



**BNP PARIBAS
REAL ESTATE**

INVESTMENT MANAGEMENT

FONDO "IMMOBILIARE DINAMICO"

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2015

Il Fondo "Immobiliare Dinamico" è stato il primo fondo italiano costituito con la caratteristica di prevedere "aperture semestrali del capitale", ovvero con la possibilità per i sottoscrittori di riscattare le proprie quote, a determinate condizioni precisate dal Regolamento di Gestione del Fondo, e per i nuovi investitori di sottoscrivere quote di nuova emissione; entrambe le operazioni sono effettuate al Net Asset Value.

Il Fondo è stato collocato per la prima volta tra il 16 novembre 2004 e il 31 marzo 2005, raggiungendo una raccolta totale pari a Euro 130,7 milioni; in tale fase vennero sottoscritte 522.800 quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di Euro 250, da parte di 9.139 sottoscrittori.

Dal primo collocamento al 30 giugno 2015 sono state effettuate 19 aperture semestrali (escluso la prima emissione 2004 - 2005), due per ciascuno degli esercizi dal 2006 al 2014 e una per il corrente anno.

Nel 2006 il controvalore totale delle quote sottoscritte, al netto dei rimborsi, è stato pari a Euro 92,4 milioni, nel 2007 a Euro 106,7 milioni, nel 2008 a Euro 69 milioni, nel 2009 i rimborsi hanno superato il valore delle quote sottoscritte con un deflusso di Euro 2,1 milioni, nel 2010 i rimborsi hanno superato il valore delle quote sottoscritte con un deflusso di Euro 10,1 milioni, nel 2011 i rimborsi hanno superato il valore delle quote sottoscritte con un deflusso di Euro 5,49 milioni, nella prima finestra del 2012 non vi sono state nuove sottoscrizioni mentre vi sono 24 richieste di rimborso anticipato, pari a 2.264 quote, con una raccolta netta negativa di Euro 0,5 milioni. La finestra chiuse il 31 dicembre 2012 non ha fatto registrare alcuna sottoscrizione ma solo 12 richieste di rimborso anticipato per 1.035 quote, pari ad un controvalore di Euro 0,2 milioni. Nella prima finestra del 2013 vi sono state 2 richieste di rimborso anticipato, pari a 135 quote, con una raccolta netta negativa di Euro 31.391,96 e la seconda, chiusa il 31 dicembre 2013, ha fatto registrare 6 richieste di rimborso anticipato per 666 quote, pari ad un controvalore di Euro 147.449,07. Nella finestra dell'1 maggio 2014 vi è stata una richiesta di rimborso anticipato per complessive 75 quote per un valore complessivo di Euro 16.094,55 (calcolato sul valore unitario delle quote al 30 giugno 2014). La finestra chiuse il 31 dicembre 2014 non ha fatto registrare alcuna sottoscrizione ma solo 3 richieste di rimborso anticipato per 177 quote, pari ad un controvalore di Euro 36.637,04. Nella finestra dell'1 maggio 2015 non vi è stata alcuna richiesta di rimborso anticipato. Essendosi verificata la condizione prevista dal Regolamento di Gestione del Fondo all'art. 30.6, non si procederà al rimborso di alcuna quota prevista.

Il numero totale delle quote in sospeso, al netto degli storni effettuati, è ad oggi pari a 14.963.

Il primo semestre 2015 si chiude con una perdita di Euro 17.891.722 (al 31 dicembre 2014: perdita di Euro 20.983.185). Come meglio analizzato nella sezione "Gestione immobiliare", il risultato recepisce, tra l'altro, minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 17.474.726 (Euro 17.900.706 nel 2014), plusvalenze non realizzate su partecipazioni per Euro 818.999 (nel 2014 minusvalenze per Euro 113,897), minusvalenze non realizzate su OICR italiani ed esteri direttamente detenuti per Euro 2.586.529 (Euro 6.549.815 nel 2014).

Considerando le plusvalenze e minusvalenze da valutazione del portafoglio immobiliare del fondo, delle partecipazioni e delle quote di OICR detenute, il risultato del periodo risulta positivo e pari a Euro 1.350.534 (2014: Euro 3.581.233). Precisiamo a tal proposito che il risultato della valutazione della partecipazione nella Dire S.a.r.l., accantonato in un apposito fondo rischi del passivo della situazione patrimoniale, riflette la perdita durevole di valore conseguente all'adeguamento del valore di carico della partecipazione nella TPF1, non recepito nel bilancio della Dire al 30 giugno 2015 (vedi par. "Gestione immobiliare").

Come meglio dettagliato nel paragrafo "Quotazione presso Borsa Italiana S.p.A. di Milano", nel corso del 2011 il Fondo è stato ammesso alla quotazione presso il MIV, Mercato degli Investment Vehicles, Segmento Fondi Chiusi, di Borsa Italiana.

Al 30 giugno 2015 il Valore Complessivo Netto del Fondo risulta pari a Euro 283.238.055 (31 dicembre 2014: Euro 301.129.777).

Al 30 giugno 2015 le attività ammontano a Euro 407.170.946 (Euro 427.227.763 al 31 dicembre 2014).

Alla stessa data il valore della quota si è attestato a Euro 194,675, rispetto ad un valore di Euro 206,972 rilevato al 31 dicembre 2014. Tenendo conto dei proventi e dei rimborsi anticipati erogati ai sottoscrittori, per un totale di Euro 25,2 pro quota, al 30 giugno 2015 il valore della quota si è decrementato rispetto al valore nominale, pari a Euro 250 (corrisposto in occasione del primo collocamento), del 12,05%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2015 risulta negativo per 2,47%, mentre al 31 dicembre 2014 era negativo per 1,91%.

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

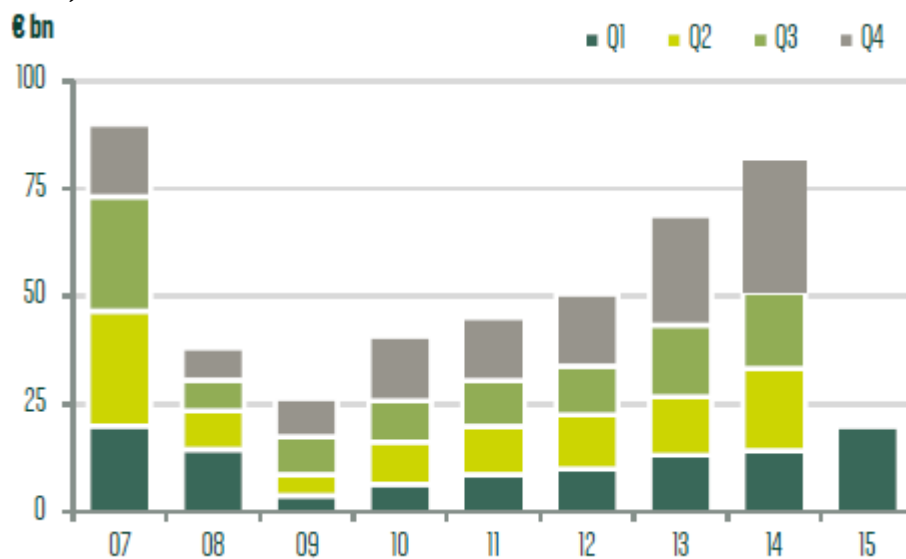
Fonte: BNP Paribas Research (Luglio 2015)

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

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



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Il mercato immobiliare Italiano

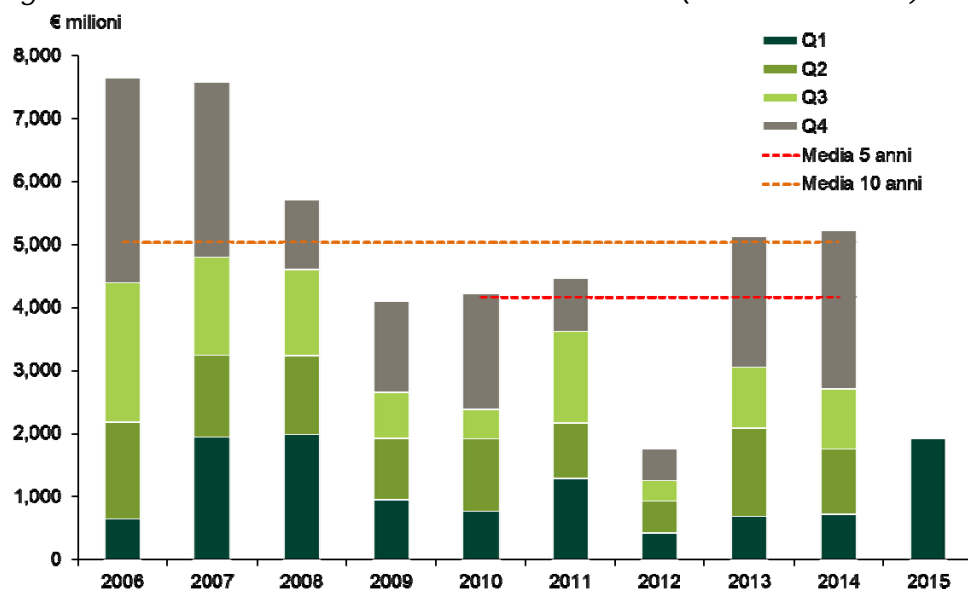
Il volume degli investimenti registrato nel primo trimestre mostra una progressione del 162%, grazie all'importante investimento del Qatar nel progetto di Porta Nuova a Milano per € 900 milioni. Tolta questa transazione, il mercato è comunque cresciuto del 37% rispetto al primo trimestre del 2014. Questo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

¹ BNP Paribas Real Estate Research

² BNP Paribas Real Estate Research

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

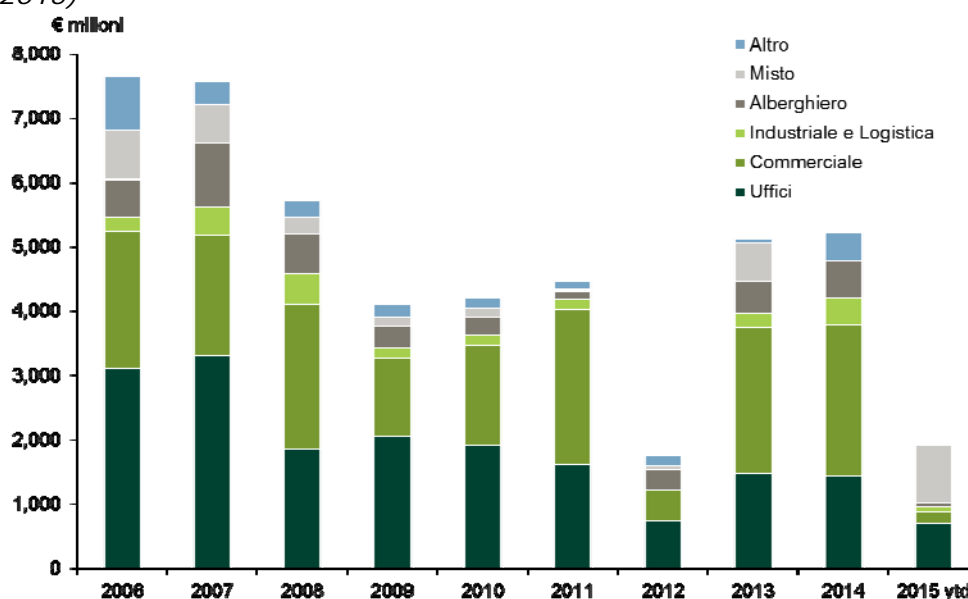


Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

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 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)

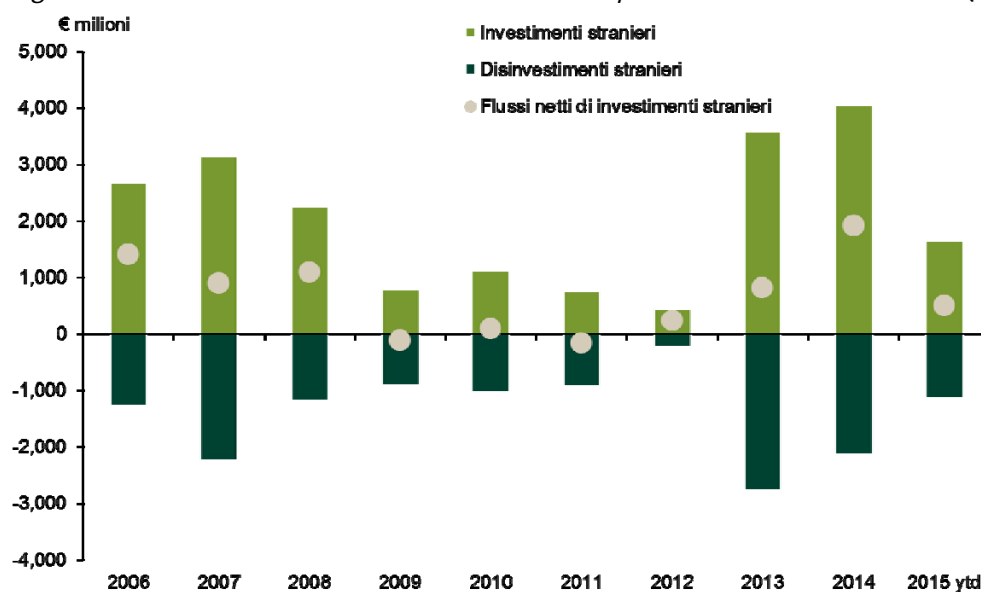


Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

³ 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

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



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Focus sul settore commerciale

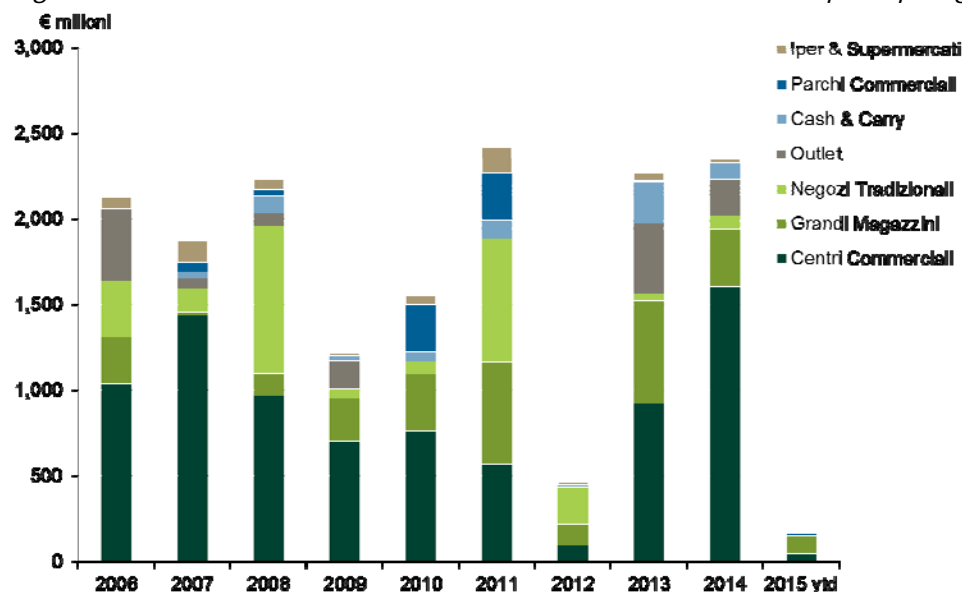
Dopo un ottimo 2014, il volume degli investimenti retail nei primi tre mesi del 2015 si è fermato a €172 milioni. Si tratta di un valore ben inferiore alla media trimestrale (solo primo trimestre) degli ultimi cinque anni. Il rallentamento negli investimenti non è però un indicatore di un calo d'interesse 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

⁴ BNP Paribas Real Estate Research

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

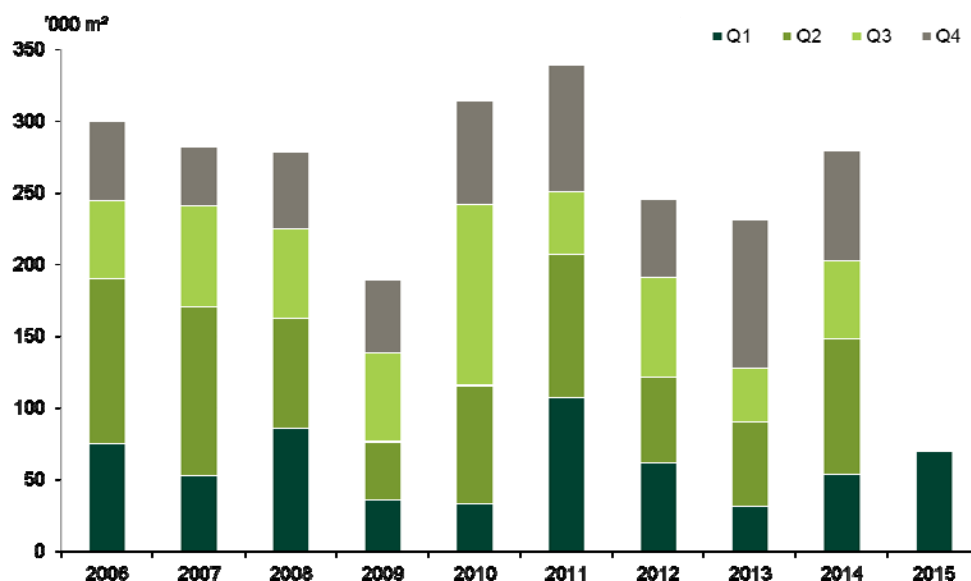
Focus su Milano

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.

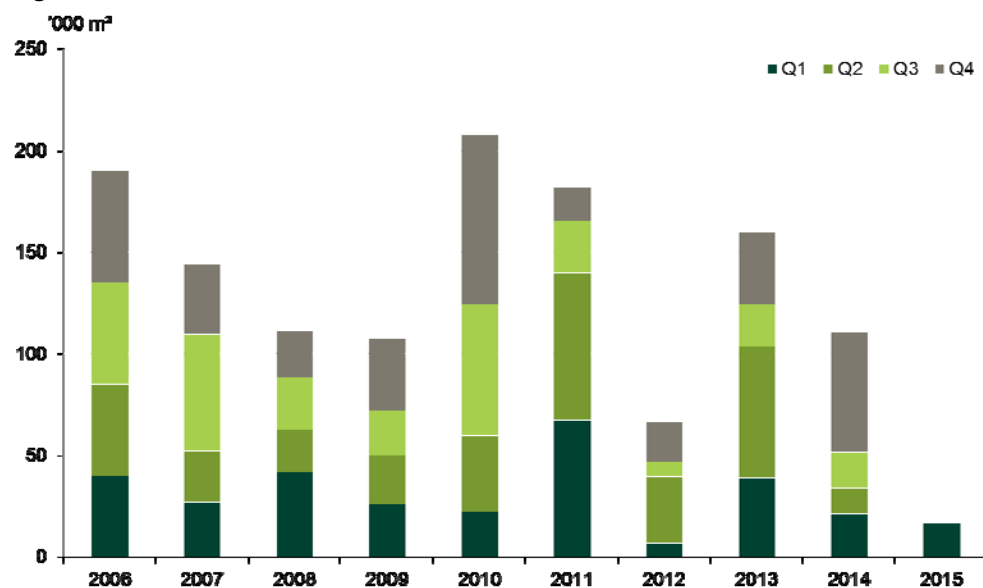
In maniera generale, il mercato degli uffici romano deve fronteggiare tre problemi: la situazione economica spinge le società a rinegoziare i propri contratti, il settore pubblico è meno attivo rispetto al passato e l'offerta di immobili è di bassa qualità.¹⁰

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

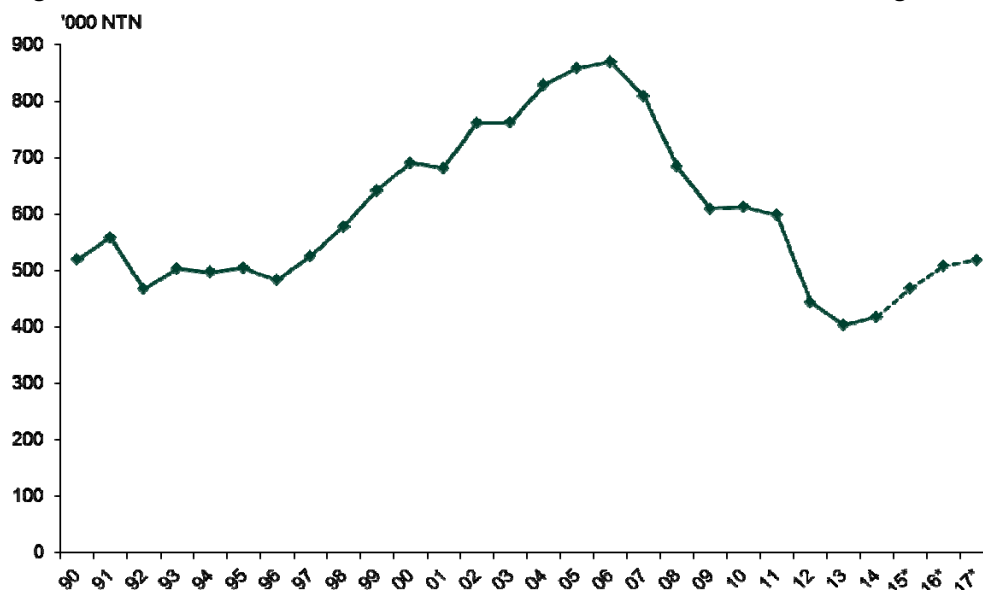
Focus sul mercato residenziale

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 Logicor, 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.

L'ESPERTO INDIPENDENTE

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 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.

In conformità alle previsioni del DM 30/2015, si informa che il Consiglio di Amministrazione della SGR in data 28 aprile 2015 ha nominato quale Esperto Indipendente del Fondo la società Praxi S.p.A. e che a tale società, nel corso dell'esercizio 2015, non sono stati conferiti ulteriori incarichi rispetto a quello di valutazione.

Inoltre, si segnala che il Consiglio di Amministrazione della SGR, sempre 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 S.P.A.

Il Fondo "Immobiliare Dinamico" è quotato, presso Borsa Italiana S.p.A. (segmento MIV-Mercato Telematico degli Investment Vehicles), dal 3 maggio 2011 (codice di negoziazione QFID - codice ISIN IT0003752745).

Il valore di quotazione del fondo è passato da Euro 69,75 del 2 gennaio 2015 (primo giorno di negoziazione del 2015) a Euro 58,50 del 30 giugno 2015 (ultimo giorno di negoziazione del semestre) con un decremento del 16,13%. Lo sconto rispetto al NAV, in tale data, è pari al 69,95%.

Il prezzo massimo, pari a Euro 75,15 per quota, è stato raggiunto in data 2 febbraio 2015 mentre il prezzo minimo, pari a Euro 58,25 si è registrato il 29 giugno 2015.

Gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di n. 552 quote, in leggero aumento rispetto alla media dell'anno precedente pari a 547 quote. In data 17 aprile 2015 si è realizzato il maggior numero di scambi: n. 1.969 quote al prezzo unitario di Euro 68.

Si rende noto che dal 24 maggio 2013, BNP Paribas REIM SGR p.A. – in conformità alla Prassi di mercato ammessa n. 1 di cui alla Delibera Consob 19 marzo 2009 n. 16839 – ha conferito ad Exane S.A. un incarico per lo svolgimento dell'attività di liquidity provider avente ad oggetto le quote del fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso "Immobiliare Dinamico". L'attività di sostegno della liquidità viene svolta da Exane S.A. con rischio a carico di BNP Paribas REIM SGR p.A. che ha messo a disposizione di Exane la somma di Euro 300.000 per lo svolgimento delle attività oggetto d'incarico. Tale incarico non sostituisce ma si affianca all'incarico già esistente di Specialist a suo tempo conferito a Banca Aletti.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

Il fondo ha l'obiettivo di investire in beni immobili a reddito, principalmente nei settori terziario e commerciale, e in quote di O.I.C.R. italiani ed esteri, riservati a investitori qualificati.

GESTIONE IMMOBILIARE

Con le operazioni di acquisto effettuate nel corso del secondo semestre del 2010 il Fondo ha esaurito la liquidità disponibile per gli investimenti e la corrente attività è concentrata sulla gestione e valorizzazione del portafoglio esistente.

Con riferimento agli investimenti effettuati nel mercato residenziale (Livorno e Venezia), nel corso del semestre non sono state raccolte proposte di acquisto e prosegue l'attività di commercializzazione delle restanti unità immobiliari degli immobili di Venezia (33 unità) e Livorno (10 unità).

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dall'esperto indipendente, Praxi S.p.A., gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a Euro 313,7 milioni, in diminuzione rispetto ai valori di mercato espressi dall'Esperto Indipendente nella precedente valutazione semestrale.

La riduzione dei valori di mercato rispetto alla precedente valutazione è imputabile principalmente agli immobili di Milano - Via Tortona "torre Athena", Milano - Via Stephenson, Milano - Viale Fulvio Testi e Ferrara - Via Roffi, riconducibile prevalentemente alle condizioni di mercato, che permangono tuttora molto negative.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo alla data del 30 giugno 2015.

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (mq lordi)	Prezzo di acquisto (*)	Valore di mercato al 30/06/2015	Δ Valore (%) sul Prezzo di acquisto	Conduttore principale
04/04/2006	Uffici	Milano, Via Tortona 33 Torre Ares	17.956	36.571.441	28.110.000	-23,1%	GFK
04/04/2006	Uffici	Via Tortona 33 Torre Athena	24.526	37.859.635	32.970.000	-12,9%	Willis
24/04/2006	Residenziale	Livorno, via Francesco Crispi 50	775	2.843.558	1.583.000	-44,3%	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione
27/04/2006	Uffici	Milano, Via Grosio 10/8	10.975	10.112.330	9.740.000	-3,7%	Valassis SRL
29/05/2006	Residenziale	Venezia Lido, Via della Droma 49	3.230	10.666.192	6.546.000	-38,6%	Unità immobiliari ristrutturate e in corso di commercializzazione
21/12/2006	Commerciale	San Giuliano Milanese, Via Po 13	1.640	23.683.050	2.971.000	-31,8%	Pittarosso
21/12/2006	Commerciale	San Giuliano Milanese, Via Po 15/17	3.955		7.166.000		JYSK
21/12/2006	Commerciale	San Giuliano Milanese, Via Po 19	3.335		6.023.000		Risparmio Casa
12/04/2007	Uffici	Milano Via Patecchio 2	14.527	12.049.800	6.820.000	-43,4%	Nexteria
12/04/2007	Uffici	Milano Via Ramusio 1	15.321	10.688.449	6.400.000	-40,1%	Vacant
12/04/2007	Uffici	Roma Via Berio 91/97	15.982	12.909.036	9.090.000	-29,6%	Call&Call
12/04/2007	Uffici	Milano Via Gallarate 184	8.927	17.615.188	13.340.000	-24,3%	KIA Motors
08/06/2007	Uffici	Milano Via Stephenson 94	19.995	16.007.515	13.310.000	-16,9%	Quadriga
14/11/2007	Uffici	Milano Via Castellanza 11	13.047	19.108.712	15.660.000	-18,0%	Reply Services
12/12/2007	Commerciale	Milano Via Pitteri 84	4.341	13.503.148	10.330.000	-23,5%	Mediamarket
12/12/2007	Commerciale	Cinisello Balsamo (MI), Viale Fulvio Testi 210	7.032	22.836.402	17.550.000	-23,1%	Mediamarket
12/12/2007	Commerciale	Brescia, Via Orzinuovi	3.839	7.593.415	5.970.000	-21,4%	Mediamarket
12/12/2007	Commerciale	Erbusco (BS) C.C. Le Porte Franche via Rovato	4.270	8.090.658	5.900.000	-27,1%	Mediamarket
12/12/2007	Commerciale	Parma C.C. Euro Torri P.za Balestrieri	4.301	10.769.846	8.370.000	-22,3%	Mediamarket
10/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 5	4.380	8.271.321	7.860.000	-5,0%	Ibiscus mobili
31/07/2008	Commerciale	Marcon, via Mattei n 9	4.725	9.611.481	6.830.000	-28,9%	OVS
30/09/2008	Uffici	Milano, Via Inverigo n 4/6	4.201	7.632.491	3.490.000	-54,3%	CAR FULL SERVICE
30/09/2008	Uffici	Milano, Largo Nuvolari, n 1	8.443	45.731.654	35.400.000	-22,6%	Cattolica Services
17/12/2009	Commerciale	Ferrara, via Roffi n 6	4.538	9.072.547	7.190.000	-20,7%	Edilfuture
22/12/2010	Commerciale	Milano, Viale Certosa n. 29	11.342	26.926.900	25.010.000	-7,1%	Mediamarket
29/12/2010	Logistica	Trezzo sull'Adda (MI), V.le Lombardia n. 80	25.667	22.333.434	20.060.000	-10,2%	LD
TOTALI			241.270	402.488.203	313.689.000	-22,1%	

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

Con riferimento alle variazioni più significative, in aggiunta alle riduzioni legate alla generalizzata crisi del mercato immobiliare (e alla conseguente riduzione dei prezzi e dei canoni di locazione al mq., nonché all'aumento dei rendimenti attesi), di seguito si segnalano alcune situazioni particolari verificatesi sui seguenti immobili:

- Milano - Via Ramusio : in data 18 maggio 2015 l'unico conduttore dell'immobile ha rilasciato gli spazi. L'immobile risulta ad oggi totalmente sfitto.
- Milano - Via Tortona Torre "Athena": Nel mese di marzo 2015 sono stati presi in consegna ca. 870 mq di spazi a destinazione uffici.
- Milano - Via Tortona Torre "Ares": Nel mese di aprile sono ultimati i lavori all'immobile, e il conduttore ha ufficialmente preso in consegna gli spazi. L'immobile ad oggi risulta locato per circa il 76% della sua superficie commerciale.
- Milano - Largo Nuvolari: durante il primo semestre 2015 è stato rinegoziato il contratto di locazione con il tenant, che ha portato alla stipula di un nuovo contratto. Le nuove condizioni contrattuali prevedono incentivi quali uno sconto sul canone a regime ed un periodo iniziale di free rent . A compensazione degli incentivi concessi, è stata prolungata la durata residua del contratto.
- Milano - via Grosio: è in corso una trattativa con un importante società internazionale per la locazione di circa 1.449 mq di superfici ad uso uffici e 12 posti auto coperti, a canone di mercato.
- Marcon - Via Mattei 9: è stato rinegoziato un contratto di affitto di ramo d'azienda. Il nuovo contratto avrà inizio nel mese di luglio 2015 e prevede uno sconto sul canone a fronte di un prolungamento della durata del contratto.
- Milano - Via Stephenson: nel mese di aprile è stato siglato un contratto di locazione con decorrenza 1 novembre 2015

Nel corso del semestre sono stati svalutati crediti vantati dal Fondo verso locatari diversi per complessivi Euro 193.059 e sono state effettuate riprese di valore per Euro 100.112. I crediti risultano svalutati al 30 giugno 2015 complessivamente di Euro 1.506.641 (al 31 dicembre 2014 tale valore era pari a Euro 1.413.694).

Nel corso del semestre l'ammontare totale delle manutenzioni straordinarie effettuate sugli immobili del Fondo è stato pari a circa Euro 3,7 milioni di cui:

- Milano, via Tortona 33 (Torre Ares): avanzamento dei lavori di riqualificazione edile ed impiantistica dell'intero immobile propedeutici all'ingresso del nuovo conduttore, nel corso del semestre sono stati effettuati lavori per importo pari a circa € 3,1 milioni; restano da svincolare le trattenute a garanzia previste contrattualmente per l'esecuzione dei lavori;
- Venezia Lido strada della Droma: € 28k per le manutenzioni straordinarie agli appartamenti invenduti;
- Roma via dei Berio: € 20k per adeguamento uffici e centrale termica;
- Milano via Inverigo: € 18k per manutenzioni straordinarie impianti;
- Milano via Patecchio: € 11k per interventi impianti ascensori;
- Milano, via Tortona (Torre Athena): riqualificazione spazi sfitti per nuova locazione (870 mq) € 394k - € 24k sostituzione quadri elettrici a servizio delle centrali condizionamento - € 30k installazione nuovi cancelli autorimessa;
- Milano via Stephenson: € 62k per sostituzione griglie carrabili;
- Milano via Gallarate: € 8,3k per installazione pellicole isolanti su vetrate uffici KIA.

Al 30 giugno 2015 il valore complessivo degli strumenti finanziari non quotati, partecipazioni e investimenti in OICR, dei quali il Fondo è titolare, con finalità d'investimento indiretto in immobili, risulta pari a Euro 37,49 milioni.

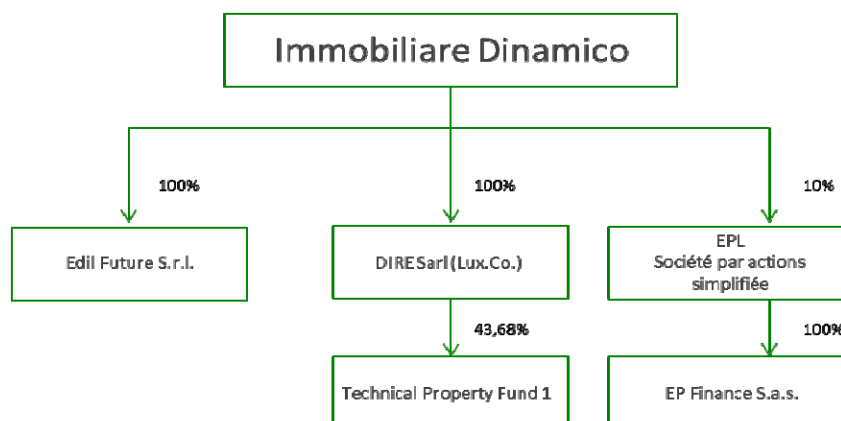
Il fondo detiene le seguenti partecipazioni:

- Euro 523.263 nella partecipazione di controllo nella società **Edil Future S.r.l.**, attualmente proprietaria dei rami d'azienda per l'esercizio dell'attività commerciale negli immobili "retail" siti in Marcon (VE), Ferrara, Milano, Viale Certosa e nel complesso "retail" di San Giuliano Milanese (MI), via Po;

- Con riferimento all'investimento nella OPCl di diritto francese "Technical Property Fund 1" gestita da BNP Paribas REIM Francia:
 - Euro 0, dopo la svalutazione di Euro 50.000 effettuata a partire dall'esercizio 2009, della partecipazione di controllo nella società immobiliare Dire S.a.r.l., con sede in Lussemburgo, costituita nel 2008. Tale società detiene una partecipazione del 43,68% nella OPCl di diritto francese, gestita da BNP Paribas REIM Francia, denominata "Technical Property Fund 1". Nel primo semestre 2015 il fondo TPF1 ha perfezionato la cessione del portafoglio immobiliare e, in data 15 aprile 2015, la TPF1, ha rimborsato alla Dire euro 29,9 milioni. BNP Paribas REIM Francia ha avviato il processo di liquidazione della TPF1 che si prevede di completare nel primo semestre 2016. Si evidenzia che la TPF1 ha ceduto il portafoglio immobiliare rilasciando delle garanzie in favore dell'acquirente a copertura di eventuali rischi legati al trasferimento. Ad oggi non sono pervenute richieste di indennizzo e l'importo garantito, pari a Euro 1.500.000, sarà rilasciato in assenza di istanze da parte dell'acquirente entro il 2016. La società Dire S.a.r.l. sarà a sua volta posta in liquidazione una volta liquidato l'ammontare trattenuto in garanzia. Per quanto riguarda la valutazione della partecipazione nella Dire S.a.r.l., il fondo rischi iscritto nelle passività della relazione semestrale, recepisce il Patrimonio Netto della Dire (negativo per 13.000 Euro) e la svalutazione connessa all'adeguamento del valore di carico della partecipazione nella TPF1 al Patrimonio Netto di quest'ultima, non recepito nel bilancio della Dire al 30 giugno 2015 (per Euro 350.000); in particolare il Patrimonio Netto della TPF1 riflette la liquidità residua detenuta dal veicolo dopo il rimborso effettuato a favore della Dire nel mese di maggio 2015.
 - Euro 1,70 milioni in obbligazioni fruttifere emesse dalla società Dire S.a.r.l. a seguito di un rimborso al fondo effettuato nel semestre per Euro 31,3 milioni.

- Con riferimento all'investimento nella società **EPL S.a.s.**:
 - Euro 8,58 milioni nella partecipazione (costo storico Euro 13,8 milioni) del 10% nella società EPL S.a.s., con sede in Francia e gestita da BNP Paribas REIM Francia, investimento effettuato sottoscrivendo direttamente, nel corso del 2008 e del 2009, quote di capitale e di obbligazioni convertibili infruttifere emesse della società. EPL S.a.s. è proprietaria, tramite società dalla medesima controllate, di sei immobili del settore terziario localizzati in Francia (cinque nell'area di Parigi ed uno a Marsiglia). La valutazione della partecipazione al Patrimonio Netto, ha fatto registrare una plusvalenza rispetto al valore a fine 2014 pari a Euro 0,94 milioni;
 - Euro 7,63 milioni costituiti da obbligazioni fruttifere emesse dalla società EP Finance S.a.s., controllata da EPL S.a.s., in relazione all'investimento sopra descritto; nel corso del semestre tali obbligazioni hanno maturato interessi per complessivi Euro 340.528, pari al 4,46% dell'investimento.

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



Il Fondo detiene Euro 37,49 milioni in parti di OICR.

Alla data del 30 giugno 2015 le partecipazioni detenute sono le seguenti:

- Euro 9.813.000,00 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "German Retail Box Fund";
- Euro 348.690,26 nella partecipazione nel Fond Commun de Placement "AVIVA Central European Property Fund". Il fondo ha attualmente dismesso il patrimonio e si appresta alla liquidazione
- Euro 0 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "Rockspring Portuguese Property Partnership". Il fondo è attualmente in liquidazione;
- Euro 4.471.201,04 nella partecipazione nel Fondo immobiliare italiano "Umbria - Comparto Monteluce
- Euro 14.686.653,18 nella partecipazione nel Fondo immobiliare italiano "Scarlatti".
- Euro 7.205.295,00 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "Rockspring PanEuropean Property Limited Partnership". Tale partecipazione deriva dalla ristrutturazione dell'originario fondo "Rockspring Paneuropean Property Limited Partnership" avvenuta il 31 marzo 2014. Il nuovo fondo è un fondo aperto con scadenza prevista nel 2048 salvo proroga.
- Euro 968.790,00 nella partecipazione nella limited partnership di diritto inglese "Rockspring Peripheral Europe Limited Partnership". Tale partecipazione deriva dalla scissione dell'originario fondo "Rockspring Paneuropean Property Limited Partnership" avvenuta il 31 marzo 2014. Il fondo è attualmente in liquidazione.

L'andamento negativo dei valori di NAV degli O.I.C.R. italiani oggetto di investimento del Fondo riflette la congiuntura negativa manifestatasi nel nostro Paese a partire dal 2008 che ha interessato anche i mercati immobiliari europei, i quali, stanno però dando segni di ripresa, che ha comportato la contabilizzazione, nel primo semestre 2015, di una minusvalenza complessiva a carico del Fondo pari a Euro 2,01 milioni.

Tuttavia, la maggior parte di tali veicoli ha erogato, nel semestre trascorso, dividendi e rimborsi di capitale, per complessivi Euro 2.016.483,91, come di seguito dettagliato:

- Euro 362.737,50 distribuiti dal fondo "Scarlatti" a titolo di provento (pari a circa il 1,70% del valore dell'investimento iniziale);
- Euro 1.026.309,59 distribuiti da AVIVA Central European Property Fund a titolo di rimborso (pari al 20,5% circa del valore dell'investimento iniziale).;
- Euro 397.858,00 distribuiti da German Retail Box Fund a titolo di provento (pari a circa l' 2,65% dell'investimento iniziale);
- Euro 214.882,77 distribuiti da Paneuropean Property Limited Partnership (pari al 3,02% del valore della quota alla data del 31 marzo 2014 (data di ristrutturazione del fondo)
- Euro 14.696,05 distribuiti da Peripheral Property Limited Partnership (pari all'4,56% del valore della quota alla data del 31 marzo 2014, data di ristrutturazione del fondo).

Il Fondo "Immobiliare Dinamico" 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

In relazione all'acquisizione degli immobili siti in Milano, Via Tortona, avvenuta nel corso del 2006, il Fondo si era accollato un finanziamento ipotecario, di tipo "bullet" dell'ammontare di Euro 35 milioni erogato da Aareal Bank. Il finanziamento, con scadenza originaria 3 aprile 2013, è stato esteso nel luglio 2013.

¹⁸ maggiori informazioni disponibili presso www.ipd.com

Il corrente finanziamento ha scadenza 3 aprile 2018 e tasso variabile pari all'Euribor a tre mesi più un margine pari a 2,85%, coperto per un nozionale di Euro 25 milioni, al tasso dell'1,50% da un contratto derivato stipulato con Aareal Bank in pari data, finalizzato a limitare l'esposizione al possibile rialzo del tasso variabile: ove il tasso Euribor trimestrale dovesse oltrepassare la soglia di cui sopra, il finanziatore applicherà comunque il tasso limite pattuito dell'1,5%, a fronte del premio iniziale corrisposto (Euro 455 mila).

In relazione a tale finanziamento si segnala che in data 5 novembre 2014 il fondo ha effettuato un rimborso di Euro 490.000 per ristabilire il rapporto Loan to Value contrattuale massimo del 50%, a seguito dello sfioramento del rapporto di valore alla data del 30 settembre 2014. Il debito residuo al 30 giugno 2015 è quindi pari a Euro 34.510.000.

Nel corso del 2008 il Fondo ha contratto un finanziamento ipotecario, sempre di tipo "bullet", per l'importo di Euro 85 milioni e tasso variabile pari all'Euribor a tre mesi più un margine pari a 0,80%, erogato da Bayerische Landesbank-Succursale di Milano, con scadenza nell'agosto 2015. Il contratto di finanziamento a tasso variabile è coperto da due contratti swap a tasso fisso di durata pari a quella del finanziamento per un ammontare di 45 milioni al tasso fisso del 3,79% e per un ammontare di 40 milioni al tasso fisso del 3,38%.

Data l'approssimarsi della scadenza di tale finanziamento, nel corso del semestre la SGR ha avviato con cinque banche un beauty contest (tuttora in corso) finalizzato a individuare le migliori condizioni economiche per finanziare il Fondo fino alla sua scadenza e poter anche rimborsare Bayerische Landesbank entro la chiusura dell'esercizio.

Al riguardo si fa presente che Bayerische Landesbank si è resa disponibile a concedere un'estensione tecnica (stand sill) sino a fine 2015 a fronte dell'impegno del Fondo a rimborsare Euro 25 milioni alla scadenza del finanziamento (5 agosto 2015).

Alla data di riferimento la leva finanziaria complessivamente utilizzata dal Fondo è pari a Euro 119,51 milioni, pari al 38,1% del valore di mercato degli immobili in portafoglio.

GESTIONE MOBILIARE

Alla data del 30 giugno 2015 la posizione netta di liquidità risulta pari a Euro 35,5 milioni, depositata sui conti correnti accesi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities – Succursale di Milano, di cui Euro 32,3 milioni su conto libero ed Euro 3,2 milioni su conti pegnati a favore dei finanziatori.

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 RE Property Management Italy Srl è in essere un contratto di outsourcing relativo all'attività di property management svolta per il Fondo.

Con BNP Paribas RE Property Management Italy Srl è in essere un contratto di Corporate Management per la gestione amministrativa della società Edil Future Srl.

Con BNP Paribas RE Advisory Italy SpA è in essere un contratto per attività di Agency concernente la locazione dei seguenti immobili siti in Via Tortona, Via Ramusio, Via Patecchio, via Stephenson, via Gallarate e dell'immobile sito in Roma, via dei Berio.

Con BGL BNP Paribas Lussemburgo è in essere un contratto di Corporate Management per società lussemburghese Dire S.a.r.l.

FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE

Alla data di approvazione della presente Relazione, un istituto ha già fatto pervenire una proposta commerciale di finanziamento, mentre altri tre istituti stanno ancora valutando la pratica.

Parallelamente Bayerische Landesbank ha confermato la concessione dello *stand-still* sino a fine anno, anche comunicando le condizioni economiche richieste. In merito si fa presente che il costo di estensione sarà oltremodo compensato della scadenza dei due IRS a copertura del rischio tasso su tale linea, che risultavano particolarmente onerosi per il Fondo nell'ambito dell'attuale scenario di mercato dei tassi.

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 17.891.722, e un valore complessivo netto pari a Euro 283.238.055.

Relazione Semestrale del Fondo Immobiliare Dinamico

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	523.263	0,13 %	643.864	0,15 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	8.584.400	2,11 %	7.644.800	1,79 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	9.330.000	2,29 %	40.630.000	9,51 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	37.493.629	9,21 %	41.341.798	9,68 %
<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	305.560.000	75,04 %	319.008.000	74,67 %
B2. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA	0	0,00 %	0	0,00 %
B3. ALTRI IMMOBILI	8.129.000	2,00 %	8.451.800	1,98 %
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	35.489.289	8,72 %	5.832.920	1,37 %
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	281.595	0,07 %	1.661.435	0,39 %
G3. RISPARMIO DI IMPOSTA	2.925	0,00 %	167.301	0,04 %
G4. ALTRE	1.776.845	0,44 %	1.845.845	0,43 %
TOTALE ATTIVITA'	407.170.946	100,00 %	427.227.763	100,00 %

Relazione Semestrale del Fondo Immobiliare Dinamico

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	119.510.000	119.510.000
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	24.812	8.402
M3. RATEI E RISCONTI PASSIVI	849.749	969.391
M4. ALTRE	3.548.330	5.610.193
TOTALE PASSIVITA'	123.932.891	126.097.986
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	283.238.055	301.129.777
Numero delle quote in circolazione	1.454.927	1.454.927
Valore unitario delle quote	194,675	206,972
Controvalore complessivo degli importi rimborsati	0,00	0,00
Valore unitario delle quote rimborsate	0,00	0,00
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	89.874,17	114.874,00
Titoli sottoscritti ed in attesa di richiamo impegni	0,00	0,00

Relazione della società di revisione indipendente

Al Consiglio di Amministrazione della
BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy S.G.R. p.A.

Relazione sulla relazione semestrale

Abbiamo svolto la revisione contabile dell'allegata Relazione semestrale al 30 giugno 2015 del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Immobiliare Dinamico" ("il Fondo"), costituita dalla situazione patrimoniale e dalla nota illustrativa.

La presente relazione non è emessa ai sensi di legge in quanto le previsioni dell'art.9, comma 2, del D. Lgs. 58/98 in tema di revisione contabile non trovano applicazione alle relazioni semestrali dei fondi comuni di investimento.

Responsabilità degli amministratori per la Relazione semestrale

Gli amministratori della BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy SGR .p.A., Società di Gestione del Fondo, sono responsabili per la redazione della Relazione semestrale che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità al Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia il 19 gennaio 2015 (di seguito anche il "Provvedimento").

Responsabilità della società di revisione

E' nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sulla Relazione semestrale del Fondo sulla base della revisione contabile. Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11, comma 3, del D.Lgs. 39/2010. Tali principi richiedono il rispetto di principi etici, nonché la pianificazione e lo svolgimento della revisione contabile al fine di acquisire una ragionevole sicurezza che la Relazione semestrale non contenga errori significativi.

La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nella Relazione semestrale. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nella Relazione semestrale dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali. Nell'effettuare tali valutazioni del rischio, il revisore considera il controllo interno relativo alla redazione della Relazione semestrale del Fondo, che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità al Provvedimento al fine di definire procedure di revisione appropriate alle circostanze, e non per esprimere un giudizio sull'efficacia del controllo interno della Società di Gestione del Fondo. La revisione contabile comprende altresì la valutazione dell'appropriatezza dei criteri e delle modalità di valutazione adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli amministratori, nonché la valutazione della presentazione della Relazione semestrale nel suo complesso.

Riteniamo di aver acquisito elementi probativi sufficienti e appropriati su cui basare il nostro giudizio.

Giudizio

A nostro giudizio, la relazione di gestione fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Immobiliare Dinamico" al 30 giugno 2015, e del risultato economico per l'esercizio chiuso a tale data, in conformità al Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia il 19 gennaio 2015.

Milano, 03 agosto 2015

BDO Italia S.p.A.

Olivier Rombaut
(Socio)