



FONDO "BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE"

NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2015

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 2015 il Fondo ha distribuito proventi ai propri quotisti per complessivi Euro 689,00 pro quota, oltre a rimborsi parziali pro-quota di Euro 959,76 erogati ai sottoscrittori nel corso dell'esercizio 2007, 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014 a fronte di disinvestimenti effettuati negli esercizi precedenti.

In data 19 luglio 2013 la SGR ha deliberato un periodo di grazia di tre anni della durata del Fondo, posticipando la scadenza al 31 dicembre 2016, al fine di completare la dismissione del portafoglio immobiliare.

Al netto delle minusvalenze e plusvalenze non realizzate, il cui dettaglio viene esposto più avanti, derivanti dai riflessi sui valori immobiliari diretti e indiretti della attuale situazione economico-finanziaria, il Fondo chiude il semestre con una perdita pari a Euro 2.162.501 (al 31 dicembre 2014 perdita di Euro 2.452.220).

Il primo semestre 2015 si chiude con una perdita di Euro 3.417.617 (al 31 dicembre 2014 perdita di Euro 6.626.801).

Il risultato comprende:

- minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 1.620.000 (al 31 dicembre 2014 minusvalenze pari a Euro 1.640.352), corrispondenti alle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti degli immobili posseduti dal Fondo in Italia;
- Plusvalenze non realizzate correlate alle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti sugli immobili esteri detenuti indirettamente dal Fondo per Euro 364.884 (al 31 dicembre 2014 minusvalenza non realizzata pari a Euro 2.444.334 e perdita realizzata con la vendita di società partecipate pari a Euro 89.894).

Al 30 giugno 2015 il valore complessivo netto del Fondo risulta pari a Euro 110.906.665 (31 dicembre 2014 Euro 114.324.282); il valore unitario delle quote risulta quindi pari a Euro 909,071 (Euro 937,084 al 31 dicembre 2014).

Al 30 giugno 2015 le attività del Fondo assommano a Euro 112,9 milioni, valore in diminuzione rispetto all'esercizio precedente (Euro 116,8 milioni) a causa delle svalutazioni nel periodo.

Dalla costituzione del Fondo al 30 giugno 2015, il valore della quota, tenendo conto dei proventi e dei rimborsi anticipati erogati ai sottoscrittori per un totale di Euro 1.648,76 pro quota, si è incrementato rispetto al valore nominale del 2,31%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2015 risulta pari allo 0,20%.

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

Nella prima metà dell'anno, l'economia della zona euro ha beneficiato di molti fattori positivi: un elevato livello di liquidità garantito dalla BCE, una valuta debole rispetto al dollaro e un costo ridotto del petrolio. Dopo sette anni dall'inizio della crisi, di cui tre di recessione, la zona euro sembra finalmente poter usufruire delle condizioni per una ripresa duratura. Pertanto, le previsioni di crescita stimano una crescita del PIL del 1,6% nel 2015 e del 1,9% nel 2016. Le riforme strutturali implementate in molti paesi per rispondere alla crisi dei debiti pubblici stanno portando i loro frutti.

Tuttavia, il livello ancora elevato di questo debito rappresenta un'incognita per il futuro. La nuova crisi greca ci ricorda, infatti, che la situazione rimane ancora fluida e non risolta nel lungo periodo. Pertanto, in questi giorni si parla nuovamente di Grexit, dopo l'estate ci saranno le elezioni in Spagna e l'anno prossimo si parlerà di Brexit. Questi elementi principalmente politici potrebbero però avere importanti conseguenze, tuttora ignote dagli esperti, sulle economie europee.

Tabella 1 – Indicatori economici dell'Italia

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
PIL	-2.8%	-1.7%	-0.4%	0.8%	1.3%
PIL (Zona Euro)	-0.8%	-0.3%	0.9%	1.6%	1.9%
Consumi privati	-4.0%	-2.8%	0.3%	0.5%	0.7%
Consumi pubblici	-1.2%	-0.3%	-1.0%	0.3%	0.0%
Inflazione	3.3%	1.3%	0.2%	0.2%	1.1%
Occupazione	-0.1%	-1.5%	0.2%	0.5%	1.0%
Disoccupazione	10.6%	12.1%	12.7%	12.3%	11.8%
Deficit pubblico	-3.0%	-2.9%	-3.0%	-2.6%	-2.2%
Debito pubblico	123.1%	128.5%	132.1%	133.0%	132.0%
Tassi d'interesse (10 anni)	4.5%	4.1%	1.9%	1.6%	2.4%
Spread vs. Bund	323	215	134	90	110

Fonte: BNP Paribas Research (Luglio 2015)

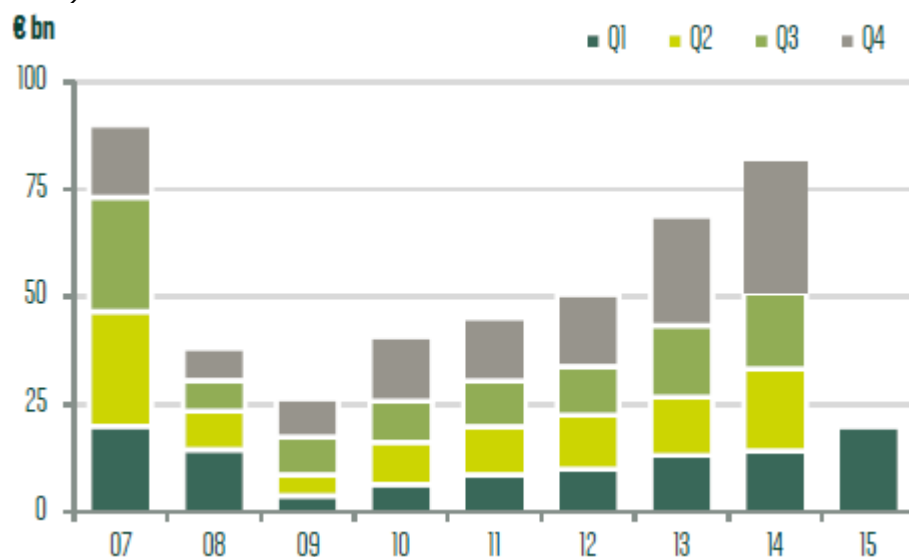
ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare Europeo

A fine marzo 2015, il volume degli investimenti nelle 14 città europee monitorate hanno rappresentato € 87,3 miliardi nei dodici mesi precedenti, in aumento del 25% rispetto allo stesso periodo del 2014. Questo volume di investimenti si concentra ancora nei prodotti *core* e maggiormente liquidi, anche se delle transazioni con un profilo *value-added* e più speculative sono state registrate. La maggior parte dei mercati europei ha registrato negli ultimi dodici mesi una diminuzione dei rendimenti *prime* degli uffici tra i 10 e i 100 punti base. Nel corso del 2015, la riduzione dei rendimenti dovrebbe continuare nella maggior parte dei mercati.¹

¹ BNP Paribas Real Estate Research

Figura 1 – Volume di investimento diretto nei 14 mercati principali europei (2007 – Q1 2015)



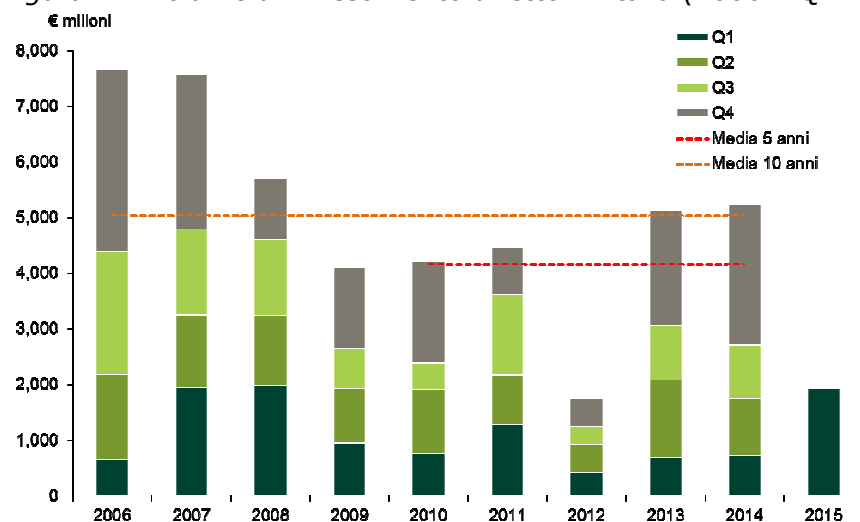
Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Il mercato immobiliare Italiano

Il volume degli investimenti registrato nel primo trimestre mostra una progressione del 162%, grazie all'importante investimento del Qatar nel progetto di Porta Nuova a Milano per € 900 milioni. Tolta questa transazione, il mercato è comunque cresciuto del 37% rispetto al primo trimestre del 2014. Questo mostra come la ripresa registrata nel biennio 2013-2014 si stia consolidando.

Al di là dei numeri, è interessante osservare l'attività degli investitori che stanno perlustrando il mercato italiano alla ricerca di opportunità in quanto il periodo è ritenuto essere quello giusto per entrare o rientrare in Italia. Infatti, i principali investitori rimangono gli operatori stranieri.²

Figura 2 – Volume di investimento diretto in Italia (2006 – Q1 2015)



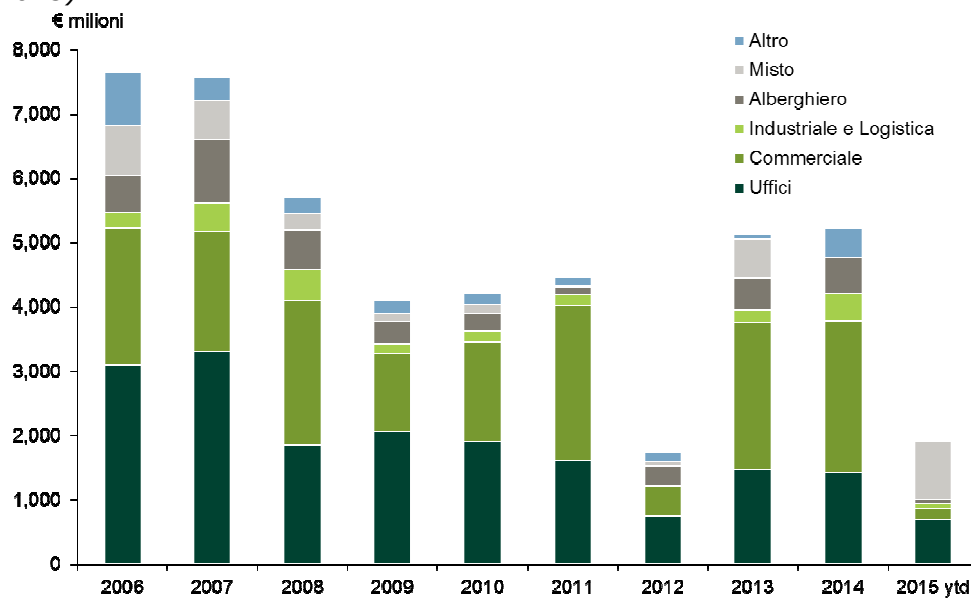
Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

² BNP Paribas Real Estate Research

Per quanto riguarda i due mercati principali, Milano e Roma, si continua a osservare una certa dicotomia tra le due città, sia per quanto riguarda gli investimenti che le locazioni. Milano sta approfittando pienamente della ripresa sia in termini di volumi di investimento che di assorbimento di uffici. La piazza di Roma continua invece a soffrire con dei volumi inferiori sia a Milano che alla sua media degli ultimi dieci anni.

La ragione principale è la mancanza di prodotto, sia per l'investitore che per il conduttore. A Milano si trovano uffici di classe A, ben posizionati e ben locati, mentre Roma non ha un'offerta adeguata alla domanda. Inoltre, il mercato romano rimane troppo legato al settore pubblico, del quale non è ancora chiara quale sarà la propria strategia immobiliare nel breve periodo.³

Figura 3 – Volume di investimento diretto per tipologia di immobili in Italia (2006 – Q1 2015)



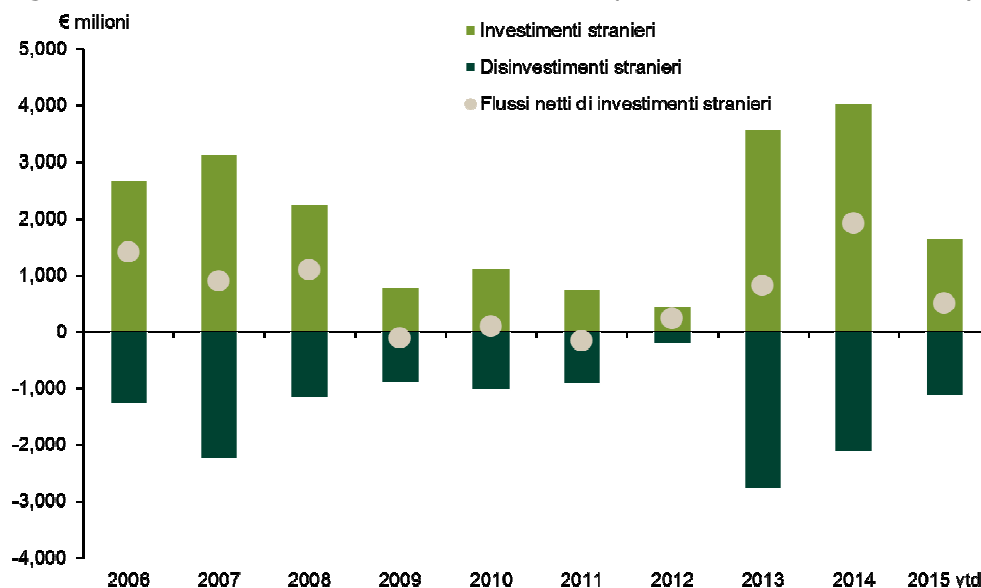
Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Il ritorno delle grandi transazioni sia come *single asset* che come portafoglio mostra che vi è al momento un elevato livello di liquidità nel mercato italiano. La forte competizione su alcuni prodotti, in particolare gli uffici in *location prime* hanno fatto diminuire i rendimenti prime nel 2014. Il sentimento che abbiamo dalle transazioni chiuse e da quelle in negoziazione è che questa tendenza dovrebbe continuare, almeno per i prodotti *prime*. Infatti, la mancanza di questi prodotti e il forte interesse che riscontrano ci fanno stimare un'ulteriore diminuzione di 10 punti base nei prossimi mesi, tornando così sui livelli del 2012. I prodotti non *prime*, in particolare se sfitti o *value-added*, continueranno ad avere difficoltà nel trovare un compratore in quanto sono considerati troppo rischiosi e potranno essere venduti soltanto con dei rendimenti elevati.⁴

³ BNP Paribas Real Estate Research

⁴ BNP Paribas Real Estate Research

Figura 4 – Investimenti e disinvestimenti di operatori stranieri in Italia (2006 – H1 2015)



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Focus sul settore commerciale

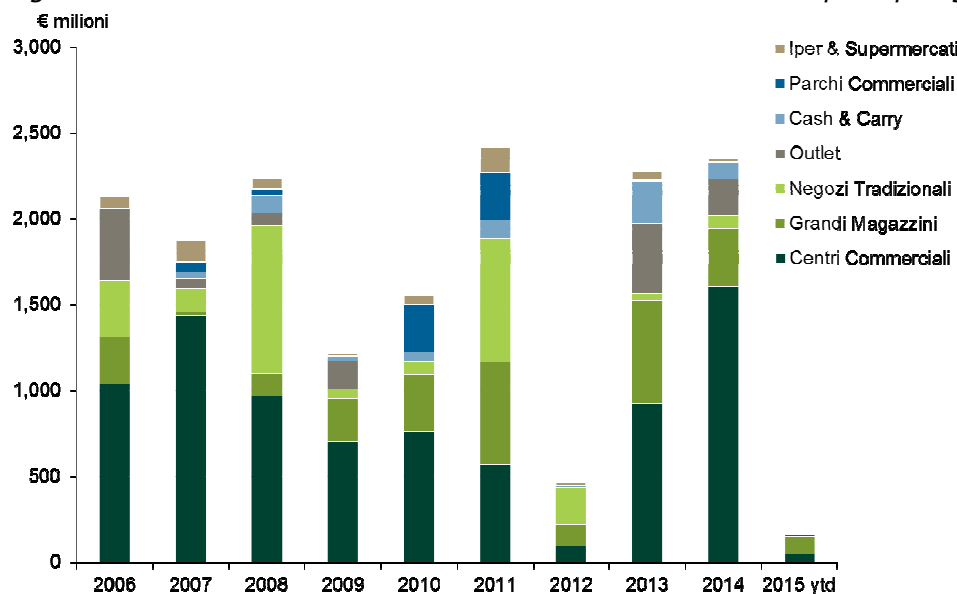
Dopo un ottimo 2015, il volume degli investimenti retail nei primi tre mesi del 2015 si è fermato a €172 milioni. Si tratta di un valore ben inferiore alla media trimestrale (solo primo trimestre) degli ultimi cinque anni. Il rallentamento negli investimenti non è però un indicatore di un calo d'interesse nel settore quanto più di una graduale diminuzione di prodotto e di un allungamento nei tempi di completamento delle negoziazioni. Oggi, infatti, i compratori sono molto più attenti ai processi di *due diligence* e analisi dell'investimento rispetto al ciclo passato. Nonostante ciò, sono in corso di negoziazione diverse operazioni che hanno come oggetto prodotti *prime*, che potrebbero completarsi nel corso del 2015.⁵

La domanda crescente combinata a un'offerta scarsa ha contribuito a un'ulteriore compressione dei rendimenti netti *prime* per i centri commerciali nel Q1 2015, che si sono attestati al 5,75% netto. Gli operatori oggi attivi come compratori si confermano sia gli investitori *core* sia gli opportunistici in cerca di rendimenti maggiori. In Italia, come altrove in Europa, la graduale diminuzione di prodotto *prime* disponibile sta spingendo gli investitori a guardare ai buoni prodotti secondari, che nei prossimi mesi potrebbero ridurre la distanza con il *prime* in termini di valori.⁶

⁵ CBRE – Marketview Italy Retail Q1 2015

⁶ CBRE – Marketview Italy Retail Q1 2015

Figura 5 – Volume di investimento in immobili retail in Italia per tipologia di asset



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Nei primi mesi del 2015 l'indice delle vendite è aumentato, così come continua a migliorare l'indice PMI delle vendite al dettaglio che, pur se ancora inferiore alla soglia di 50, ha toccato il record su 11 mesi. Questi miglioramenti degli indicatori dovrebbero favorire l'interesse degli investitori per questo settore, soprattutto se stranieri.

Tabella 2 – Principali transazioni relative al mercato retail in Italia

Periodo	Indirizzo	Città	Prodotto	m ²	Prezzo (€ m)	Venditore	Compratore
2015	Via Farini, 79/81	Milano	Supermercato	5,700	6.00	IDeA FIMIT Sgr / Atlantic 1	Stella Splendente S.P.A.
2015	Palazzo Beltrade - Via Torino, 22	Milano	Negozi	1,100	15.00	Carlyle Group	Grosvenor Fund Management (GFM) / Urban Retail V
2015	Via Torino / Via Palla	Milano	Negozi	3,700	75.00	Pria	M&G Real Estate
2015	Metro	Verona	Cash & Carry	14,300	13.00	BNPP REIM / Venti M	Lusigest SpA (Famiglia Lucchini)
2015	CC Il Grifone	Vicenza	Centro Commerciale	18,300	45.00	ICP SpA (Local Developer)	Marathon Asset Management

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

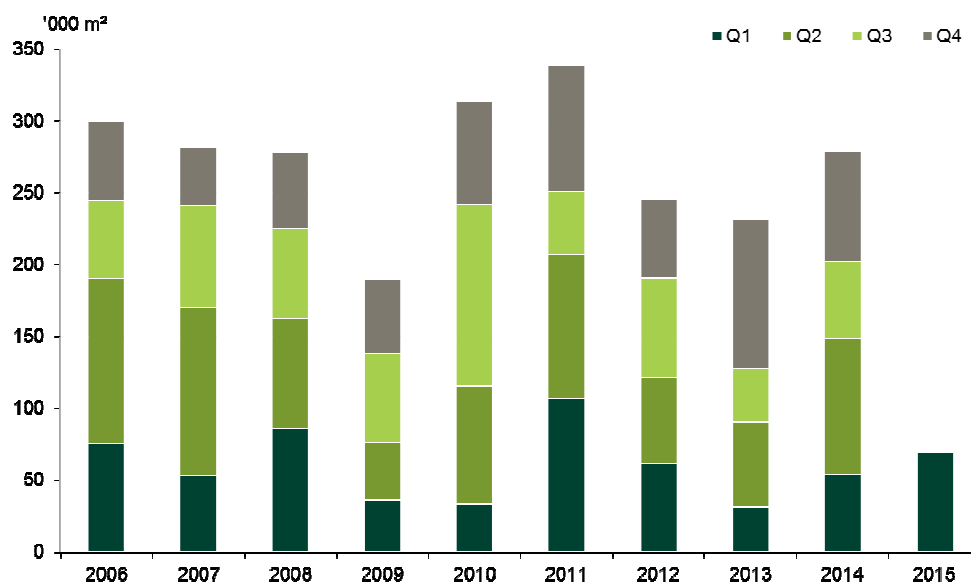
Focus su Milano

L'aumento dell'attività registrata nel 2014 si è confermata nel corso del Q1 2015. Tuttavia, la situazione del mercato non cambia: le società non stanno assorbendo maggiori spazi di quelli che vanno a liberare, ma stanno soltanto sostituendo un ufficio meno efficiente con uno più moderno, con prestazioni maggiori e a canone inferiore.

Se nel 2014, si erano registrate delle importanti transazioni maggiori di 10.000 m², dall'inizio dell'anno soltanto due transazioni maggiori di 6.000 m² sono state chiuse. Pertanto, in questo periodo non abbiamo assistito a delle riorganizzazione delle sedi di società, ma soltanto a degli spostamenti. La transazione più significativa è stata lo spostamento temporaneo di un ufficio del Comune, nello preciso una parte dell'assessorato all'urbanistica, in modo da ristrutturare la loro vecchia sede di proprietà nella quale poi rientreranno tra almeno tre anni.⁷

⁷ BNP Paribas Real Estate Research

Figura 6 – Assorbimenti uffici a Milano



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

La consegna dei nuovi progetti è fortemente rallentata. Questo ha permesso un rallentamento della crescita del volume di affitto, ma non ancora una sua stabilizzazione. Tuttavia, con la ripresa economica in atto, gli sviluppatori stanno già studiando dei nuovi progetti da realizzare in modo da portare della nuova offerta sul mercato tra due anni. Infatti, di tutto lo affitto disponibile sul mercato, soltanto una piccola parte è fatta di immobili di qualità e ben posizionati rispetto ai trasporti pubblici. Pertanto, se ben studiati, alcuni progetti potranno portare un'offerta utile in quelle zone che cominciano a saturarsi.⁸

Per quanto riguarda i canoni, si stanno osservando i primi segnali di stabilizzazione sia dei canoni *prime*⁹ che dei canoni medi. Tuttavia, la velocità e la consistenza della ripresa economica e della riduzione dello affitto di uffici permetterà ai canoni di aumentare.

Focus su Roma

Con circa 110.000 m² nel 2014, il volume di assorbimento lordo registrato mostra che il mercato di Roma rimane poco dinamico. Inoltre, nel corso dell'anno è stata contata la transazione di Wind che ha preso 27.000 m² nell'Europarco in un'immobile da sviluppare. L'Europarco ha attirato delle importanti società come P&G, Abbott, Cofely, Wind, Atac, il Ministero della Salute e la Provincia di Roma in nuovi uffici vicini al cuore dell'Eur. Nel corso del 2015, un'altra transazione di grosso volume in quest'area dovrebbe essere chiusa. L'inizio del 2015 mostra come il mercato romano rimanga su questi livelli poco dinamici.

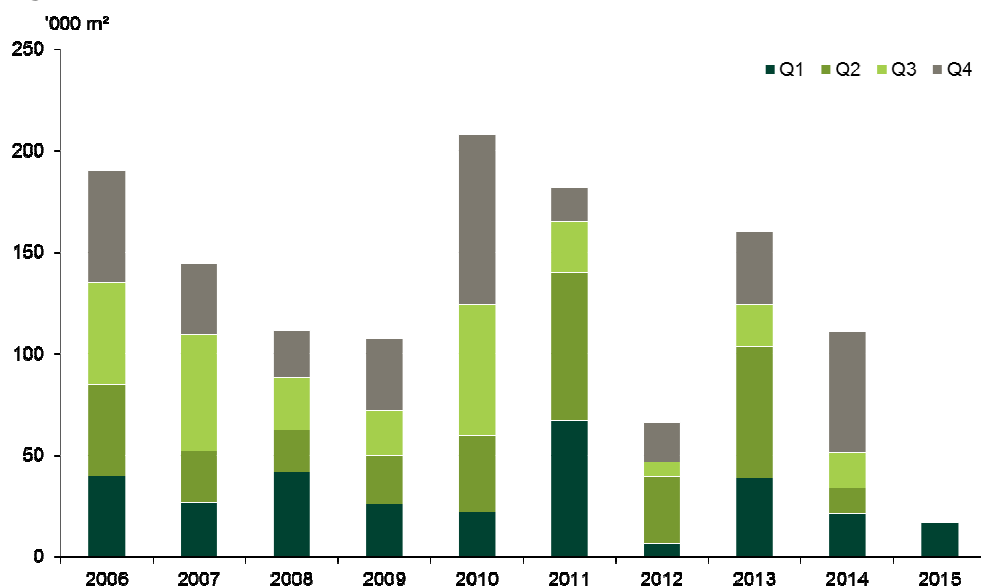
In maniera generale, il mercato degli uffici romano deve fronteggiare tre problemi: la situazione economica spinge le società a rinegoziare i propri contratti, il settore pubblico è meno attivo rispetto al passato e l'offerta di immobili è di bassa qualità.¹⁰

⁸ BNP Paribas Real Estate Research

⁹ Il canone "prime" degli uffici rappresenta il miglior canone di mercato alla data dell'analisi: per una superficie standard proporzionata alla domanda in ogni mercato/sotto-mercato; di maggiore qualità; nella migliore ubicazione in un mercato/sotto-mercato.

¹⁰ BNP Paribas Real Estate Research

Figura 7 – Assorbimenti uffici a Roma



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Infatti, l'offerta di immobili pur continuando ad aumentare rimane di bassa qualità e mal posizionata. Per cui, una società che voglia spostarsi in uffici nuovi o di qualità si ritrova davanti a una scelta molto limitata di immobili immediatamente disponibili.

Potrebbe quindi essere necessario costruire una sede ex-novo per quelle società che cercano più di 10.000 m² in quanto i progetti in costruzione sono quasi inesistenti o in attesa di trovare un conduttore prima di far partire i lavori.

Questo livello di offerta in continuo aumento permette alle società di riuscire a negoziare dei contratti con dei canoni più bassi o a rinegoziare dei contratti in essere con delle migliori condizioni economiche. Infatti, il livello della domanda rimane basso e le condizioni economiche fanno anticipare soltanto una leggera ripresa nel 2015.¹¹

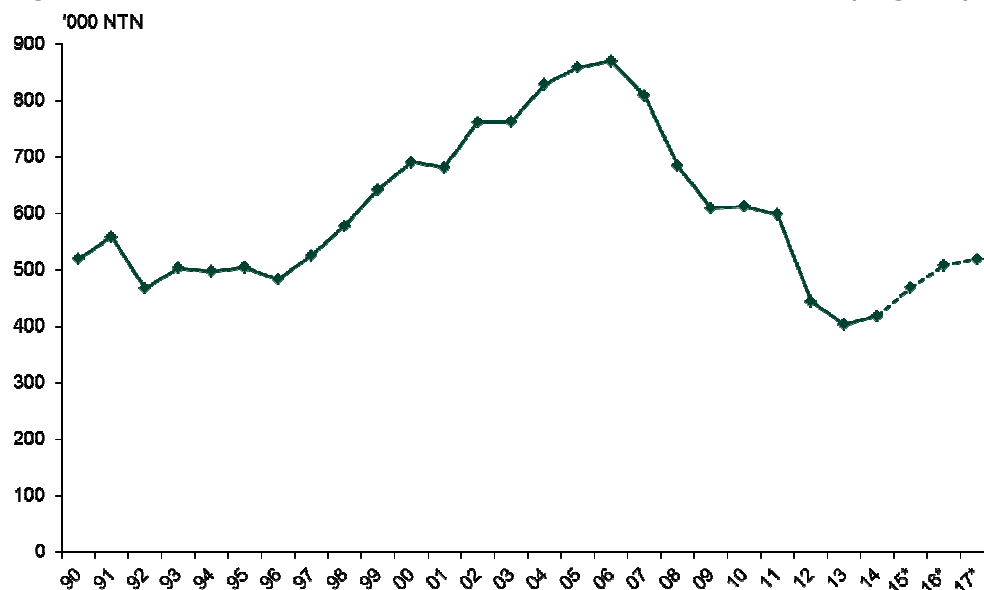
Focus sul mercato residenziale

Il mercato delle compravendite residenziali si è stabilizzato nel corso del 2014, mostrando i primi segnali di ripresa. Tuttavia, la ripresa completa del settore stenta a decollare. Se da una parte si osserva un miglioramento del clima di fiducia, dall'altro questo non si traduce in un aumento delle compravendite. Le fragilità del mercato si ritrovano sia dal lato della domanda che dell'offerta. La leggera ripresa economica ha fatto aumentare le intenzioni di acquisto delle famiglie che però non si concretizzano in transazioni principalmente per la difficoltà nel finanziarsi. Dal lato dell'offerta, invece, la ripresa economica fa intravedere la fine del calo dei prezzi per cui viene rimandata la vendita in attesa dell'inversione dell'andamento dei prezzi che stanno continuando a calare.¹²

¹¹ BNP Paribas Real Estate Research

¹² Nomisma – Osservatorio sul mercato immobiliare Luglio 2015

Figura 8: Andamento del Numero di Transazioni Normalizzate (migliaia)



Fonte: Agenzia del Territorio. Previsioni Nomisma

Il calo nell'erogazione dei mutui ha raggiunto il punto più basso nel corso del 2013, per poi iniziare gradualmente una leggera ripresa nel corso del 2014. La permanenza dei tassi di interesse su dei livelli estremamente contenuti offre delle condizioni molto favorevoli per la ripresa del mercato. Tuttavia, le banche rimangono molto prudenti nell'erogare i mutui.¹³

Focus sul mercato industriale / logistico

Il settore logistico continua a attirare un forte interesse da parte degli investitori, favorendo una contrazione dei rendimenti. Gli investitori come Logisor, P3, Prologis e AEW prediligono l'hub logistico che, rispetto all'immobile *stand alone*, permette riduzioni significative dei costi di gestione.¹⁴

L'assorbimento di spazi logistici in Italia è diminuita nel primo trimestre, rispetto sia al trimestre precedente che allo stesso periodo dell'anno scorso. Con un'attività di sviluppo ancora ferma, l'assorbimento ha interessato unità esistenti, localizzate in aree secondarie con una buona accessibilità, dove è maggiore la concentrazione di immobili di taglio piccolo-medio con canoni inferiori a quelli *prime*.¹⁵

Focus sul mercato alberghiero

Per quanto riguarda il mercato alberghiero, il 2014 è stato un anno di forte attività con € 560 milioni di transazioni registrate. Nel corso del Q1 2015, soltanto due alberghi sono stati compravenduti: l'hotel Aleph a Roma e l'hotel Cerretani a Firenze. Risultano ancora in negoziazione tre palazzi a Roma per i quali sono stati avanzati dei progetti di riconversione in alberghiero. Il settore sta conoscendo un forte interesse da parte degli investitori, principalmente esteri che vedono l'Italia come un'importante meta turistica con un'offerta non adeguata alla nuova domanda.¹⁶

Per quanto riguarda invece la situazione in termini di ricavi per camera disponibile (RevPar), si osserva un leggero miglioramento rispetto al 2014, in particolare a Milano (effetto EXPO)

¹³ Nomisma – Osservatorio sul mercato immobiliare Luglio 2015

¹⁴ CBRE – Marketview Italy Industrial and Logistics Q1 2015

¹⁵ CBRE – Marketview Italy Industrial and Logistics Q1 2015

¹⁶ BNP Paribas Real Estate Research

e Torino (effetto Sindone). Alla luce di questi numeri in queste due città, l'inizio del Giubileo straordinario a dicembre dovrebbe risultare positivo per il mercato romano.¹⁷

IL QUADRO NORMATIVO

Aspetti regolamentari

Il 25 marzo 2014 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale il D.Lgs. 4 marzo 2014, n. 44 (il "D.Lgs. 44/2014") che dà attuazione, per quanto di interesse in questa sede, alla direttiva sui fondi di investimento alternativi, Direttiva 2011/61/UE, ("AIFMD").

La AIFMD fissa le norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che gestiscono e/o commercializzano fondi di investimento alternativi (FIA) nell'Unione Europea e prevede un "passaporto" che permette ai gestori di fondi alternativi: a) di commercializzare liberamente in tutta l'Unione Europea, nei confronti degli investitori professionali, quote dei fondi d'investimento alternativi da esse gestiti; b) di gestire fondi alternativi riservati a investitori professionali negli altri paesi dell'Unione Europea su base transfrontaliera o con stabilimento di succursali.

Il D.Lgs. 44/2014 ha modificato in modo significativo la struttura del Titolo III, Parte II, D.Lgs. 48/1998 ("TUF") relativo alla gestione collettiva del risparmio nonché il relativo impianto definitorio.

Inoltre, nella Gazzetta Ufficiale del 19 marzo 2015, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha pubblicato il D.M. 30/2015 (il "DM 30/2015"), concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani, che ha abrogato e sostituito il DM 228/99.

Il Decreto è entrato in vigore a far data dal 3 aprile 2015, unitamente alla ulteriore normativa secondaria attuativa della AIFMD e del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 (che integra la AIFMD per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza) emanata dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB e, precisamente: al Provvedimento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 emanato dalla Banca d'Italia (che abroga e sostituisce il Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012), al Regolamento Congiunto Banca d'Italia-CONSOB del 19 gennaio 2015 (che modifica il Regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato con provvedimento 29 ottobre 2007 e successive modificazioni), al Regolamento Emittenti n. 11971 e al Regolamento Intermediari n. 16190 emanati da CONSOB, come conseguentemente emendati.

Aspetti fiscali

Si forniscono di seguito alcune informazioni in merito al regime fiscale del Fondo e dei suoi partecipanti in relazione – per questi ultimi – all'acquisto, alla detenzione e alla cessione delle quote del Fondo, ai sensi della legislazione tributaria italiana. Tali informazioni non rappresentano, tuttavia, in maniera esaustiva la fiscalità del Fondo e dei suoi partecipanti.

Per i quotisti del Fondo che detengano una partecipazione superiore al 5% (computando anche le quote detenute, inter alia, tramite società controllate ovvero soggetti familiari), è previsto un regime di tassazione "per trasparenza" 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,

¹⁷ MKG Report (Maggio 2015)

prescindendo dall'effettiva percezione dei proventi. Tale regime risulta applicabile 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 e i patrimoni sopra indicati costituiti in Stati esteri o in territori che consentano uno scambio di informazioni atto ad individuare i beneficiari effettivi, a condizione che inter alia siano indicati nella c.d. *white list* e, per i soggetti diversi dagli stati e gli enti pubblici, a condizione che siano assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- enti privati residenti che perseguano specifiche finalità mutualistiche (es. fondazioni bancarie) e società cooperative;
- veicoli societari o contrattuali (anche non residenti in Italia purché costituiti in Stati esteri o territori indicati nella c.d. *white list*) partecipati, anche indirettamente, per più del 50% dai suddetti soggetti.

Con riferimento ai Soggetti Esclusi e a quelli che detengano quote di partecipazione inferiori al 5%, i proventi derivanti dai Fondi Immobiliari percepiti dagli investitori in occasione della distribuzione di proventi periodici del riscatto delle quote o di liquidazione, sono, in linea di principio, soggetti a una ritenuta alla fonte (originariamente del 20% e dal 1° luglio 2014 aumentata al 26%, con una tecnicità di applicazione progressiva rispetto al periodo di formazione dei proventi, che non si ritiene qui utile dettagliare). Tale ritenuta trova applicazione a titolo di acconto o a titolo definitivo delle imposte complessivamente dovute in funzione della natura e 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 prevista l'applicazione della citata ritenuta.

La ritenuta trova applicazione 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.

E' previsto un regime di non imponibilità per i proventi percepiti da talune categorie di soggetti non residenti come, a titolo esemplificativo, fondi pensione o OICR esteri sempreché istituiti in Stati o indicati nella c.d. *white list* e sempreché sussista una forma di vigilanza prudenziale sul fondo pensione o sull' OICR ovvero sul soggetto incaricato della gestione.

Gli investitori non residenti in Italia che non rientrano tra quelli che possono beneficiare del regime di esenzione dalla ritenuta previsto dalla normativa italiana 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.

Imposta di bollo

A decorrere dal 1° gennaio 2014 il prelievo sulle comunicazioni alla clientela relative ai prodotti e agli strumenti finanziari, incluse le azioni o quote di OICR è fissato nella misura del 2 per mille (modificando il previgente regime dell'1,5 per mille) con una soglia massima dell'imposta dovuta per gli investitori diversi dalle persone fisiche di Euro 14.000.

ESPERTO INDIPENDENTE E PROCESSO DI VALUTAZIONE

A seguito della comunicazione congiunta Consob - Banca d'Italia del 29 luglio 2010, in data 18 febbraio 2011, il Consiglio di Amministrazione della Società ha deliberato in merito all'adozione delle misure necessarie per adeguarsi alle linee applicative descritte in tale comunicazione, approvando una "Procedura per la selezione e la gestione degli esperti indipendenti" con la quale sono state altresì recepite le linee guida sul rapporto tra SGR ed Esperti Indipendenti redatte da Assogestioni in data 27 maggio 2010 (la "Procedura Esperti Indipendenti").

La procedura descrive le attività di verifica e di controllo svolte dalle funzioni aziendali della SGR, al fine di assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti indipendenti, prevedendo:

- a. le modalità di coordinamento tra le diverse funzioni aziendali e il relativo reporting nei confronti degli organi apicali della società;
- b. i flussi informativi, con descrizione delle modalità di invio dei dati agli Esperti Indipendenti e lo svolgimento di controlli, di primo livello da parte del Fund Management e di secondo livello da parte della funzione Risk Management, sui dati inviati e sulle relazioni di stima ricevute, avvalendosi, ove necessario, del supporto di una società specializzata in attività di Risk Management appositamente incaricata;
- c. gli obblighi di documentazione delle attività svolte e di conservazione dei dati trasmessi agli Esperti Indipendenti;
- d. i flussi informativi con la società di revisione.

In conformità alla Procedura si informa, altresì, che l'Esperto Indipendente del Fondo è la società Colliers Real Estate Services Italia Srl, nominata dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 19 luglio 2012 e che a tale società non sono stati conferiti o non sono in fase di formalizzazione incarichi relativi agli immobili del Fondo.

Da ultimo, a seguito dell'entrata in vigore del DM 30/2015, che - tra l'altro - ha rivisto la disciplina in materia di esperti indipendenti dei Fondi gestiti, la SGR, nel processo di selezione degli Esperti Indipendenti e di conferimento dei pertinenti incarichi, ha provveduto ad adeguarsi alle nuove previsioni.

Nel contempo, è in corso di adattamento, nei termini di legge e sulla base degli orientamenti man mano forniti dalle Autorità e dalle associazioni di categoria di settore, la Procedura Esperti Indipendenti.

Peraltro, si segnala che il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 28 maggio 2015, in conformità alla AIFMD, ha istituito una nuova autonoma funzione interna di valutazione dei beni facenti parte del patrimonio dei fondi gestiti ai sensi del Titolo V, Capitolo IV del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 denominata "Valuation". Detta Funzione - resa funzionalmente e gerarchicamente indipendente dalla funzione di gestione e posta a riporto gerarchico dell'Amministratore Delegato ed a riporto funzionale del Consiglio di Amministrazione -, tra l'altro, definisce i criteri di valutazione dei singoli *asset*/partecipazioni dei Fondi (tenuto conto di quanto previsto dalla vigente normativa di settore), collabora con la funzione di Fund Management nella selezione degli esperti indipendenti dei fondi gestiti, monitora l'operato degli esperti indipendenti e valida i risultati dell'attività di valutazione dagli stessi svolta; valuta la congruità del prezzo di vendita degli immobili in operazioni di disinvestimento diretto o indiretto; in sede di valutazione semestrale del valore complessivo netto di ciascun fondo, determina la valorizzazione degli *asset*/partecipazioni in cui è investito il relativo patrimonio.

QUOTAZIONE PRESSO BORSA ITALIANA

Il Fondo "BNL Portfolio Immobiliare" è quotato, presso Borsa Italiana S.p.A. (segmento MIV-Mercato Telematico degli Investment Vehicles), dal 2 gennaio 2002 (codice di negoziazione QFBPI - codice ISIN IT0001423257).

Il valore di quotazione del fondo è passato da Euro 505 del 2 gennaio 2015 (primo giorno di negoziazione del 2015) a Euro 480 del 30 giugno 2015 (ultimo giorno di negoziazione del semestre) con un decremento del 4,95%. Lo sconto rispetto al NAV (al netto dei rimborsi effettuati nei mesi di marzo e maggio), in tale data, è pari al 47,20%.

Il prezzo massimo, pari a Euro 569 per quota, è stato raggiunto in data 30 marzo 2015 mentre il prezzo minimo, pari a Euro 478, si è registrato il 29 giugno 2015.

Gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di n. 47 quote, in diminuzione rispetto alla media dell'anno precedente pari a 62 quote. In data 9 febbraio 2015 si è realizzato il maggior numero di scambi: n. 247 quote al prezzo unitario di Euro 508.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

LINEE STRATEGICHE PER LE DISMISSIONI

Si ricorda che in data 19 luglio 2013 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato un periodo di grazia di tre anni della durata del Fondo, posticipando la scadenza al 31 dicembre 2016. Tale scadenza è stata confermata dall'Assemblea dei Partecipanti tenutasi lo scorso 15 dicembre 2014.

La società, nel perseguire la dismissione del portafoglio immobiliare, ha affidato a primario broker del settore un incarico in esclusiva per la commercializzazione dell'intero portafoglio. Il mandato prevede la presentazione del portafoglio a potenziali investitori italiani e stranieri e la raccolta di proposte di acquisto in modo da arrivare alla cessione di tutti gli immobili entro i termini stabiliti dal regolamento del fondo.

Tale cambio di strategia nell'approccio per la vendita del portafoglio residuo è supportata dal nuovo contesto di mercato e dal fatto che nel corso dell'ultimo anno si sono registrate un numero importante di transazioni analoghe.

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.

In data 22 giugno 2015 è stato firmato un contratto preliminare per la cessione dell'immobile ad uso logistico di **Pagny** (Francia) ad un prezzo pari a Euro 3,6 milioni. Il perfezionamento della cessione è previsto nel corso del terzo trimestre dell'anno.

Alla data del 30 giugno 2015, il valore di mercato complessivo degli immobili posseduti dal Fondo in Italia e all'estero risulta pari a Euro 107,8 milioni, contro un costo storico di acquisto degli stessi di Euro 171,6 milioni con un decremento di valore del 37,2% (Euro 63,7 milioni).

In particolare, il valore di mercato dei cespiti posseduti in Italia è pari a 104,4 milioni, mentre il residuo immobile detenuto all'estero ha un valore di 3,6 milioni di Euro.

La tabella seguente riassume alla data del 30 giugno 2015 le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo ed alla società immobiliare estera controllata:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (mq lordi)	Prezzo di acquisto	Valore di mercato al 30.06.2015	Incremento Valore (%) sul Prezzo di acquisto	Conduttore principale
28/12/2001	Deposito logistico	Villanova di Albenga (SV)	20.238	11.994.903	7.535.000	-37,18%	Non locato
30/11/2000	Uffici	Palazzi "L" e "G" a Rozzano - Milanofiori	22.334	23.184.238	11.050.000	-52,34%	Conduttori vari
26/05/2001	Uffici	Via Mario Bianchini, 60 – Roma	6.799	15.782.016	8.430.000	-46,58%	Non locato
26/09/2001	Uffici	Via Bernina, 12 – Milano	11.879	33.068.762	27.615.000	-16,49%	Comune di Milano
24/06/2005	Uffici	Via Fieschi Genova	5.086	5.908.806	2.820.000	-52,27%	Conduttori vari
17/09/2003	Centro commerciale	Gallarate (Va)	4.693	15.223.737	14.760.000	-3,05%	Conduttori vari
27/12/2001	Uffici	Via Enrico Mattei, 102 – Bologna	18.602	23.123.839	9.810.000	-57,58%	Conduttori vari
10/11/2001	Uffici	Centro Direzionale Colleoni - Agrate Brianza (MI) – Palazzo Liocorno	17.246	21.075.466	16.535.000	-21,54%	Conduttori vari
29/03/2007	Uffici	Centro Direzionale Colleoni - Agrate Brianza (MI) – Palazzo Pegaso	4.815	7.414.730	5.820.000	-21,51%	Prenatal
TOTALE ITALIA			111.692	156.776.498	104.375.000	-33,42%	

Immobili esteri							
31/10/2005	Logistica	Pagny (Francia)	24.022	14.850.000	3.600.000	-75,76%	Non locato
TOTALE ESTERO			24.022	14.850.000	3.600.000	-75,76%	

TOTALE GENERALE			135.714	171.626.498	107.975.000	-37,09%	
------------------------	--	--	----------------	--------------------	--------------------	----------------	--

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

(**) Per l'immobile di Pagny il Valore di Mercato si riferisce al Valore di Mercato Netto, ovvero al netto dei costi e delle imposte di trasferimento come prassi nei mercati locali. Il Valore di Mercato Lordo attribuito dall'Esperto Indipendente è pari a circa Euro 3.843.413,67. Il prezzo di acquisto non comprende eventuali oneri sostenuti per la valorizzazione/ristrutturazione degli immobili.

Con riferimento alle variazioni più significative, di seguito si segnalano alcune situazioni particolari verificatesi sui seguenti immobili:

Per l'immobile di **Milanofiori** è stato rivisto un contratto per la locazione di 80 posti auto tramite la chiusura del contratto in essere e la stipula di un nuovo contratto a canone di mercato. Il nuovo contratto garantisce una durata di due anni senza possibilità di recesso da parte del conduttore. Inoltre, nel mese di marzo 2015, si sono conclusi i lavori di adeguamento alla normativa antincendio avviati nel 2014.

Per l'immobile sito in **Genova - Via Fieschi** è stato raggiunto un accordo consensuale di recesso anticipato del contratto di locazione relativo a 20 posti auto. L'accordo ha consentito di chiudere un contenzioso sollevato dal conduttore che da circa 2 anni aveva richiesto di poter rilasciare i posti auto invocando i "gravi motivi". Si segnala che nel semestre sono pervenute alcune manifestazioni di interesse per l'acquisto dell'autorimessa. In alcuni casi sono in corso degli approfondimenti ma alla data di chiusura del rendiconto nessuna manifestazione si è trasformata in un'opportunità concreta.

Per l'immobile sito in **Roma - Via Bianchini 60**, al momento completamente sfitto, prosegue il mandato ad un primario broker al fine di locare le unità immobiliari o in alternativa l'immobile in blocco.

Nel mese di marzo 2015 sono stati completati i lavori propedeutici all'ingresso del Comune di Milano nell'immobile di **Milano - Via Bernina 12**. Si ricorda che i lavori sono stati avviati in seguito all'aggiudicazione, nel luglio 2014, del bando pubblico per la locazione dell'intero immobile al Comune. Nel mese di aprile 2015 è stato sottoscritto il contratto di locazione di durata 3 anni e con possibilità di rinnovo annuale alla prima scadenza fino a un massimo 6 anni complessivi.

Per l'immobile sito in **Bologna - Via Mattei 102**, prosegue il mandato ad un primario broker al fine di locare le unità immobiliari. Nel corso del semestre due conduttori hanno rilasciato anticipatamente le unità locate adducendo i "gravi motivi" ed è stata intrapresa azione legale nei loro confronti per il recupero della morosità pregressa.

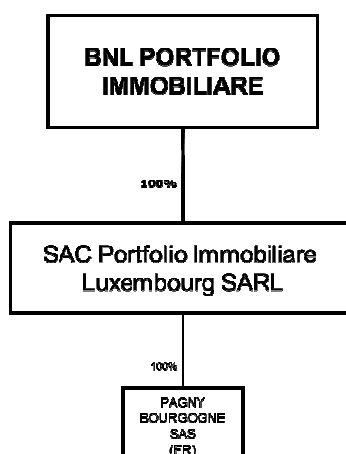
Per l'immobile di **Agrate, Centro Direzionale Colleoni, Palazzo Liocorno**, prosegue l'attività di locazione e turn-over dei conduttori.

Come già accennato in precedenza in data 22 giugno 2015 è stato firmato un contratto preliminare per la vendita dell'immobile di **Pagny Le Château** (Francia) a una catena francese operante nel settore dei negozi "variety&discount".

Il prezzo di vendita corrisponde al Valore di Mercato indicato dall'Esperto Indipendente del Fondo. Al momento della firma del contratto preliminare, l'acquirente ha rilasciato una caparra pari al 10%.

La vendita sarà perfezionata nel terzo trimestre dell'anno. A conclusione della vendita dell'immobile di Pagny si procederà alla liquidazione delle società Pagny Bourgogne SAS e, in seguito, della controllante SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg S.ÀR.L..

Al 30 giugno 2015 la struttura societaria delle partecipate estere risulta così costituita:



Come indicato nella tabella riepilogativa che precede, nel corso del 2014 i valori di mercato dei cespiti posseduti dal Fondo, a causa del perdurare della crisi economica, hanno subito un ulteriore decremento secondo la valutazione dell'Esperto Indipendente, Colliers Real Estate Services Italia Srl, rispetto all'esercizio precedente.

Si ricorda che in relazione alla cessione della società francese Valenciennes SAS avvenuta nel 2011 è ancora attivo un contratto di garanzia a favore dell'acquirente. La garanzia fu concessa a copertura di eventuali rischi fiscali legati alla società. Ad oggi non sono pervenute richieste di indennizzo e l'importo garantito, decrescente negli anni, alla data del 30 giugno 2015 è pari a Euro 200.000. In assenza di istanze da parte dell'acquirente l'importo che residua sarà rilasciato entro febbraio 2016.

Nel corso del semestre i ricavi da locazione sono stati pari a Euro 3,3 milioni, nello stesso semestre del 2014 tale voce era stata pari a Euro 3,4 milioni, differenza dovuta, principalmente, agli effetti combinati della vendita dell'immobile di Bologna, via Larga e alla locazione dell'immobile di Milano - via Bernina). Sono state inoltre sostenute spese per manutenzioni per 2,7 milioni, finalizzate in gran parte all'adeguamento degli spazi relativi a quest'ultima e ad altre nuove locazioni.

Nel corso del semestre sono stati svalutati crediti vantati dal Fondo verso locatari diversi per complessivi Euro 291.179 e sono state effettuate riprese di valore per Euro 265.963. I crediti risultano svalutati al 30 giugno 2015 complessivamente di Euro 740.181 (al 31 dicembre 2014 tale valore era pari a Euro 714.965).

Il Fondo "BNL Portfolio Immobiliare" è soggetto al servizio di analisi della performance "PAS" ("Portfolio Analysis Service") fornito da IPD ("Investment Property Databank")¹⁸. L'analisi indipendente fornita da IPD è per la Società di Gestione un ulteriore strumento di verifica delle performances e di confronto con i benchmark di mercato.

GESTIONE FINANZIARIA

Come ricordato nel corso dei passati esercizi, il Fondo ha perseguito in via prioritaria il rimborso dei finanziamenti attivi sul portafoglio. La totale chiusura della posizione di debito avvenuta nel giugno 2012.

I finanziamenti, fruttiferi ed infruttiferi residui in essere alla fine del precedente esercizio nei confronti della controllata SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg S.à.r.l sono stati convertiti in equity e dunque completamente azzerati mediante operazione di ricapitalizzazione della società.

GESTIONE MOBILIARE

Al 30 giugno 2015 il portafoglio titoli non quotati è pari alla posizione detenuta in Bonds emessi dalla società Pagny Bourgogne Sas partecipata indirettamente dal Fondo per un valore complessivo di Euro 4,33 milioni.

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 2,47 milioni, mantenuta in relazione ai previsti impegni del fondo, in particolare con riferimento ad eventuali interventi di allestimento e personalizzazione sugli immobili di proprietà.

La liquidità è depositata per la quasi totalità sui conti correnti accessi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities - Succursale di Milano, e per Euro 68 mila su

¹⁸ maggiori informazioni disponibili presso www.ipd.com

conto corrente acceso presso Banca Nazionale del Lavoro, Milano, liquidità depositata in relazione ad operatività bancaria al momento non coperta dalla banca depositaria.

ALTRE INFORMAZIONI

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

RAPPORTI CON SOCIETA' DEL GRUPPO

BNP Paribas Securities Services – Milano svolge dal 1° ottobre 2007 l'attività di Banca Depositaria, ai sensi dell'art. 38 D.Lgs. 24/2/1998.

Con BNP Paribas R.E. Advisory Italy SpA sono in essere due contratti per attività di Agency concernente le locazioni di immobili appartenenti al Fondo.

Con BNP Paribas R.E. Property Management Italy Srl è in essere un contratto relativo all'attività di Property Management.

Con BNP Paribas R.E. Advisory France è in essere un contratto per attività di Agency concernente la locazione e la vendita del centro logistico di Pagny detenuto dalla società controllata Pagny SAS.

Con BNP Paribas Real Estate Property Management France è in essere un contratto di Property Management per l'immobile di Pagny.

FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE

Dopo la chiusura del semestre non si sono verificati ulteriori eventi significativi.

PROPOSTA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Si propone al Consiglio di Amministrazione di approvare la Relazione Semestrale del Fondo al 30 giugno 2015, chiusosi con una perdita di Euro 3.417.617, e un valore complessivo netto pari a Euro 110.906.665.

Relazione Semestrale del Fondo BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE

Situazione Patrimoniale Al 30.06.2015

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30.06.2015		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore Complessivo	In Percentuale dell'Attivo	Valore Complessivo	In Percentuale dell'Attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<i>Strumenti finanziari non quotati</i>				
A1. PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO	0	0,00 %	0	0,00 %
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	3.753.680	3,32 %	3.388.796	2,90 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	0	0,00 %	0	0,00 %
<i>Strumenti finanziari quotati</i>				
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 %
<i>Strumenti finanziari derivati</i>				
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	104.375.000	92,45 %	105.995.000	90,75 %
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				
E1. ALTRI BENI	0	0,00 %	0	0,00 %
F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITA				
F1. LIQUIDITA' DISPONIBILE	2.474.669	2,19 %	4.328.506	3,71 %
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	1.542.378	1,37 %	1.397.628	1,20 %
G3. RISPARMIO DI IMPOSTA	18.110	0,02 %	189.410	0,16 %
G4. ALTRE	732.093	0,65 %	1.505.161	1,29 %
TOTALE ATTIVITA'	112.895.930	100,00 %	116.804.501	100,00 %

Relazione Semestrale del Fondo BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE

Situazione Patrimoniale Al 30.06.2015

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30.06.2015	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. FINANZIAMENTI IPOTECARI	0	0
H2. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0
H3. ALTRI	0	0
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0
I2. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1. PROVENTI DA DISTRIBUIRE	66.833	66.833
L2. ALTRI DEBITI VERSO PARTECIPANTI	93.097	93.097
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. PROVVISORIE ED ONERI MATURATI NON LIQUIDATI	0	0
M2. DEBITI DI IMPOSTA	10.087	1.306
M3. RATEI E RISCONTI PASSIVI	5.136	20.918
M4. ALTRE	1.814.112	2.298.065
TOTALE PASSIVITA'	1.989.265	2.480.219
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	110.906.665	114.324.282
Numero delle quote in circolazione	122.000	122.000
Valore unitario delle quote	909,071	937,084
Controvalore complessivo degli importi rimborsati	0,00	40.260.000,00
Valore unitario delle quote rimborsate	0,00	330,00
Valore complessivo degli importi da richiamare	0,00	0,00
Valore unitario delle quote da richiamare	0,00	0,00
Proventi distribuiti per quota	0,00	0,00
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	0,00	0,00
Fidejussioni rilasciate a terzi	0,00	0,00
Titoli sottoscritti ed in attesa di richiamo impegni	0,00	0,00

Il presente documento è composto da 22 (ventidue) pagine
 BNP Paribas REIM SGR p.A.
 L'Amministratore Delegato
 (Ivano Ilardo)