni "put" e "call".

In alcuni casi il valore di mercato degli immobili è sceso sotto il prezzo d'acquisto a causa di specifiche situazioni problematiche, alle quali si è aggiunta la correzione generalizzata dei valori causata dalla crisi dei mercati immobiliari.

In particolare per l'immobile di Rozzano - Milanofiori la diminuzione del valore è conseguenza dalla situazione di sfritto. Attualmente l'immobile è occupato solo per il 20%. Complessivamente l'intero centro direzionale Milanofiori soffre la carenza di domanda di spazi, tale situazione è peggiorata dalla presenza di uno sfritto elevato, destinato a aumentare anche in conseguenza delle nuove realizzazioni relative al nuovo comparto "Milanofiori Nord". È peraltro da segnalare che la zona potrà essere significativamente valorizzata dall'arrivo della linea metropolitana cittadina, previsto entro la fine del corrente anno. Si ritiene che ciò possa contribuire alla ricerca di nuovi conduttori.

Analogamente l'immobile di Bologna - Via Mattei è inserito in un contesto difficile, immobile direzionale di grandi dimensioni in contesto prevalentemente industriale, e la sua

diminuzione del valore è conseguenza dell'assenza di conduttori e del peggioramento dei canoni di mercato.

Per l'immobile di Roma, Via Bianchini, la diminuzione del valore è causata principalmente dal minor reddito generato dalle locazioni in essere rispetto all'epoca dell'acquisto e dall'aumento dello sfitto dovuto all'uscita di un conduttore fallito.

Per l'immobile di Milano, Via Bernina, si ritiene che il consolidamento del titolo autorizzativo per la ristrutturazione (Denuncia di Inizio Attività), avvenuto prima dell'adozione da parte del comune di Milano del nuovo Piano Generale del Territorio, rappresenti un elemento di importante valorizzazione poiché nei prossimi anni è prevedibile un forte rallentamento generale dei progetti non ancora autorizzati sull'intero territorio.

Per quanto riguarda gli immobili all'estero, la crisi dei mercati ha comportato una correzione più rapida e importante dei valori di mercato. Per gli immobili di Velizy, Pagny e Hochstadt la situazione è aggravata dalle previsioni a breve termine sullo stato locativo e dai canoni di mercato che sono scesi ovunque. Per tutti gli immobili il Fondo sta operando per la ricerca di nuovi conduttori e cambiando lo stato occupazionale è possibile un recupero dei valori. Ad esempio si segnala che per Parigi, dove il fondo detiene l'immobile di Rue Vivienne (FR), i segnali provenienti dal mercato per gli immobili di tipo core sono molto incoraggianti e i valori sono tornati a crescere.

Per l'immobile di Velizy Villacoublay (FR) si ritiene che in relazione al rischio locativo molto elevato, data la situazione di forte sofferenza del mercato locale, e ai lavori di ristrutturazione da sostenere, i valori potranno subire ulteriori variazioni negative nei prossimi periodi

Nel semestre sono stati svalutati crediti vantati dal Fondo verso locatari diversi per Euro 147.760 e sono state effettuate riprese di valore per Euro 174.913. Al 30 giugno 2010 i crediti risultano svalutati complessivamente per Euro 803.131.

Nello stesso periodo i ricavi da locazione derivanti dagli immobili posseduti in Italia sono stati pari a Euro 9 milioni. Nell'analogo periodo dell'esercizio precedente, a parità di perimetro, e dunque al netto del canone relativo all'immobile "I Portali" ceduto alla fine del 2009 i ricavi da locazione percepiti erano Euro 8,9 milioni.

Nel corso del semestre i ricavi da locazione derivanti dagli immobili indirettamente posseduti all'estero sono stati pari a Euro 4,4 milioni (Euro 5,3 milioni nell'analogo periodo dell'esercizio precedente e Euro 10,6 milioni al 31 dicembre 2009).

Nel corso del 2010 il Fondo ha incassato dividendi per Euro 438 mila e rimborsi anticipati per Euro 329 mila in relazione al fondo "Scarlatti", contabilizzato sulla base del valore del NAV al 31 dicembre 2009.

Si segnala che è in corso una trattativa per la vendita delle 50 quote del Fondo "Scarlatti" detenute dal Fondo. Presumibilmente la cessione si perfezionerà entro la fine del mese di settembre.

Quanto invece ai titoli di debito emessi dalle società estere controllate indirettamente dal Fondo, sono maturati alla fine del 1° semestre del 2010 interessi attivi per complessivi Euro 2.246.352, di cui solo una parte liquidati in relazione alla situazione di sfitto degli immobili di proprietà delle stesse società immobiliari.

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.

Al termine del periodo la leva finanziaria risulta utilizzata per Euro 150,6 milioni (Euro 150,6 milioni al 31 dicembre 2009), di cui Euro 34,3 milioni sono riferibili a mutui ipotecari erogati alle società immobiliari estere da banche locali; la leva complessiva è pari al 37,4% del valore di mercato degli immobili dell'intero portafoglio (36,4% al 31 dicembre 2009).

In relazione al contratto di finanziamento in essere con "Eurohypo" - Milano, si segnala che la diminuzione del valore di mercato degli immobili posti a garanzia del medesimo ha portato al termine dell'esercizio il rapporto "*loan to value*" ad un livello di poco superiore a quello previsto dagli accordi contrattuali (52,5% vs 50%); il superamento comporterà unicamente un automatico lieve aggravio del tasso d'interesse applicato dalla banca, stimabile in circa 2 punti base.

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, mentre la società sta valutando con le banca finanziatrici e con altri istituti di credito la rinegoziazione dei finanziamenti in scadenza ovvero, la sostituzione con nuove linee di credito.

GESTIONE MOBILIARE

Nel corso del semestre la gestione della liquidità eccedente del Fondo, delegata a BNP Paribas Asset Management Sgr, è stata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro e in quote di Sicav, denominata "BNP Insticash Fund", investita in strumenti finanziari del mercato monetario in Euro, con rating "Tripla A".

Al 30 giugno 2010 il portafoglio titoli è pari a Euro 10,5 milioni, costituiti da titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 7 milioni, depositata sui conti correnti accessi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities – Succursale di Milano, di cui Euro 147 mila su conto pegnato a favore di Royal Bank of Scotland" – Milano ed Euro 25 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. La liquidità risulta al netto di impegni per operazioni di acquisto titoli da regolare pari a Euro 1,7 milioni.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2010

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30.06.2010		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	790.730	0,19 %	898.486	0,21 %
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	55.792.835	13,44 %	55.792.835	12,76 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	13.683.559	3,30 %	28.673.642	6,56 %
STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A6. TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A7. TITOLI DI DEBITO	10.544.094	2,54 %	15.467.677	3,54 %
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	294.190.000	70,88 %	300.550.000	68,73 %
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	8.690.333	2,09 %	3.533.861	0,81 %
F2. LIQUIDITA' DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
F3. LIQUIDITA' IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE	-1.699.373	-0,41 %	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	1.145.175	0,28 %	593.539	0,14 %
G3. RISPARMI DI IMPOSTA	0	0,00 %	0	0,00 %
G4. ALTRE	31.915.692	7,69 %	31.805.403	7,27 %
TOTALE ATTIVITA'	415.053.045	100,00 %	437.315.443	100,00 %

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2010

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30.06.2010	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1 . FINANZIAMENTI IPOTECARI	116.347.345	116.347.345
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	71.568
L2 . ALTRI DEBITI VERSO PARTECIPANTI	24.053	12.853
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1 . PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	0	0
M2 . DEBITI DI IMPOSTA	47.784	67.669
M3 . RATEI E RISCONTI PASSIVI	2.036.066	439.519
M4 . ALTRE	14.095.380	6.025.869
TOTALE PASSIVITA'	132.627.796	122.964.823
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	282.425.249	314.350.620
Numero delle quote in circolazione	122.000	122.000
Valore unitario delle quote	2.314,961	2.576,644
Controvalore complessivo degli importi rimborsati	12.200,00	0,00
Valore unitario delle quote rimborsate	100,00	0,00
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	50,00	54,00
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
(Michele Cibrario)