



**BNP PARIBAS
REAL ESTATE**

INVESTMENT MANAGEMENT

FONDO "ESTENSE - GRANDE DISTRIBUZIONE"

NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2015

Il Fondo "Estense-Grande Distribuzione", è un Fondo "specializzato", il cui patrimonio è investito esclusivamente in immobili ad uso commerciale. E' stato collocato nel corso del 1° semestre del 2003, raccogliendo 207 milioni di Euro grazie alla sottoscrizione di 82.800 quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di Euro 2.500, da parte di 6.339 sottoscrittori; un ammontare consistente del collocamento è stato sottoscritto da investitori qualificati.

Il primo semestre 2015 si chiude con un utile di Euro 1.158.863 (al 31 dicembre 2014, perdita di Euro 3.985.922); il risultato comprende minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 320.000 (al 31 dicembre 2014 minusvalenze pari a Euro 11.040.000) e minusvalenze non realizzate su partecipazioni per Euro 149.536 (al 31 dicembre 2014 minusvalenze per Euro 873.600).

Pertanto l'utile del semestre, al netto delle sopra esposte minusvalenze non realizzate su immobili e partecipazioni immobiliari, risulta positivo per Euro 1.628.399 (al 31 dicembre 2014 Euro 7.932.525).

Al 30 giugno 2015 il valore complessivo netto del Fondo risulta pari a Euro 80.083.506, al netto del rimborso parziale erogato nel 2015, pari complessivamente, a Euro 9.108.000 (31 dicembre 2014: Euro 88.032.643); il valore unitario delle quote risulta quindi pari a Euro 967,192 (Euro 1.063,196 al 31 dicembre 2014).

Al 30 giugno 2015 le attività del Fondo assommano a Euro 113.366.233 (al 31 dicembre 2014 Euro 121.327.452).

Dalla costituzione del Fondo al 30 giugno 2015, il valore della quota, tenendo conto dei proventi e dei rimborsi parziali pro-quota sinora erogati ai sottoscrittori, per complessivi Euro 2.684,66 pro quota, si è incrementato rispetto al valore nominale del 46,07%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2015 risulta pari al 4,02%.

Come previsto dall'art. 14.7 del Regolamento del Fondo, alla SGR compete un compenso pari al 20% del risultato di gestione eventualmente eccedente il rendimento del 5,5%; 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 dell'1,6% nel 2015 e dell'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 del 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

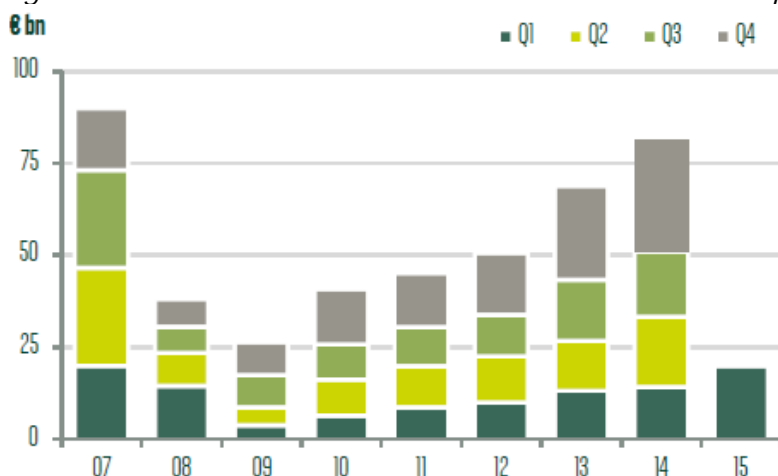
Fonte: BNP Paribas Research (Luglio 2015)

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

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



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

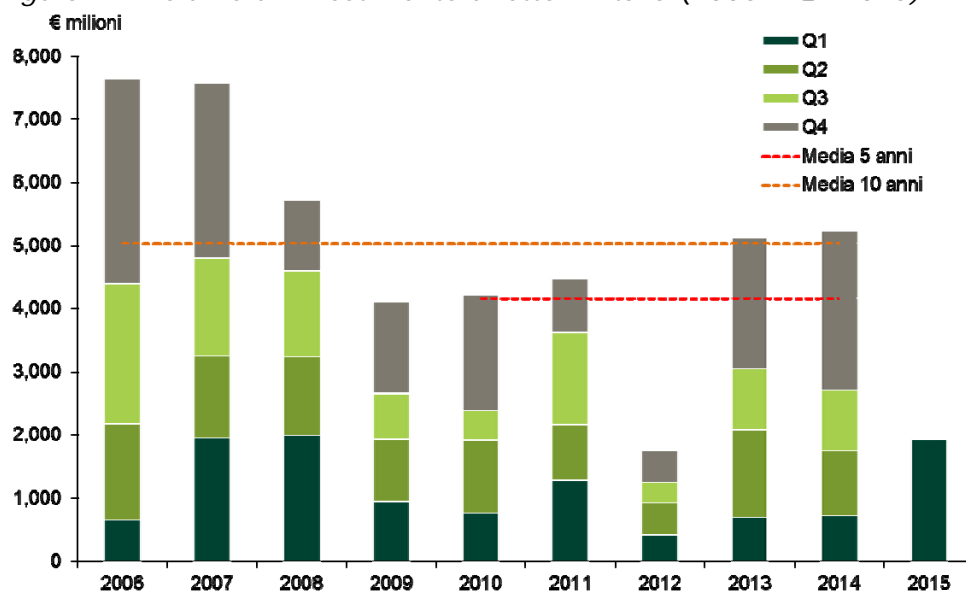
¹ BNP Paribas Real Estate Research

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

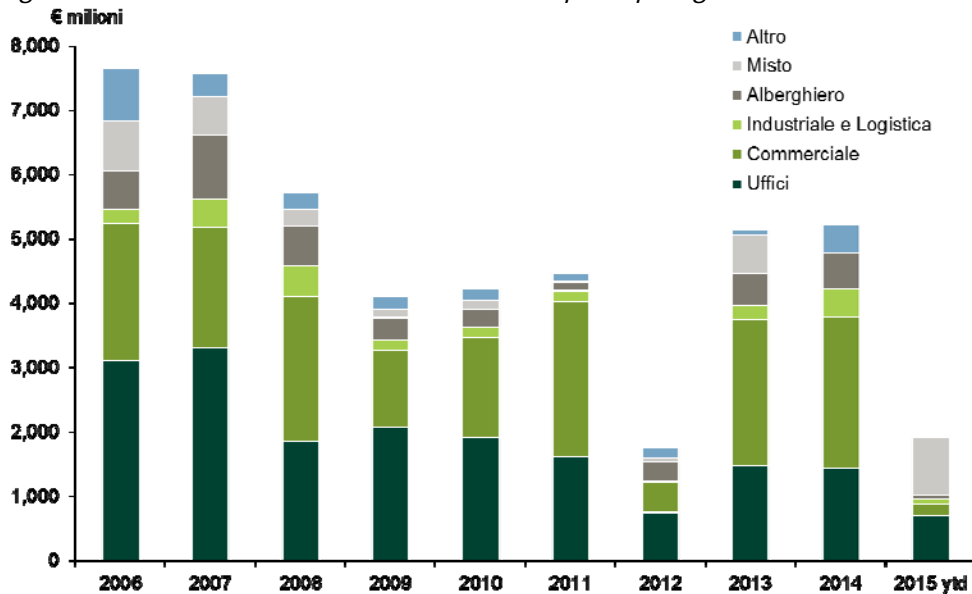
Per quanto riguarda i due mercati principali, Milano e Roma, si continua a osservare una certa dicotomia tra le due città, sia per quanto riguarda gli investimenti che le locazioni. Milano sta approfittando pienamente della ripresa sia in termini di volumi di investimento che di assorbimento di uffici. La piazza di Roma continua invece a soffrire con dei volumi inferiori sia a Milano che alla propria 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, rispetto al quale non è ancora chiara la strategia immobiliare nel breve periodo.³

² BNP Paribas Real Estate Research

³ BNP Paribas Real Estate Research

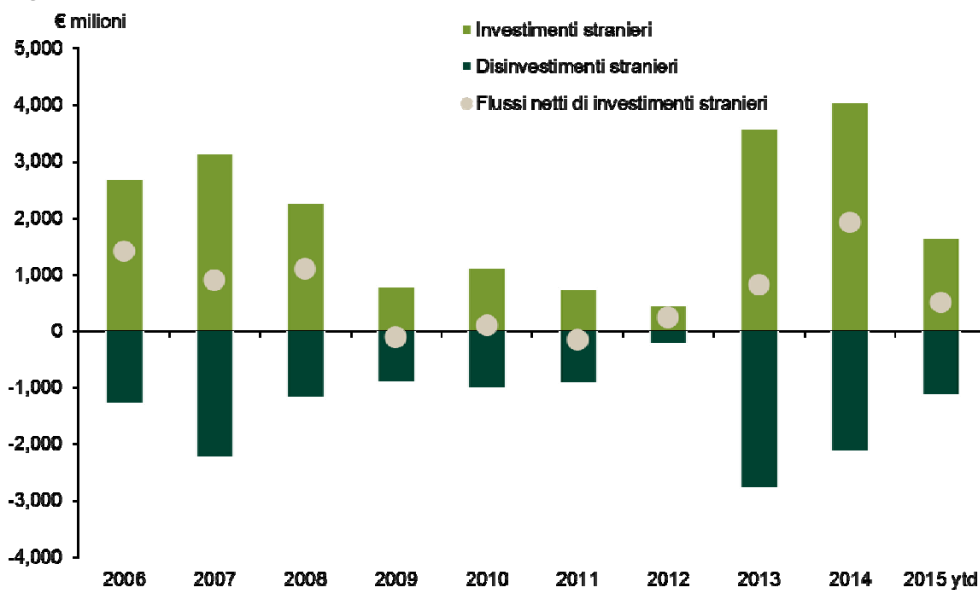
Figura 3 – Volume di investimento diretto per tipologia di immobili in Italia (2006 – Q1 2015)



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* ha fatto diminuire i rendimenti *prime* nel 2014. Sulla base delle transazioni già perfezionate e di quelle in corso di negoziazione si ipotizza una conferma di tale tendenza, almeno per i prodotti *prime*. Infatti, la mancanza di tali prodotti e il forte interesse che riscontrano 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

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



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

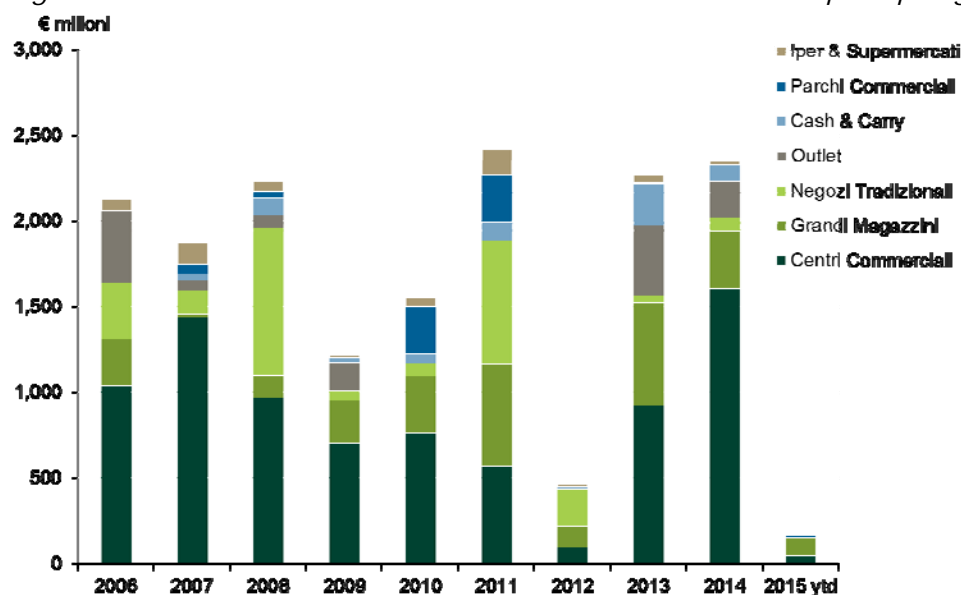
⁴ BNP Paribas Real Estate Research

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 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

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

⁵ CBRE – Marketview Italy Retail Q1 2015

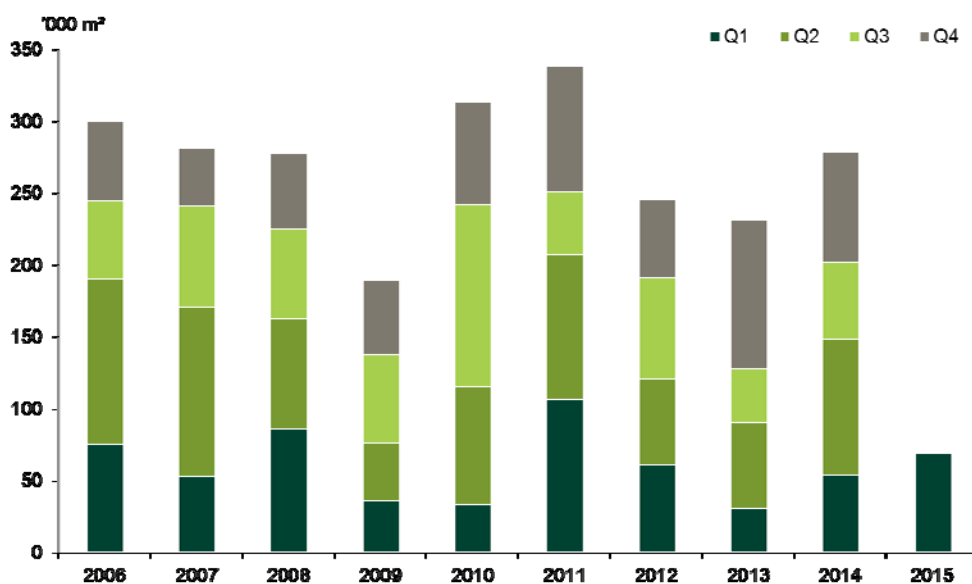
⁶ CBRE – Marketview Italy Retail Q1 2015

Focus su Milano

L'aumento dell'attività registrato nel 2014 è confermata anche nel corso del primo trimestre 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, superiori ai 10.000 m², dall'inizio dell'anno sono state perfezionate soltanto due transazioni superiori ai 6.000 m². Pertanto, in questo periodo non abbiamo assistito a delle riorganizzazioni delle sedi di società, ma soltanto a degli spostamenti. La transazione più significativa è stata lo spostamento temporaneo di un ufficio del Comune, nello specifico alcuni uffici dell'assessorato all'urbanistica, in modo da ristrutturare la precedente sede, di proprietà, nella quale poi rientreranno tra almeno tre anni.⁷

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 sfritto, 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 sfritto 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 sfritto 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 registrata la

⁷ BNP Paribas Real Estate Research

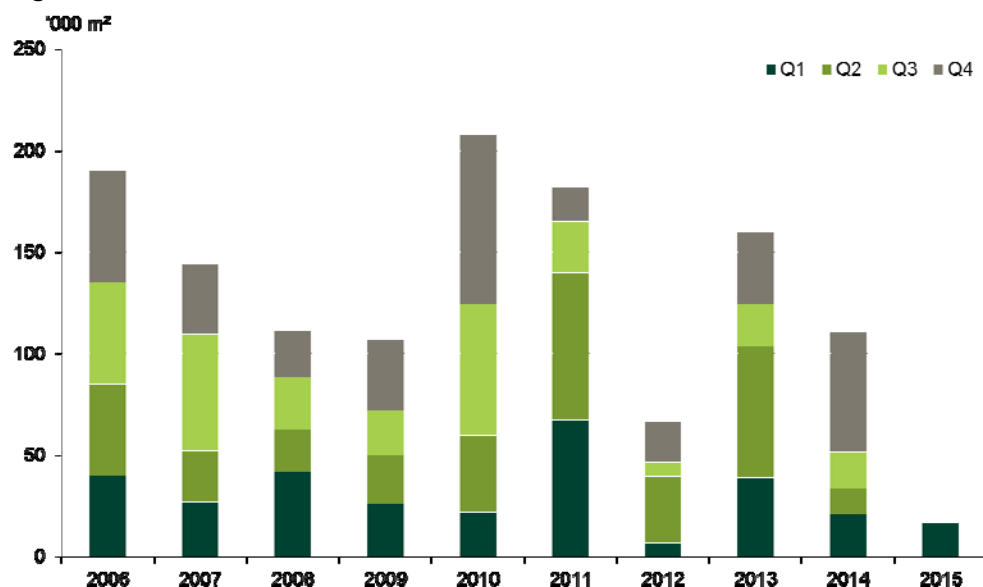
⁸ BNP Paribas Real Estate Research

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.

transazione di Wind che ha preso in locazione 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

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. Pertanto, le società interessate a spostarsi in uffici nuovi o di maggior qualità si ritrovano 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 i contratti in essere a 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

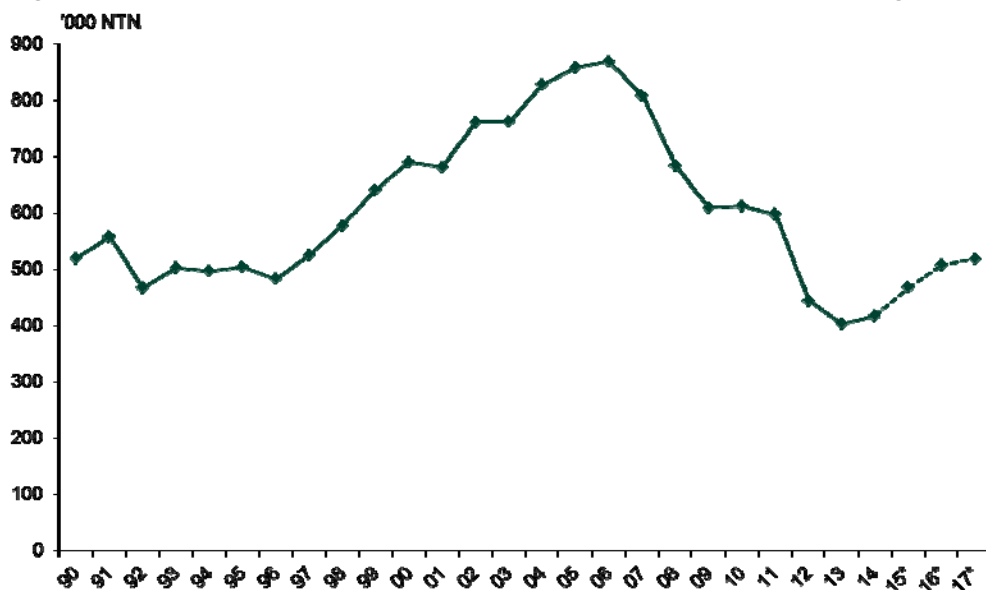
Il mercato delle compravendite residenziali si è stabilizzato nel corso del 2014, mostrando i primi segnali di ripresa. Tuttavia, la ripresa completa del settore stenta a decollare. Se da una parte si osserva un miglioramento del clima di fiducia, dall'altro questo non si traduce in un aumento delle 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

¹⁰ BNP Paribas Real Estate Research

¹¹ BNP Paribas Real Estate Research

prezzi per cui viene rimandata la vendita in attesa dell'inversione dell'andamento dei prezzi che stanno continuando a calare.¹²

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 ad attirare un forte interesse da parte degli investitori, favorendo una contrazione dei rendimenti. Gli investitori come Logikor, 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 diminuito 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 primo trimestre 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 proposti 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

¹² Nomisma – Osservatorio sul mercato immobiliare Luglio 2015

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

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) 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.

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.

Nel caso specifico del Fondo, si segnala che - a seguito della scadenza del mandato di Savills Italy S.r.l. – la Società ha istituito un'apposita procedura di selezione, ai sensi del DM 30/2015 per la selezione dell'Esperto Indipendente, ad esito della quale si è proceduto a conferire l'incarico di Esperto Indipendente del Fondo a Scenari Immobiliari S.r.l.. Si precisa che, durante il semestre, non sono stati conferiti, in relazione al Fondo, ulteriori mandati né a Savills Italy S.r.l., né a Scenari Immobiliari S.r.l..

QUOTAZIONE PRESSO BORSA ITALIANA S.p.A.

Il Fondo "Estense – Grande Distribuzione" è quotato, presso Borsa Italiana S.p.A. (segmento MIV- Mercato Telematico degli Investment Vehicles), dal 3 agosto 2004 (codice di negoziazione QFEGD - codice ISIN IT0003411045).

Il valore di quotazione del fondo è passato da Euro 915,00 del 2 gennaio 2015 (primo giorno di negoziazione del 2015) a Euro 675,50 del 30 giugno 2015 (ultimo giorno di negoziazione del semestre) con un decremento del 26,17%. Lo sconto rispetto al NAV (al netto del rimborso e del provento effettuati nel mese di febbraio), in tale data, è pari al 30,16%.

Il prezzo massimo, pari a Euro 986,50 per quota, è stato raggiunto in data 11 marzo 2015 mentre il prezzo minimo, pari a Euro 661,00, si è registrato il 17 aprile 2015.

Gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di n. 28 quote, in leggero aumento rispetto alla media dell'anno precedente pari a 27 quote. In data 20 aprile 2015 si è realizzato il maggior numero di scambi: n. 345 quote al prezzo unitario di Euro 709.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

Il Fondo "Estense-Grande Distribuzione" ha l'obiettivo di investire esclusivamente in immobili a destinazione commerciale.

Si ricorda che la collaborazione con Coop Estense, una delle maggiori realtà tra quelle che formano il sistema della grande distribuzione commerciale Coop, ha consentito, tra l'altro, di preselezionare, nell'ambito di un apposito "Accordo quadro", una parte degli immobili sui quali investire il patrimonio del Fondo, così da poter impegnare sin dal mese di giugno 2003 gran parte del capitale.

Il Fondo, così come previsto fin dal collocamento, ha effettuato acquisizioni di immobili della GDO¹⁸ anche al di fuori del patrimonio di Coop Estense.

Si ricorda che, il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 19 luglio 2013, stante la perdurante crisi dei mercati economico – finanziari ed immobiliari, ha deliberato il ricorso al "Periodo di Grazia" per il completamento dello smobilizzo degli attivi al fine di beneficiare di un contesto più stabile. Ad esito di tale delibera il Fondo dovrà completare l'attività di liquidazione entro il 31 dicembre 2016.

Dopo le numerose vendite effettuate nel corso dell'anno 2013 (13 immobili per un prezzo di cessione complessivo di Euro 215,3 milioni), il Fondo ha ceduto, nel febbraio 2014, la galleria del centro commerciale "Le Mura" di Ferrara e l'intera partecipazione nella società Prima S.r.l., per un corrispettivo complessivo pari a Euro 38 mln circa.

Prosegue, quindi, l'attività di commercializzazione dei 7 immobili costituenti il portafoglio attuale del Fondo. Si precisa che, ad esito di apposita procedura di selezione che ha visto partecipare i più importanti operatori del settore, è stato conferito un mandato di commercializzazione in esclusiva ad un primario operatore internazionale che ha già avviato sul mercato domestico ma anche sul mercato europeo la promozione del portafoglio.

GESTIONE IMMOBILIARE

Nel corso dell'anno è, comunque, proseguita l'attività di gestione ordinaria del portafoglio immobiliare e l'attività delle società, interamente controllate dal Fondo, titolari delle licenze inerenti le gallerie commerciali. Queste società conducono in locazione gli immobili che provvedono, insieme alle relative licenze, ad affittare agli operatori finali.

¹⁸ Grande Distribuzione Organizzata

Alla data di chiusura dell'esercizio, sulla base delle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente Scenari Immobiliari S.r.l., gli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo hanno, nella loro globalità, un valore di mercato pari a Euro 108,7 milioni, inferiore del 26,8% rispetto al costo complessivo di acquisizione (comprensivo dei costi capitalizzati).

Nel semestre il Fondo ha contabilizzato, al netto degli investimenti, una minusvalenza sul valore degli immobili in portafoglio al 31 dicembre 2014 di Euro 0,32 milioni e una minusvalenza sulle partecipazioni di controllo non immobiliari di circa Euro 0,15 milioni.

Le svalutazioni immobiliari registrate, di lieve entità, sono essenzialmente dovute a diverse ipotesi base effettuate dal nuovo Esperto Indipendente del Fondo.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio immobiliare del Fondo alla data del 30 giugno 2015:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo di acquisto Euro (*)	Valore di mercato al 30/06/15 Euro	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
28/02/2005	Galleria Commerciale	Ortona	5.378	12.373.822	8.000.000	-35,35	Euclide Srl (100% F. Estense)
28/02/2005	Parco Commerciale	Ortona	5.666	6.998.309	3.800.000	-45,70	Euclide Srl (100% F. Estense)
25/10/2005	Galleria Commerciale	Bari S. Caterina	8.951	41.842.609	40.500.000	-3,21	Cartesio Srl (100% F. Estense)
20/06/2007	Supermercato	Rivoli (TO)	8.838	14.299.644	11.400.000	-20,28	Gruppo Nordiconad
12/12/2007	Galleria Commerciale	Bari Japigia	8.651	42.454.134	18.600.000	-56,19	Archimede Srl (100% F. Estense)
29/12/2008	Cash & Carry	Ravenna	5.544	6.742.453	6.400.000	-5,08	Gruppo METRO
29/12/2008	Cash & Carry	Pozzuoli	15.844	23.794.280	20.000.000	-15,95	Gruppo METRO
Totali				148.505.253	108.700.000	-26,80%	

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

Nel corso del semestre i ricavi da locazione sono stati pari a Euro 3,84 milioni.

Al termine del periodo l'ammontare dei crediti in essere vantati dal Fondo nei confronti di locatari risulta pari a Euro 1,26 milioni. I crediti sono, per la quasi totalità, ascrivibili al ritardo dei pagamenti da parte delle partecipate del fondo, detentrici delle licenze commerciali, che a loro volta vantano crediti verso i propri conduttori.

Alla data di riferimento non sussistono procedure giudiziali e/o arbitrali in corso tali da avere conseguenze pregiudizievoli rilevanti per il Fondo.

Il Fondo "Estense – Grande Distribuzione" è soggetto al servizio di analisi della performance "PAS" ("Portfolio Analysis Service") fornito da IPD ("Investment Property Databank")¹⁹. L'analisi indipendente fornita da IPD è per la Società di Gestione un ulteriore strumento di verifica dei rendimenti e di confronto con i benchmark di mercato.

GESTIONE FINANZIARIA

Nel corso del secondo semestre dell'anno 2013 il Fondo ha provveduto a stipulare, con Unicredit S.p.A., una modifica del contratto di finanziamento stipulato nel 2008 volto al prolungamento della durata dello stesso di ulteriori tre anni (i.e. fino al dicembre 2016).

¹⁹ maggiori informazioni disponibili presso www.ipd.com

Al 30 giugno 2015 l'indebitamento totale del Fondo è pari a Euro 32,9 milioni e la leva è pari al 30,3% del valore di mercato degli immobili in portafoglio (Euro 108,7 mln).

GESTIONE MOBILIARE

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta pari a Euro 2,9 milioni, depositata sui conti correnti accesi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities – Succursale Italia, di cui Euro 1,4 milioni su conti pignati a favore della banca finanziatrice (svincolabili all'atto della attestazione del rispetto dei covenant finanziari, al netto delle riserve di cassa contrattuali di circa Euro 0,3 milioni), ed Euro 0,6 milioni su conti "escrow" accesi in relazione alla dismissione dell'immobile della Spezia.

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.

Il 21 maggio 2015 è stato comunicato il recesso dalla delega di gestione conferita nel 2002 a BNP Paribas Investment Partners SGR con effetto dal 31 maggio 2015.

FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE

Non vi sono fatti di rilievo da segnalare.

PROPOSTA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Si propone al Consiglio di Amministrazione di approvare la Relazione Semestrale del Fondo al 30 giugno 2015, chiusosi con un utile di Euro 1.158.863, e un valore complessivo netto pari ad Euro 80.083.506.

Relazione Semestrale del Fondo ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE

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	322.953	0,28 %	492.279	0,41 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	6.565	0,01 %	6.565	0,01 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	0	0,00 %	0	0,00 %
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 %	3.778.062	3,11 %
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	108.700.000	95,88 %	109.020.000	89,86 %
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	2.864.000	2,53 %	4.692.417	3,87 %
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 RISCOINTI ATTIVI	51.775	0,05 %	101.592	0,08 %
G3. RISPARMIO DI IMPOSTA	61.671	0,05 %	0	0,00 %
G4. ALTRE	1.359.269	1,20 %	3.236.537	2,67 %
TOTALE ATTIVITA'	113.366.233	100,00 %	121.327.452	100,00 %

Relazione Semestrale del Fondo ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE

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	32.984.000	32.984.000
H2. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0
H3. ALTRI	0	0
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0
I2. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1. PROVENTI DA DISTRIBUIRE	0	0
L2. ALTRI DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI NON LIQUIDATI	0	0
M2. DEBITI DI IMPOSTA	56.867	115.243
M3. RATEI E RISCONTI PASSIVI	23.933	35.329
M4. ALTRE	217.927	160.237
TOTALE PASSIVITA'	33.282.727	33.294.809
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	80.083.506	88.032.643
Numero delle quote in circolazione	82.800	82.800
Valore unitario delle quote	967,192	1.063,196
Controvalore complessivo degli importi rimborsati	9.108.000,00	104.659.200,00
Valore unitario delle quote rimborsate	110,00	1.264,00
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	164,00
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