

Relazione di gestione semestrale al 30 giugno 2015 dei Fondi

Mediolanum Risparmio Dinamico
Mediolanum Flessibile Valore Attivo
Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia

RELAZIONE DI GESTIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2015

La relazione di gestione di riferimento al 30 giugno 2015 viene redatta in forma abbreviata ai fini della distribuzione dei proventi, conformemente a quanto stabilito dal Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e si compone della relazione degli amministratori, di una situazione patrimoniale e di una sezione reddituale. Si precisa inoltre che la relazione di gestione annuale del Fondo, intesa quale documento riferito ad un periodo complessivo di dodici mesi, viene redatta con la medesima data dell'ultima valorizzazione della quota di dicembre di ogni anno.

La relazione di gestione semestrale è redatta in unità di euro.

I dati contenuti nella situazione patrimoniale sono stati posti a confronto con il periodo precedente mentre i dati contenuti nella sezione reddituale sono stati posti a confronto con l'esercizio precedente e l'ultimo semestre.

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

Signori Partecipanti,

nel primo semestre del 2015 l'andamento dei mercati finanziari è stato influenzato principalmente dalle aspettative e dai dati macroeconomici diffusi, dalle decisioni in materia di politica monetaria delle principali Banche Centrali e dall'evoluzione delle negoziazioni tra Grecia ed Istituzione creditrici, a ridosso di alcune importanti scadenze dei prestiti concessi dal Fondo Monetario Internazionale.

Nel recente *World Economic Outlook Update* del FMI, la crescita mondiale attesa nel 2015 è stata rettificata a 3,3% (3,4% nel 2014) dalla precedente stima di 3,5%, con contributo in aumento dei Paesi industrializzati di 2,1% (1,8% nel 2014) dal precedente 2,4% e in calo dei Paesi Emergenti di 4,2% (4,6% nel 2014) dal precedente 4,3%. In particolare, la crescita nel 2015 è stimata negli Usa a 2,5% (2,4% nel 2014), nell'area euro a 1,5% (0,8% nel 2014), in Giappone a 0,8% (-0,1% nel 2014). Nel 2015, stiamo assistendo in Spagna alla conferma dell'uscita dalla recessione avvenuta nel 2014 (-1,2% nel 2013, +1,4% nel 2014, +3,1% dalla precedente stima di +2,5% nel 2015) e in Italia alla chiusura del rallentamento economico degli ultimi tre anni (-2,4% nel 2012, -1,7% nel 2013, -0,4% nel 2014 e +0,7% dalla precedente stima di 0,5% nel 2015); il prodotto interno lordo in Germania è atteso a 1,6% (+1,6% nel 2014) e in Francia a 1,2% (+0,2% nel 2014). Tra i principali mercati emergenti, la crescita dovrebbe rimanere elevata nei paesi asiatici (6,8% nel 2014 e 6,6% nel 2015), con una riduzione in Cina (7,4% nel 2014 e 6,8% nel 2015) e un incremento in India (7,3% nel 2014 e 7,5% nel 2015), negativa in Brasile (0,1% nel 2014 e -1,5% nel 2015) e in Russia (0,6% nel 2014 e -3,4% nel 2015); il Messico continuerà a beneficiare del miglioramento economico statunitense (2,1% nel 2014 e 2,4% nel 2015).

In occasione del meeting del 22 gennaio, la Banca Centrale Europea ha annunciato l'avvio di un massiccio programma di acquisto di titoli obbligazionari (*Quantitative Easing*), una misura non convenzionale di stimolo monetario volta ad arginare il rischio di deflazione e a rilanciare l'economia dell'Eurozona. Il cosiddetto *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), intrapreso a tutti gli effetti lunedì 9 marzo, si protrarrà almeno fino a settembre 2016 o, comunque, fino a quando l'inflazione di medio termine non sarà tornata su un livello prossimo al 2%; il programma prevede l'acquisto, sul mercato secondario, di titoli europei governativi o emessi da agenzie e istituzioni sovranazionali dotati di rating *investment grade* e scadenza compresa tra due e trent'anni. I titoli greci e ciprioti, in quanto *non-investment grade*, rimarranno pertanto esclusi dal PSPP, fintantoché i loro programmi di aggiustamento resteranno in fase di revisione e non sarà reinserita l'eccezione per l'eleggibilità di tali strumenti ai fini dell'utilizzo come garanzia presso la BCE. Nel meeting del 3 giugno, il Presidente Draghi ha evidenziato come l'economia

europea stia mostrando negli ultimi mesi segnali di ripresa, sostenuta prevalentemente dalla domanda interna, e come la dinamica dei prezzi al consumo, dopo aver raggiunto un livello minimo ad inizio anno, abbia recuperato leggermente terreno: le stime di inflazione sono state riviste al rialzo per l'anno corrente (+0,3%), mentre sono rimaste immutate per i due anni successivi (+1,5% e +1,8%). Il miglioramento delle aspettative di inflazione di medio-lungo periodo è stato verosimilmente tra i fattori che hanno portato, a partire dalla fine di aprile, ad una brusca correzione dei corsi dei titoli governativi europei, compresi quelli dei Paesi *core*, con conseguente incremento dei tassi d'interesse. Con riferimento a tale movimento di "riprezzamento", il Presidente Draghi ha citato diverse possibili spiegazioni, affermando in ogni caso la necessità di abituarsi a maggiori livelli di volatilità, a dispetto della quale il Consiglio Direttivo si è detto comunque determinato a mantenere stabile il proprio approccio di politica monetaria.

Negli Stati Uniti, terminato il terzo programma di *Quantitative Easing*, l'attenzione degli investitori è concentrata sulle tempistiche del futuro rialzo dei tassi sui *federal funds*. Nella riunione del 17 giugno, il FOMC ha lasciato invariati i tassi d'interesse tra 0% e 0,25%, in linea con le attese dagli analisti. Nel suo comunicato, l'istituto centrale ha dichiarato che l'attività economica è in moderata espansione e che, rispetto alle previsioni iniziali, si prevede una maggiore gradualità nel rialzo dei tassi d'interesse e una più pacata crescita del prodotto interno lordo. I membri del Board sono concordi nel valutare l'economia statunitense sufficientemente robusta da sostenere potenzialmente un rialzo dei tassi entro la fine dell'anno, con un successivo percorso caratterizzato da un ritmo più moderato e meno intenso rispetto a quanto avvenuto in passato; la stessa Yellen ha affermato esplicitamente che la politica monetaria rimarrà "molto accomodante per diverso tempo dopo il rialzo iniziale". L'*Employment Report* pubblicato il 2 luglio non ha fornito uno scenario chiaro, con la creazione di nuovi posti di lavoro sotto le attese (seppur su livelli elevati), la discesa del tasso di disoccupazione accompagnata da un calo della partecipazione al mercato del lavoro e la mancata accelerazione dei salari orari.

Nella riunione di politica monetaria del 18 giugno, la Bank of Japan ha confermato lo stimolo monetario in essere, ovvero sia il piano d'acquisto di *asset* finanziari per un ammontare annuo di 80.000 miliardi di yen (circa 660 miliardi di dollari). Nel commentare lo stato dell'economia, si è fatto riferimento ad una ripresa moderata, caratterizzata da un incremento delle esportazioni, trainate al recupero dei Paesi avanzati, da un modesto aumento degli investimenti e da uno stabile andamento dei consumi privati a fronte di un miglioramento dell'occupazione. L'inflazione, escludendo l'effetto diretto dell'aumento della tassa sui consumi, rimane intorno allo 0%, mentre le aspettative di lungo periodo sono leggermente aumentate, fornendo un segnale positivo al fine del raggiungimento del target del 2%.

Il 15 gennaio la Banca Centrale Svizzera ha deciso di rimuovere il livello minimo a 1,20 sul cambio Euro/Franco Svizzero, fissato nel 2011 al fine di contrastare l'eccessivo apprezzamento della valuta svizzera, sfruttata dagli investitori come "bene rifugio", e proteggere così gli interessi economici nazionali evitando un crollo delle esportazioni. Contestualmente, per evitare un eccessivo effetto di stretta monetaria, ha abbassato il tasso di interesse sui depositi a vista oltre una certa entità di 0,5%, portandolo a -0,75%.

Nel secondo trimestre, il protrarsi delle tensioni relative alla questione greca ha continuato a comportare incertezza e volatilità sui mercati finanziari. Dopo la vittoria del partito di sinistra radicale Syriza alle elezioni parlamentari del 25 gennaio, era stata definita una bozza di accordo con le Istituzioni creditrici in occasione dell'Eurogruppo del 20 febbraio, che subordinava lo sblocco dell'ultima tranche del secondo piano di *bail-out* (pari a 7,2 miliardi di euro) all'impegno, da parte del governo greco, a definire una serie di riforme a favore del risanamento delle condizioni economiche del Paese. A tal proposito tuttavia, nonostante le varie occasioni di confronto succedutesi nel corso degli ultimi mesi tra gli esponenti del Governo greco e quelli di Commissione Europea, BCE e FMI, la questione ha assunto, nel corso del tempo, una rilevanza crescente, viste le ingenti scadenze dei prestiti pregressi in programma, specie nel mese di giugno a favore del Fondo Monetario Internazionale. In mancanza di un compromesso, e vista la carenza di fondi disponibili, si è stabilito di accorpate le quattro rate previste in un unico pagamento da assolversi il 30 giugno. La situazione delle banche greche si è fatta, altresì, via via più precaria, a causa dei crescenti deflussi di depositi che hanno reso vitale il ricorso al fondo di emergenza messo a disposizione dalla BCE ("*ELA*", *Emergency Liquidity Assistance*), il cui tetto massimo è stato di conseguenza ripetutamente innalzato negli ultimi mesi. In seguito al rifiuto da parte del Governo greco della proposta avanzata dai creditori il 26 giugno, il Primo Ministro Tsipras ha annunciato il lancio di un

referendum tenutosi lo scorso 5 luglio, attraverso il quale il popolo greco è stato direttamente chiamato ad esprimersi sull'accettazione delle richieste dei creditori. Il risultato è stata una netta vittoria del "no" (con il 61% dei voti) e ha spiazzato i sondaggi, che prevedevano una sostanziale parità tra le due alternative. A partire dal 29 giugno, la Banca Centrale Greca ha introdotto controlli sui capitali (con disponibilità massima giornaliera di prelievo pari a 60 euro e limitazioni sui trasferimenti di denaro all'estero), onde evitare un'emorragia di depositi dal sistema bancario, e annunciato la chiusura temporanea delle banche, provocando gravi impatti sul tessuto economico greco, mentre la BCE ha stabilito di non alzare ulteriormente il massimale sull'ELA e di aumentare, invece, l'*haircut* applicato sui titoli portati a garanzia. Nonostante l'esito del referendum, vi è stata poi una ripresa delle negoziazioni in seguito ad una richiesta ufficiale avanzata dalla Grecia all'ESM per un nuovo piano di *bail-out* di tre anni, i cui dettagli sembrano, in attesa di una definitiva conclusione delle trattative, ricalcare in larga parte le proposte dei creditori del 26 giugno (recentemente respinte dallo stesso referendum).

A dispetto dei sondaggi, che indicavano una sostanziale parità tra i due partiti principali e, conseguentemente, l'impossibilità di raggiungere una maggioranza assoluta, l'esito delle elezioni generali in UK del 7 maggio ha favorito nuovamente il partito Conservatore, confermando David Cameron come Primo Ministro. Il risultato è stato interpretato come un segnale di stabilità da parte dei mercati finanziari. Nel corso del tempo, l'attenzione degli investitori si potrà spostare sull'incertezza relativa all'esito del referendum proposto per il 2017 circa l'appartenenza del Regno Unito all'Unione Europea, che potrebbe comportare il rinvio di alcuni investimenti oltremanica di lungo periodo. Gli ultimi sondaggi suggeriscono un contenuto vantaggio del fronte favorevole alla permanenza nell'UE, ma con la maggioranza della popolazione ancora indecisa.

Dall'osservazione dei principali dati economici recentemente diffusi, emerge come la crescita negli USA nel primo trimestre del 2015 sia stata pari a -0,2% su base trimestrale (annualizzata), in linea con le attese degli analisti, ma inferiore alla rilevazione del trimestre precedente di +2,2%. Nell'area Euro, la crescita nello stesso periodo è risultata, secondo le stime preliminari, pari a +0,4% su base trimestrale (non annualizzata), in linea con le attese degli analisti e con la rilevazione del trimestre precedente. Nel dettaglio, il prodotto interno lordo è variato nella misura di +0,307% in Italia (da 0,010% del trimestre precedente), +0,3% in Germania (da +0,7%), +0,6% in Francia (da +0,1%), +0,9% in Spagna (da +0,7%), +0,4% in Portogallo (da +0,4%), +0,6% in Olanda (da +0,9%). In UK, la crescita nel primo trimestre è stata pari a +0,4%, in linea con le attese degli analisti, ma inferiore al trimestre precedente di +0,8%, mentre in Giappone, la rilevazione è stata di +1,0% su base trimestrale, superiore alle attese degli analisti di +0,7% e al trimestre precedente di +0,3%; l'economia cinese, infine, è cresciuta, nel primo trimestre del 2015, del +7,0% su base annua, minimo da sei anni, in linea con le attese degli analisti e inferiore al dato del trimestre precedente di 7,3%.

Dal lato della produzione, nel primo semestre, l'indice diffuso dall'*Institute for Supply Management* (ISM) conferma, negli Stati Uniti, un livello superiore alla soglia di espansione di 50 sia nella produzione industriale (53,5 in giugno, 51,5 in marzo, 53,5 in gennaio) sia nei servizi (56,0 in giugno, 56,5 in marzo, 56,7 in gennaio). Anche nell'Eurozona, il *Purchasing Managers Index* (PMI) continua a segnalare la presenza di una fase espansiva del ciclo economico, sia nell'attività manifatturiera (52,5 in giugno, 52,2 in marzo, 51,0 in gennaio), sia nei servizi (54,4 in giugno, 54,2 in marzo, 52,7 in gennaio). In UK l'incremento dello stesso indice conferma l'espansione nell'attività manifatturiera (51,4 in giugno, 54,3 in marzo, 52,9 in gennaio). L'indice *Tankan Business Conditions Large Enterprises Manufacturing*, rilevato dalla Banca del Giappone, è salito da +12 nel primo trimestre a +15 nel secondo (+12 le attese); in Cina, l'indice PMI manifatturiero ufficiale (50,2 in giugno da 50,1 in marzo e 49,8 di gennaio) è tornato negli ultimi mesi sopra la soglia espansiva di 50, mentre l'indice PMI rilevato da HSBC (49,4 in giugno da 49,6 in marzo e 49,7 in gennaio) ha continuato ad attestarsi leggermente al di sotto di essa, confermando le attese degli analisti circa una crescita più contenuta rispetto a quanto registrato negli ultimi anni.

Volgendo l'attenzione al lato della domanda, le dinamiche occupazionali hanno rappresentato negli ultimi anni una delle principali criticità del ciclo economico internazionale, a causa degli effetti su fiducia e domanda dei consumatori, e sono tuttora oggetto di costante monitoraggio da parte di banche centrali, governi e operatori finanziari. In giugno, il tasso di disoccupazione negli USA è calato a 5,3% (da 5,5% di marzo e 5,7% di gennaio), confermando la riduzione in atto, ed è stato registrato l'ingresso di 223.000 unità lavorative (contro le 119.000 di marzo e le 201.000 di gennaio) nel settore non agricolo; la *Conference Board Consumer Confidence* (101,4 in giugno, 101,4 in marzo e 103,80 in gennaio) e la *Consumer Confidence* rilevata dalla Università del Michigan (96,1 in giugno, 90,7 in maggio, 95,9 in aprile, 93,0 in marzo, 95,4 in febbraio e 98,1 in gennaio) confermano un

sentiment complessivamente positivo, frutto della ripresa economica in atto, in particolare del mercato del lavoro, e degli effetti della riduzione del prezzo del petrolio su capacità di spesa e risparmio delle famiglie.

Il tasso di disoccupazione nell'area Euro ha mostrato un trend di leggera discesa nella prima parte dell'anno, passando dall'11,3% di gennaio all'11,2% di marzo e all'11,1% di maggio. Nel dettaglio, la disoccupazione è stata in Italia del 12,4% (da 12,6% di marzo e 12,3% di gennaio) e in Germania, a giugno, del 6,4% (da 6,4% di marzo e 6,5% di gennaio). In Giappone, la disoccupazione in maggio è stata pari a 3,3%, da 3,4% di marzo e 3,6% di gennaio.

La trascorsa prolungata fase congiunturale negativa, l'attuale incerta espansione economica e il calo nei prezzi delle materie prime energetiche limitano le pressioni inflazionistiche in gran parte dei Paesi. In giugno, nell'area Euro, i prezzi al consumo su base annua sono stimati in crescita del +0,2% (da -0,1% di marzo e -0,6% di gennaio), mentre l'incremento della componente *core* (al netto delle spese alimentari e di energia) è stato di +0,8% (da +0,6% sia di marzo che di gennaio); in maggio, i prezzi alla produzione su base annua hanno subito una contrazione di -2,0% (da -2,3 di marzo e -3,5% di gennaio). L'inflazione in giugno è stata pari a +0,2% in Italia (da 0,0% di marzo e -0,5% di gennaio) e a 0,0% in Spagna (da -0,8% di marzo e -1,5% di gennaio). In UK, l'inflazione in maggio è stata pari a +0,1% da 0,0% di marzo e +0,3% di gennaio. In maggio, i prezzi al consumo su base annua negli USA sono rimasti stabili (0,0% da -0,2% di aprile) e l'incremento della componente *core* è stato di +1,7% (da +1,8% di aprile); nello stesso mese, i prezzi alla produzione su base annua sono diminuiti del -1,1% (da -1,3% di aprile). In maggio, l'inflazione in Giappone cala a +0,5% (da +2,3% di marzo e 2,4% di gennaio), mentre in Cina a giugno si registra un +1,4% (invariata da marzo e in aumento dal +0,8% di gennaio).

Dal 1 gennaio al 30 giugno, le curve governative statunitensi e tedesca hanno, nel primo trimestre, registrato una generalizzata riduzione dei rendimenti e, nel successivo trimestre, un "riprezzamento" su livelli superiori: negli USA, i tassi d'interesse sono passati da 0,66% di inizio anno a 0,56% del 31 marzo e 0,64% del 30 giugno sulla scadenza a due anni, e da 2,17% a 1,92% e 2,35% a dieci anni, mentre in Germania le variazioni sono state ancora più significative a seguito dell'avvio del QE (da -0,098% di inizio anno a -0,252% del 31 marzo e -0,227% del 30 giugno sulla scadenza a 2 anni, da 0,017% a -0,100% e 0,075% a 5 anni, da 0,541% a 0,180% e 0,754% a 10 anni, da 1,389% a 0,605% e 1,572% a 30 anni. Nel semestre, la curva governativa italiana ha registrato un andamento simmetrico: da 0,289% a 0,022% e 0,145% a 1 anno, da 0,534% a 0,195% e 0,439% a 2 anni, da 0,952% a 0,548% e 1,249% a 5 anni, da 1,890% a 1,242% e 2,334% a 10 anni, da 3,228% a 2,063% e 3,289% a 30 anni. Lo *spread* tra il debito italiano e tedesco è passato da 135 a 106 e 157 punti base sulla scadenza decennale e da 63 a 45 e 67 su quella biennale; il differenziale tra il debito spagnolo e tedesco è passato da 107 a 103 e 154 punti base sulla scadenza a dieci anni e da 50 a 30 e 66 punti base sulla scadenza a due anni. Nel secondo trimestre, le dinamiche dei rendimenti governativi dei paesi periferici dell'Eurozona sono state chiaramente influenzate dalla negativa evoluzione della crisi finanziaria greca.

Nel semestre, anche i mercati obbligazionari *high yield* ed emergenti hanno mostrato una riduzione iniziale e un successivo aumento dei rendimenti, ma con una volatilità più contenuta rispetto ai titoli di stato. I rendimenti sui mercati emergenti sono mediamente variati da 6,15% di inizio 2015 a 5,99% del 31 marzo e 6,205% del 30 giugno (indice JPMorgan Emerging Markets Bond Index EMBI Global Sovereign Yields, JPEGSOYD Index) e sui mercati *high yield* da 6,61% di inizio 2015 a 6,18% del 31 marzo e 6,57% del 30 giugno (indice Barclays US Corporate High Yield Yield To Worst, LF98YW Index).

L'Euribor a tre mesi è passato dalla quotazione di 0,078% del 31 dicembre alla quotazione di 0,019% del 31 marzo e di -0,14% del 30 giugno, mentre il Libor USA a tre mesi è passato dalla quotazione di 0,25560% del 31 dicembre alla quotazione di 0,27075% del 31 marzo e di 0,28320% del 30 giugno.

Da inizio anno al 30 giugno, negli USA lo S&P500 ed il Nasdaq Composite hanno registrato rispettivamente una performance positiva di +0,2% e di +5,3%; nel medesimo periodo, le borse europee hanno mediamente beneficiato di una significativa variazione positiva nella misura di +11,3%. In particolare, il listino tedesco (DAX +11,6%), italiano (FTSEMIB +18,1%), francese (CAC40 +12,1%) e olandese (AEX +11,3%) hanno sovraperformato il mercato svedese (OMX30 +5,3%), spagnolo (IBEX35 +4,8%), inglese (FTSE -0,69%) e svizzero (SMI -2,25%). Le borse emergenti hanno mediamente realizzato un risultato marginalmente positivo pari a +1,7% (indice MSCI EM in dollari), mentre le quotazioni alla borsa di Tokyo hanno registrato un significativo miglioramento (Nikkei225 +16,0%). Nel corso del secondo trimestre, negli USA lo S&P500 (-0,2%) ed il Nasdaq Composite (+1,75%) hanno sovraperformato le borse europee, che hanno mediamente sofferto una variazione negativa nella

misura di -4,0%. Nel dettaglio, l'indice tedesco DAX ha sofferto una correzione di -8,5%, l'italiano FTSEMIB di -3,0%, il francese CAC40 di -4,8%, l'olandese AEX di -3,4%, lo svedese OMX30 di -7,6%, lo spagnolo IBEX35 di -6,5%, l'inglese FTSE di -3,7% e lo svizzero SMI di -3,8%. Nella secondo trimestre, le borse emergenti hanno realizzato un risultato negativo pari a -0,2%, mentre la borsa giapponese ha confermato il positivo trend della prima parte dell'anno (+5,4%).

Nel primo trimestre, il differenziale economico tra le due aree geografiche (specie sul fronte dell'occupazione) e le divergenti politiche monetarie di Banca Centrale Europea e Federal Reserve sono stati all'origine del significativo rafforzamento del dollaro statunitense verso la moneta unica (da 1,2098 del 31 dicembre a 1,0731 del 31 marzo). In particolare, l'accelerazione del rafforzamento a cui abbiamo assistito negli ultimi mesi ha incorporato prima le aspettative e poi la conferma circa l'attuazione del *Quantitative Easing* da parte della Banca Centrale Europea e le speculazioni sul timing del primo rialzo del *target* sui *federal funds rates* negli USA. Nel secondo trimestre, la quotazione del dollaro ha mostrato una relativa maggiore stabilità (1,1147 del 30 giugno).

Nonostante la volatilità dettata dall'incertezza precedente l'esito delle elezioni generali nel Regno Unito del 7 maggio e del referendum proposto per il 2017 circa l'appartenenza inglese all'Unione Europea, la sterlina contro euro ha mostrato da inizio 2015 un sostanziale progressivo rafforzamento, passando dalla quotazione di 0,77652 del 31 dicembre 2014 a quella di 0,72430 del 31 marzo e di 0,70961 del 30 giugno.

Lo yen è tornato a rafforzarsi contro la moneta unica, dalla quotazione di 144,85 del 31 dicembre a 136,54 del 30 giugno, mentre si è indebolito contro dollaro, da 119,78 del 31 dicembre a 122,50 del 30 giugno.

A seguito dell'inaspettata decisione, adottata il 15 gennaio, della Banca Centrale Svizzera di rimuovere il livello minimo di 1,20 sul cambio del franco contro euro, quest'ultimo ha subito un rapido e notevole deprezzamento e, dopo un periodo di elevata volatilità, ha chiuso il semestre a quota 1,04184.

Nel primo semestre dell'anno, il Brent (*Bloomberg European Dated Brent Forties Oseberg Ekofisk Price*, EUCRBRDT Index) è passato dalla quotazione di 55,76 di inizio 2015 a quella di 53,34 dollari del 31 marzo e di 61,36 del 30 giugno, mostrando una relativa stabilità dopo la storica correzione registrata nel 2014 (110,82 dollari al 31 dicembre 2013). L'oro (*Gold Spot Price*, GOLDS Comdty) è passato dalla quotazione di 1.184,86 dollari per un'oncia di inizio 2015 a 1.183,68 del 31 marzo e a 1.172,35 del 30 giugno, mostrando una sostanziale stabilità nel secondo trimestre.

Fiscalità

Il comma 12 dell'art. 3 del Decreto legge 66 del 24 aprile 2014 prevede che sui redditi di capitale di cui all'art. 44, comma 1 lettera g) del TUIR e sui redditi diversi di natura finanziaria di cui all'art. 67 comma 1 lettera c-ter) del TUIR derivanti dalla partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio mobiliari e immobiliari, l'aliquota del 26% si applica sui proventi di ogni tipo realizzati a decorrere dal 1 luglio 2014.

Pertanto, a decorrere dal 1° luglio 2014, le ritenute sui proventi derivanti dalla partecipazione a OICR italiani sono applicate nella misura del 26%. Per i proventi periodici si applica la regola generale dell'esigibilità e pertanto la nuova aliquota si applica sui proventi messi in pagamento dal 1° luglio a prescindere dalla data della delibera di distribuzione.

Riguardo alla determinazione dei proventi percepiti in sede di rimborso, liquidazione e cessione delle quote e azioni, per effetto delle modifiche apportate dagli articoli da 9 a 14 del d.lgs n.44 del 4 marzo 2014, sono state semplificate le modalità di determinazione della base imponibile dei predetti redditi. In particolare ai fini della determinazione dei redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICR, si fa ora riferimento ai valori di acquisto e vendita effettivi e non più ai valori indicati nei prospetti periodici.

Inoltre il decreto legge n.66/2014 disciplina il regime transitorio che deve essere applicato sui proventi realizzati a decorrere dal 1° luglio, stabilendo che su tali proventi se riferibili ad importi maturati fino al 30 giugno 2014, continua ad applicarsi l'aliquota del 20%. Ai fini dell'individuazione dei proventi maturati al 30 giugno 2014, cui è riconosciuta l'applicazione dell'aliquota del 20% occorre verificare la riconducibilità degli stessi al numero di quote e azioni possedute a tale data, in quanto l'aliquota previgente è

riconosciuta limitatamente al numero di quote pari a quelle possedute alla data del 30 giugno 2014 e fino a concorrenza dell'ammontare dei proventi maturato alla medesima data.

Per espressa previsione normativa, la nuova aliquota del 26% non si applica sugli interessi, premi e ogni altro provento che costituisce reddito di capitale e sui redditi diversi di natura finanziaria derivanti da obbligazioni e altri titoli di Stato italiani ed equiparati italiani e emesse da Stati inclusi nella c.d. "white list" di cui all'art. 168-bis, comma 1 del D.P.R. 917/86, i cui proventi restano imponibili al 12,50%.

Il legislatore ha inteso garantire il mantenimento dell'aliquota agevolata del 12,5% prevista per i titoli pubblici ed equiparati italiani e esteri sia nel caso di investimento diretto, sia qualora l'investimento nei suddetti titoli avvenga in forma indiretta (segnatamente, investimenti in fondi comuni di diritto italiano ed estero, in contratti assicurativi, nelle gestioni patrimoniali in titoli).

La ritenuta del 26% si applica sia sui proventi distribuiti in costanza di partecipazione ai fondi comuni che su quelli compresi nella differenza tra il valore di riscatto, di liquidazione o di cessione delle quote e il costo medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote medesime.

Non è, tuttavia, prevista l'applicazione di due distinte aliquote, ma è la base imponibile che viene ridotta utilizzando un criterio forfettario di tipo patrimoniale. In particolare l'aliquota del 26% è applicata ad una base imponibile che dovrà essere ridotta al 48,08% per la quota di proventi riferibili ai titoli pubblici ed equiparati, al fine di assicurare che i redditi di capitale e diversi derivanti dai predetti titoli vengano tassati nella misura del 12,50%.

In altri termini significa applicare al reddito derivante dall'investimento in titoli pubblici ed equiparati l'aliquota del 12,5% ($48,08\% \times 20\% = 12,5\%$).

Per ogni fondo o comparto di fondo, ogni semestre, viene determinata la percentuale media dell'attivo investita direttamente o indirettamente, attraverso altri OICR, in titoli pubblici ed equiparati.

Tale percentuale media deve essere rilevata sulla base degli ultimi due prospetti redatti entro il semestre solare anteriore alla data di distribuzione dei proventi, pertanto la percentuale media varia ogni semestre solare.

Si riporta di seguito la percentuale media dell'attivo in "white list ed equiparati", relativa ai documenti contabili semestrali redatti al 30/06/2014 e 30/12/2014, e la conseguente aliquota sintetica applicabile nel semestre 01/07/2015 - 31/12/2015.

	Percentuale white list ed equiparati	Aliquota Sintetica
Mediolanum Risparmio Dinamico	77,40%	15,55%
Mediolanum Flessibile Valore Attivo	6,90%	25,07%
Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia	0,00%	26,00%

Eventi successivi alla chiusura del periodo

Nessun evento di rilievo si è verificato successivamente alla chiusura del periodo

Attività di collocamento delle quote

Il collocamento delle quote è stato effettuato, oltre che dalla Mediolanum Gestione Fondi SGR.p.A., da Banca Mediolanum S.p.A., autorizzata dalla Banca d'Italia con provvedimento del Governatore in data 5 giugno 1997 ad effettuare offerta fuori sede.

Mediolanum Risparmio Dinamico

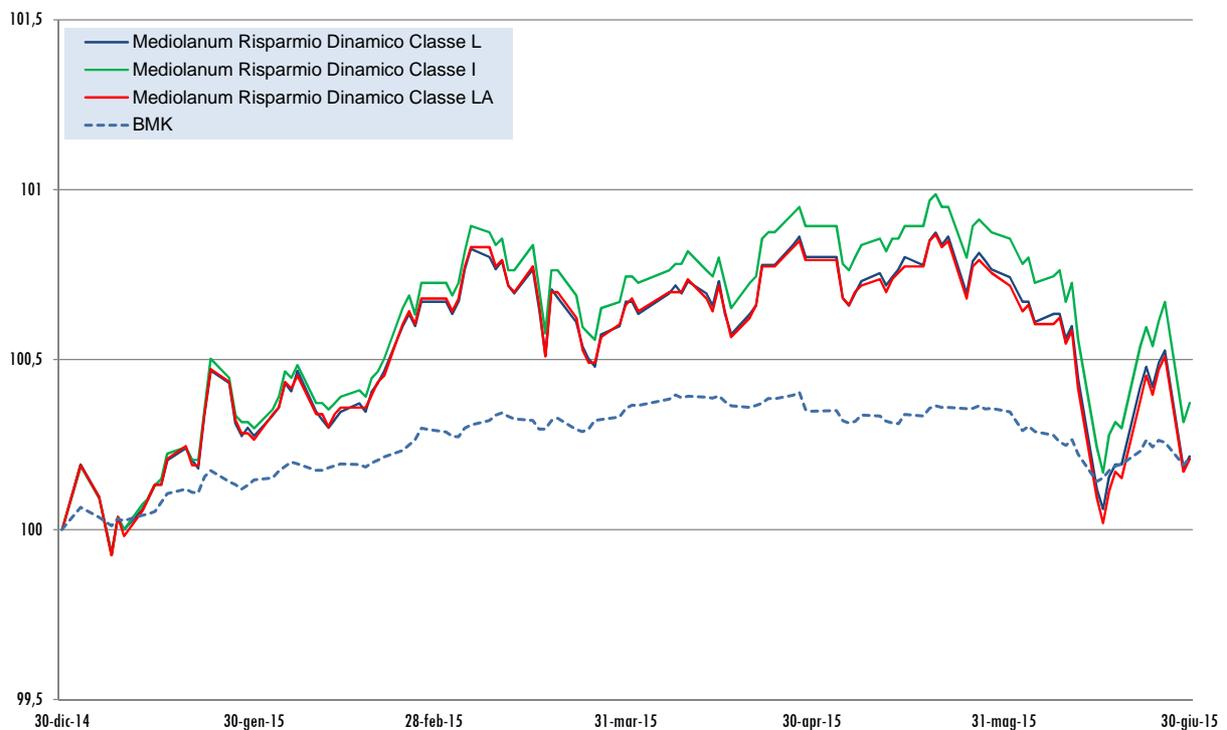
Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una performance positiva (0,22% per la classe L, 0,37% per la classe I e 0,21% per la classe LA), gravata degli oneri gestionali diretti ed indiretti.

Il rendimento difforme della classe L e della classe I è riconducibile esclusivamente alla diversa incidenza delle commissioni di gestione previste dal regolamento del fondo.

Il rendimento difforme della classe L e della classe LA è riconducibile esclusivamente alla diversa incidenza delle commissioni d'incentivo nel periodo.

Andamento del valore della quota e del benchmark nel 1° semestre 2015



La quota della classe L è rettificata del provento distribuito.

Nella valutazione qualitativa del confronto tra l'andamento della quota del Fondo e quella del benchmark, si evidenzia che la performance del benchmark non tiene conto dell'effetto commissionale, che grava invece sulla quota del Fondo.

Parametro di riferimento

Il Fondo ha adottato un benchmark così composto:

70% JP Morgan EMU 1-3 Years denominato in euro, 30% MTS BOT Capitalizzazione Lorda denominata in euro.

Gestione del Rischio

Il patrimonio del Fondo è stato oggetto di una politica di gestione attiva rispetto al *benchmark* indicato dal Prospetto.

Nel corso del primo semestre del 2015, il Fondo ha adottato una gestione dinamica dei titoli obbligazionari governativi e *corporate*. La *duration* complessiva del Fondo è stata mantenuta all'interno del limite di due anni, nel rispetto delle indicazioni del Prospetto.

Nel periodo, il Fondo ha operato con continuità nel rispetto del limite *ex-ante* strategico di *Tracking Error Volatility* assegnato dal Prospetto.

Rapporti con Società del Gruppo

Nel corso dell'esercizio il Fondo non ha effettuato operazioni di compravendita di strumenti finanziari con le altre società del Gruppo.

Evoluzione prevedibile della gestione

Sia negli USA che in UK, le condizioni economiche stanno progressivamente migliorando: entrambi i Paesi si accingono ad alzare i tassi di riferimento dopo cinque anni di espansione monetaria; al contrario, BCE e BOJ intendono mantenere i tassi sui minimi ed aumentare gli acquisti di attivi emessi dal settore pubblico e privato, in attesa di una definitiva ripartenza dell'attività economica. Negli USA, il rialzo dei tassi di interesse è atteso graduale, anche perché l'economia statunitense è nella fase intermedia del ciclo, più che in quella finale; la spesa per investimenti e gli acquisti di beni durevoli rimangono su livelli contenuti, l'eccesso di capacità produttiva è ampio e il rafforzamento del dollaro e la debolezza del petrolio riducono ulteriormente i rischi inflattivi. Storicamente, le piazze azionarie si sono apprezzate quando il rialzo dei tassi di riferimento è stato contestuale ad un rafforzamento dell'attività economica con l'inflazione sotto controllo. Nell'Eurozona, in linea con le attese anticipate dal mercato e dagli analisti finanziari, la Banca Centrale Europea ha superato le resistenze tedesche e, a partire dal 9 marzo, intrapreso un programma di *Quantitative Easing*. I mercati finanziari obbligazionari e valutari hanno già "prezzato" e incorporato il programma di acquisti da parte della BCE, ma il suo impatto economico effettivo deve ancora essere pienamente osservato e misurato. Il problema della bassa crescita in Europa è, infatti, più di natura strutturale che ciclica. In Giappone, nell'ottobre del 2014 la Bank of Japan ha comunicato un piano ancora più aggressivo del precedente di acquisti finanziari, che ricomprende titoli di natura pubblica e privata. I recenti dati mostrano l'uscita progressiva da un contesto di deflazione da parte del Giappone, ma anche la contestuale difficoltà di conseguire una stabile crescita positiva. In assenza di una inversione economica definitiva, il consensus degli analisti sconta un'ulteriore *easing* della BOJ nei prossimi mesi. In Cina, le autorità hanno un'ampia gamma di strumenti di natura monetaria e fiscale per gestire l'attuale fase di transizione, grazie al contenuto deficit pubblico, al limitato indebitamento del governo centrale e alle ampie riserve della banca centrale. Le maggiori criticità sono legate alla stabilità del sistema finanziario e alla progressiva, anche se contenuta, riduzione della crescita complessiva.

Nel *World Economic Outlook* di aprile, il Fondo Monetario Internazionale torna a rappresentare la complessità delle forze macroeconomiche in atto e a evidenziare come gli effetti della crisi finanziaria internazionale, e dell'area euro in particolare, siano ancora visibili in molti Paesi. Sistemi bancari deboli ed elevati livelli di debito pubblico continuano ad incidere su consumi e crescita; a loro volta, i contenuti tassi di crescita rallentano il processo di *de-leveraging*. Nelle economie avanzate, il potenziale di crescita era in declino già prima della crisi; la recente fase di rallentamento economico ha comportato una significativa riduzione degli investimenti, indebolendo la produttività. Anche nelle economie emergenti, un insieme di fattori, quali invecchiamento della

popolazione, freni strutturali alla crescita di capitale e un'espansione più lenta dell'output, possono comportare un rallentamento del potenziale di crescita nei prossimi anni. Al fine di migliorare il potenziale di crescita, il FMI torna a sottolineare l'esigenza di riforme strutturali.

Lo scenario economico continua ad essere dominato da due dinamiche con importanti implicazioni distributive: il calo del prezzo del petrolio e gli ampi movimenti dei tassi di cambio. Storicamente, quando il crollo della quotazione del petrolio ha avuto origine da un aumento della produzione contestuale ad una maggiore efficienza del mercato petrolifero, i listini azionari hanno registrato andamenti positivi; al contrario, in presenza di una riduzione della domanda generata da un rallentamento economico, le performance sono state necessariamente deludenti. L'attuale correzione sembra maggiormente riconducibile al primo scenario di eccesso di produzione e aumento dell'efficienza in una fase di crescita, con un potenziale impatto positivo sui mercati azionari. La riduzione del prezzo del petrolio di lungo periodo sta interessando una vasta riallocazione del reddito reale dagli esportatori di petrolio a favore degli importatori di petrolio: una favorevole dinamica dei prezzi delle materie prime rappresenta un ulteriore impulso alla ripresa per i paesi importatori, in primo luogo Eurozona, Giappone e Cina. I differenziali di crescita economica e di politica monetaria in essere tra USA, Eurozona e Giappone hanno comportato un riallineamento degli equilibri valutari, anche con un incremento della volatilità delle quotazioni: il dollaro ha beneficiato del più ampio apprezzamento, mentre l'euro e lo yen hanno sofferto una significativa debolezza. In un contesto economico internazionale in cui Eurozona e Giappone erano a rischio di una nuova fase di debolezza, il deprezzamento dell'euro e dello yen ha fornito un aiuto determinante; al contrario, gli USA sono in grado di compensare i negativi effetti economici del rafforzamento della divisa domestica, nonostante il tasso di crescita negativo rilevato nel primo trimestre (-0,2%). Al pari del recente andamento del mercato petrolifero, l'aggiustamento dei tassi di cambio può essere, pertanto, qualificato quale un evento complessivamente favorevole per l'economia mondiale.

In sintesi, la complessità del quadro economico e la dispersione dei tassi di crescita sono la naturale conseguenza della non uniforme distribuzione geografica degli effetti della crisi finanziaria internazionale, dei divergenti potenziali di crescita, degli opposti effetti della riduzione del prezzo del petrolio tra settori produttivi e tra Paesi importatori ed esportatori, dell'aumento della volatilità valutaria e della diversa correlazione delle singole divise nazionali all'andamento di dollaro, euro o yen. In linea con il consenso degli analisti, lo scenario di base atteso nel 2015 dal FMI prevede le economie avanzate in ulteriore miglioramento e i paesi emergenti a basso reddito in rallentamento, con la crescita globale sostanzialmente in linea con l'andamento dello scorso anno. I rischi macroeconomici sono, invece, in diminuzione. In particolare, nell'Eurozona si assiste ad un ridimensionamento dei rischi di recessione e deflazione; al contrario, aumentano i rischi internazionali di natura finanziaria e geopolitica. La volatilità di tassi di cambio e prezzi di materie prime, i rischi di *currency wars* e la crisi finanziaria greca destabilizzano i mercati finanziari e riducono il potenziale di crescita; permangono le tensioni geopolitiche in Ucraina e Medio Oriente, anche se finora senza implicazioni sistemiche. Con la partenza del programma di *quantitative easing* nella zona euro, nelle economie avanzate la politica monetaria ha utilizzato i principali strumenti disponibili; sul fronte delle politiche fiscali, in molti Paesi i margini per ulteriori interventi di natura espansiva sono limitati dalle dimensioni dei debiti pubblici nazionali.

Nei prossimi trimestri, il contenuto dei dati macroeconomici, la qualità delle riforme economiche e delle politiche fiscali dei governi e le tempistiche nell'adozione delle politiche monetarie da parte delle banche centrali saranno ancora i principali drivers dei mercati e delle scelte gestionali.

Nel corso dell'intero 2015, la performance dei mercati finanziari e, conseguentemente, della gestione potrà beneficiare e riflettere il miglioramento del quadro economico generale, la qualità delle politiche fiscali dei governi e la corretta tempestività delle politiche monetarie delle banche centrali.

Compravendita di attività finanziarie diverse dai titoli di Stato e dai titoli obbligazionari

Nel periodo in esame è stata posta in essere operatività su strumenti finanziari derivati, con finalità di investimento e copertura.

Distribuzione dei proventi

Come previsto dall'art. B.2.b del regolamento, con riferimento alla classe "L", il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di procedere alla distribuzione dei proventi computati secondo la metodologia esposta nel prospetto di determinazione dei ricavi a mezzo indice.

VALORE QUOTA AL 30.12.2014	PROVENTO DISTRIBUITO 2° SEMESTRE 2014	VALORE QUOTA AL 30.06.2015	INCREMENTO
euro 5,296	euro 0,046	euro 5,262	euro 0,012

Il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di distribuire un ammontare pro quota, al lordo della ritenuta fiscale, di euro **0,03** che verrà messo in pagamento dal **27.07.2015**, ai sensi del regolamento unico di gestione semplificato parte B.2. sulla base delle quote in circolazione che alla data del 22.07.2015 erano pari a 29.120.709,478 per un controvalore globale di euro 873.621,284.

Tale provento, essendo di ammontare superiore al risultato economico conseguito dal Fondo, è da considerarsi quale rimborso parziale del valore della quota.

L'importo distribuibile cui ai sensi del regolamento unico di gestione semplificato parte B.2 è stato determinato sulla base dell'indice dei ricavi calcolato a norma del regolamento, computato secondo la metodologia che segue:

a) per ogni giorno di determinazione del valore della quota è stato calcolato il ricavo giornaliero unitario, di seguito denominato $K(t)$, utilizzando la seguente formula:

$$K(t) = \frac{\text{Interessi netti del giorno (t)}}{\text{Patrimonio netto del Fondo del giorno (t-1)}}$$

La voce "Interessi netti del giorno (t)" rappresenta l'ammontare dei dividendi incassati, dei ratei attivi maturati e degli interessi attivi incassati giornalmente sui titoli in portafoglio, sulle disponibilità liquide e su qualsiasi altra attività finanziaria che generi interessi, al netto delle ritenute fiscali ad esse associate, di eventuali interessi passivi e dei costi di gestione.

Con "qualsiasi altra attività finanziaria che generi interessi" si intendono tutte quelle tipologie di investimento che presentano nella loro struttura chiaramente identificabile la componente interessi, che nel semestre sono state le seguenti: ratei su cedole, ratei attivi di interessi su conti correnti, premi su operazioni di vendite a termine divisa e dividendi.

La voce "Patrimonio netto del Fondo nel giorno (t-1)" rappresenta il patrimonio netto del Fondo nella giornata precedente a quella di riferimento;

b) l'indice dei ricavi del giorno t, cioè $I(t)$, è quindi stato calcolato applicando la seguente formula:

$$I(t) = (1 + K(t))$$

c) infine è stato ottenuto l'indice dei ricavi progressivo moltiplicando la base 100 per il prodotto degli indici dei ricavi di cui al punto b).

d) si è calcolato l'incremento percentuale dell'indice progressivo sub c) nel corso del semestre considerato, facendo pari a 100 l'indice dell'ultimo giorno del semestre precedente.

La percentuale così ottenuta, applicata al valore della quota alla fine del semestre precedente rettificato dal provento distribuito, determina l'ammontare dei ricavi per singola quota da considerare ai fini del calcolo della distribuzione per il periodo considerato.

VALORE QUOTA AL 30.12.2014	PROVENTO DISTRIBUITO 2° SEMESTRE 2014	INDICE SEMESTRALE PROGRESSIVO %	IMPORTO RICAVI PRO QUOTA
euro 5,296	euro 0,046	1,067	euro 0,056

Criteri di valutazione

Nella compilazione della relazione di gestione si utilizzano i principi contabili ed i criteri di valutazione previsti dalla Banca d'Italia. Tali principi e criteri di valutazione, coerenti con quelli utilizzati nel corso dell'esercizio per la compilazione dei prospetti giornalieri e della relazione di gestione periodica, risultano i seguenti:

a) registrazione delle operazioni

- le compravendite di titoli sono contabilizzate nel portafoglio del fondo sulla base della data di effettuazione delle operazioni;
- gli interessi, gli altri proventi e gli oneri a carico del fondo sono stati calcolati secondo il principio della competenza temporale, anche mediante rilevazione dei ratei attivi e passivi;
- le sottoscrizioni ed i rimborsi delle quote sono stati rilevati a norma del regolamento del fondo e secondo il principio della competenza temporale;
- i dividendi sono stati registrati il giorno di quotazione ex-cedola del relativo titolo;
- gli utili e le perdite realizzati su cambi, vendite di divisa a termine e negoziazioni di titoli in divisa estera sono originati dalla differenza tra il cambio storico di conversione dei debiti, dei crediti, dei contratti in divisa, dei conti valutari e dei titoli in divisa, e il cambio rilevato alla chiusura delle rispettive posizioni;
- gli utili e le perdite da realizzi risultano dalla differenza tra i costi medi ponderati di carico ed i valori realizzati dalle vendite; i costi ponderati di carico rappresentano i valori dei titoli alla fine dell'esercizio precedente, modificati dai costi medi di acquisto del periodo;
- le plusvalenze e le minusvalenze su titoli sono originate dalla differenza tra il costo medio ponderato ed i valori determinati secondo i criteri indicati in precedenza, ossia prezzi di mercato o valutazioni applicati alla data della relazione di gestione;
- le differenze di cambio derivanti dalla conversione delle voci espresse in valuta estera sono contabilizzate in voci separate nella relazione di gestione tenendo distinte quelle realizzate da quelle di valutazione; sempre nella sezione riguardante il risultato della gestione cambi sono state registrate le componenti reddituali delle operazioni di copertura dal rischio di cambio;
- i contratti a termine di compravendita divisa sono valutati secondo le istruzioni dettate dall'Organo di Vigilanza: valorizzando giornalmente la differenza tra il cambio negoziato alla data dell'operazione e la curva dei tassi a termine aventi la medesima scadenza;
- i differenziali su operazioni di "futures", registrati secondo il principio della competenza sulla base della variazione giornaliera dei prezzi di chiusura del mercato di contrattazione, sono rappresentati dalla somma dei margini, diversi da quelli iniziali, versati agli organismi di compensazione ovvero introitati dagli stessi;

- i diritti connessi ai premi ed alle opzioni, per i quali alla data della relazione di gestione erano già decorsi i termini di esercizio, sono stati portati in aumento o a riduzione dei ricavi per vendite e dei costi per acquisti dei titoli nei casi di esercizio del diritto, mentre sono stati registrati in voci apposite della relazione di gestione nei casi di mancato esercizio del diritto. Il valore dei premi e delle opzioni, per i quali alla data della relazione di gestione non erano ancora decorsi i termini di esercizio sono stati adeguati al valore di mercato;

- per le operazioni di "pronti contro termine", la differenza tra i prezzi a pronti e quelli a termine è stata distribuita, proporzionalmente al tempo trascorso, lungo tutta la durata del contratto;

b) valutazione dei titoli

- i titoli italiani quotati sono stati valutati al prezzo di riferimento della Borsa Valori di Milano alla data della relazione di gestione; l'evoluzione del criterio di valutazione preesistente è stata dettata da Banca d'Italia con il "Regolamento recante disposizioni per le Società di Gestione", emanato il 19 gennaio 2015;

- i titoli e le altre attività finanziarie non quotate sono stati valutati al presumibile valore di realizzo individuato, dai responsabili organi della Società di Gestione, su un'ampia base di elementi di informazione, con riferimento alla peculiarità dei titoli, alla situazione patrimoniale e reddituale degli emittenti, nonché alla generale situazione di mercato;

- i titoli esteri quotati sono stati valutati in base all'ultimo prezzo disponibile alla data di chiusura dell'esercizio sul relativo mercato di negoziazione ed applicando il cambio dello stesso giorno; per i titoli quotati su più mercati esteri il prezzo di riferimento è quello del mercato nel quale le quotazioni stesse hanno maggiore significatività; si precisa che per i titoli esteri aventi breve durata, per quelli in attesa di quotazione e per quelli scarsamente scambiati, si fa riferimento ai prezzi rilevabili da brokers nonché a valori di presumibile realizzo;

- le opzioni ed i warrant, trattati sui mercati regolamentati, sono stati valutati al prezzo di chiusura del giorno rilevato nel mercato di trattazione; nel caso di contratti trattati su più mercati il prezzo è quello più significativo, anche in relazione alle quantità trattate su tutte le piazze;

- le opzioni ed i warrant non trattati sui mercati regolamentati sono stati valutati al valore corrente espresso dalla formula indicata dall'Organo di Vigilanza ovvero con metodologie analoghe ritenute prudenti.

c) Criteri adottati per la classificazione degli strumenti finanziari

Un strumento finanziario viene classificato come "non quotato" nelle seguenti casistiche:

- il titolo non è negoziato in un mercato regolamentato;

- il titolo è negoziato su un mercato regolamentato ma non dispone di un prezzo significativo.

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2015		Situazione al 30/12/2014	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	174.019.054	98,6	171.060.098	96,7
A1. Titoli di debito	174.019.054	98,6	171.060.098	96,7
A1.1 titoli di Stato	161.359.270	91,4	146.194.488	82,7
A1.2 altri	12.659.784	7,2	24.865.610	14,0
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITÀ	1.290.156	0,7	4.478.408	2,5
F1. Liquidità disponibile	1.318.156	0,7	4.486.908	2,5
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	11.200	0,0		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-39.200	-0,0	-8.500	-0,0
G. ALTRE ATTIVITÀ	1.183.039	0,7	1.298.144	0,8
G1. Ratei attivi	1.182.145	0,7	1.298.144	0,8
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	894	0,0		
TOTALE ATTIVITÀ	176.492.249	100,0	176.836.650	100,0

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2015	Situazione al 30/12/2014
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTO CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	58.815	71.677
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	55.148	68.403
M2. Proventi da distribuire	3.667	3.274
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	65.361	252.768
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	47.585	237.072
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	17.776	15.696
TOTALE PASSIVITÀ	124.176	324.445
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	176.368.073	176.512.205
I Numero delle quote in circolazione	2.141.862,268	1.423.006,515
LA Numero delle quote in circolazione	1.794.093,909	598.080,466
L Numero delle quote in circolazione	29.511.502,135	31.286.786,842
I Valore complessivo netto della classe	11.548.206	7.644.263
LA Valore complessivo netto della classe	9.518.904	3.166.923
L Valore complessivo netto della classe	155.300.964	165.701.019
I Valore unitario delle quote	5,392	5,372
LA Valore unitario delle quote	5,306	5,295
L Valore unitario delle quote	5,262	5,296

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	1.292.681,415
Quote rimborsate	573.825,662

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	1.738.653,729
Quote rimborsate	542.640,286

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe L

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	3.469.462,172
Quote rimborsate	5.244.746,879

SEZIONE REDDITUALE

	Relazione 02/01/2015 - 30/06/2015	Relazione 01/07/2014 - 30/12/2014	Relazione 02/01/2014 - 30/12/2014
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI			
A1. PROVENTI DA INVESTIMENTI			
A1.1 Interessi e altri proventi su titoli di debito	2.629.490	2.441.386	4.798.721
A1.2 Dividendi e altri proventi su titoli di capitale			
A1.3 Proventi su parti di O.I.C.R.			
A2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI			
A2.1 Titoli di debito	-103.321	53.794	293.401
A2.2 Titoli di capitale			
A2.3 Parti di O.I.C.R.			
A3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE			
A3.1 Titoli di debito	-1.293.545	-1.646.387	33.433
A3.2 Titoli di capitale			
A3.3 Parti di O.I.C.R.			
A4. RISULTATO DELLE OPERAZIONI DI COPERTURA DI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	2.250	15.450	17.150
Risultato gestione strumenti finanziari quotati	1.234.874	864.243	5.142.705
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			
B1. PROVENTI DA INVESTIMENTI			
B1.1 Interessi e altri proventi su titoli di debito			
B1.2 Dividendi e altri proventi su titoli di capitale			
B1.3 Proventi su parti di O.I.C.R.			
B2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI			
B2.1 Titoli di debito			
B2.2 Titoli di capitale			
B2.3 Parti di O.I.C.R.			
B3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE			
B3.1 Titoli di debito			
B3.2 Titoli di capitale			
B3.3 Parti di O.I.C.R.			
B4. RISULTATO DELLE OPERAZIONI DI COPERTURA DI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			
Risultato gestione strumenti finanziari non quotati			
C. RISULTATO DELLE OPERAZIONI IN STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON DI COPERTURA			
C1. RISULTATI REALIZZATI			
C1.1 Su strumenti quotati	-79.050	-109.300	-255.000
C1.2 Su strumenti non quotati			
C2. RISULTATI NON REALIZZATI			
C2.1 Su strumenti quotati			
C2.2 Su strumenti non quotati			
D. DEPOSITI BANCARI			
D1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI			

	Relazione 02/01/2015 - 30/06/2015	Relazione 01/07/2014 - 30/12/2014	Relazione 02/01/2014 - 30/12/2014
E. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI			
E1. OPERAZIONI DI COPERTURA			
E1.1 Risultati realizzati			
E1.2 Risultati non realizzati			
E2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA			
E2.1 Risultati realizzati			
E2.2 Risultati non realizzati			
E3. LIQUIDITÀ			
E3.1 Risultati realizzati			
E3.2 Risultati non realizzati			
F. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE			
F1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE			
F2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI			
Risultato lordo della gestione di portafoglio	1.155.824	754.943	4.887.705
G. ONERI FINANZIARI			
G1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-233	-26	-119
G2. ALTRI ONERI FINANZIARI			
Risultato netto della gestione di portafoglio	1.155.591	754.917	4.887.586
H. ONERI DI GESTIONE			
H1. PROVVISORE DI GESTIONE SGR	-650.325	-562.131	-1.363.318
di cui classe I	-21.530	-13.359	-15.698
di cui classe LA	-24.366	-584	-584
di cui classe L	-604.429	-548.188	-1.347.036
H2. COMMISSIONI DEPOSITARIO	-44.643	-41.620	-78.426
H3. SPESE PUBBLICAZIONE PROSPETTI E INFORMATIVA AL PUBBLICO	-3.832	1.050	-16.590
H4. ALTRI ONERI DI GESTIONE	-12.793	-13.178	-25.935
I. ALTRI RICAVI ED ONERI			
I1. INTERESSI ATTIVI SU DISPONIBILITÀ LIQUIDE			
I2. ALTRI RICAVI	52	47	598
I3. ALTRI ONERI	-6.239	-1.833	-5.708
Risultato della gestione prima delle imposte	437.811	137.252	3.398.207
L. IMPOSTE			
L1. IMPOSTA SOSTITUTIVA A CARICO DELL'ESERCIZIO			
L2. RISPARMIO DI IMPOSTA			
L3. ALTRE IMPOSTE			
di cui classe I			
di cui classe LA			
di cui classe L			
Utile/perdita dell'esercizio	437.811	137.252	3.398.207
di cui classe I	24.603	6.732	17.931
di cui classe LA	-9.803	3.792	3.792
di cui classe L	423.011	126.728	3.376.484

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE INDIPENDENTE

Ai partecipanti al

Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Risparmio Dinamico

Relazione sulla relazione di gestione semestrale

Abbiamo svolto la revisione contabile della relazione di gestione semestrale del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Risparmio Dinamico ("il Fondo"), costituita dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2015, dalla sezione reddituale per il periodo dal 1 gennaio 2015 al 30 giugno 2015 redatta in forma abbreviata al fine di procedere alla distribuzione dei proventi da parte del Fondo come deliberato dal competente organo amministrativo di Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A..

Responsabilità degli Amministratori per la relazione di gestione semestrale

Gli Amministratori di Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A. ("la Società di Gestione del Fondo") sono responsabili per la redazione della relazione di gestione semestrale in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 ("il Provvedimento").

Responsabilità della società di revisione

E' nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sulla relazione di gestione 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 di gestione 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 di gestione semestrale. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nella relazione di gestione 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 di gestione semestrale del Fondo 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 principi contabili adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli Amministratori, nonché la valutazione della presentazione della relazione di gestione semestrale nel suo complesso.

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

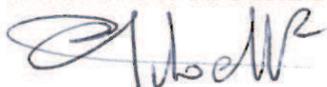
Giudizio

A nostro giudizio, la relazione di gestione semestrale del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Risparmio Dinamico per il periodo dal 1 gennaio 2015 al 30 giugno 2015 è stata redatta, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

Richiamo di informativa

Senza modificare il nostro giudizio, si richiama l'attenzione su quanto illustrato nella relazione degli Amministratori in merito alla distribuzione di proventi, computati secondo la metodologia prevista dal regolamento del Fondo. In particolare si evidenzia che, essendo il risultato del periodo di competenza delle quote a distribuzione dei proventi (quote di classe L) inferiore al provento distribuito, quest'ultimo rappresenta un rimborso parziale del valore della quota.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Paolo Gibello Ribatto
Socio

Milano, 1 ottobre 2015

Mediolanum Flessibile Valore Attivo

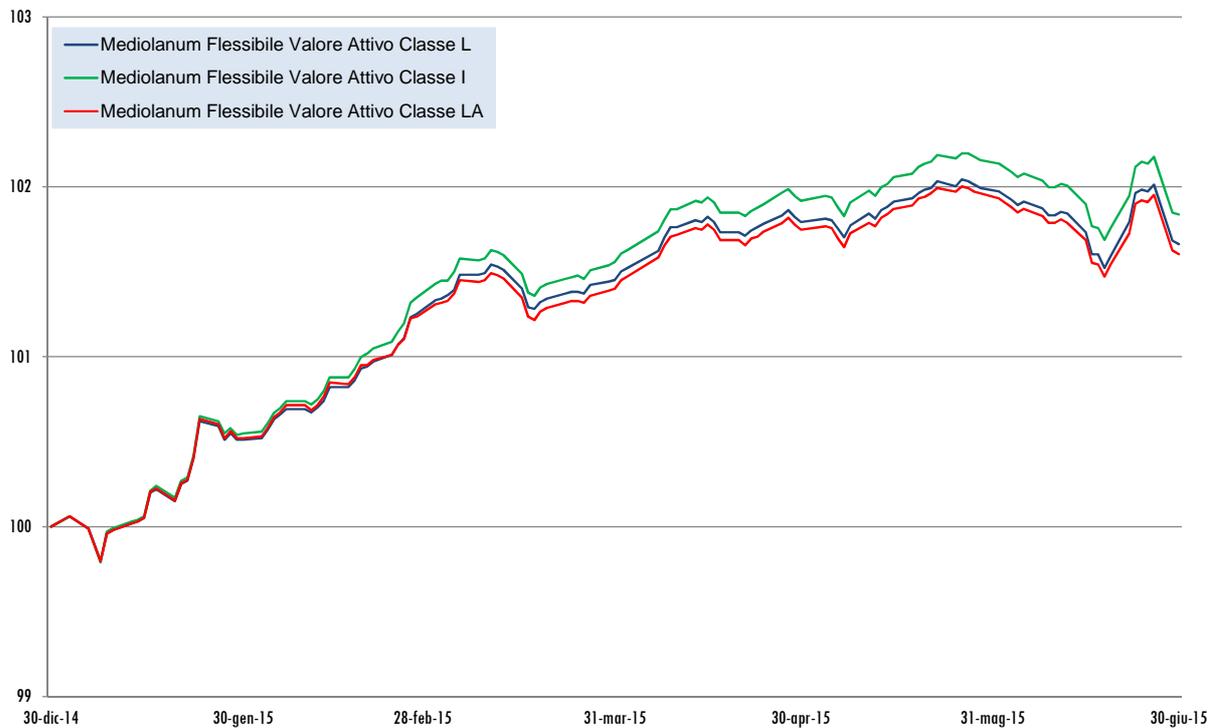
Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una performance positiva (1,66% per la classe L, 1,84% per la classe I e 1,60% per la classe LA), gravata degli oneri gestionali diretti ed indiretti.

Il rendimento difforme della classe L e della classe I è riconducibile esclusivamente alla diversa incidenza delle commissioni di gestione previste dal regolamento del fondo.

Il rendimento difforme della classe L e della classe LA è riconducibile esclusivamente alla diversa incidenza delle commissioni d'incentivo nel periodo.

Andamento del valore della quota nel 1° semestre 2015



La quota della classe L è rettificata del provento distribuito.

Benchmark

La natura flessibile del Fondo e lo stile di gestione adottato non consentono di individuare un benchmark rappresentativo della politica di investimento adottata.

Gestione del Rischio

La politica gestionale ha seguito un approccio flessibile e coerente con le caratteristiche del Fondo. Quest'ultimo è stato prevalentemente investito in titoli *corporate* sia dei Paesi emergenti sia dei Paesi sviluppati e in titoli governativi nazionali e sovranazionali. Nel periodo considerato il Fondo si è sempre mantenuto entro il livello strategico ex-ante di *Value at Risk* assegnato dal Prospetto.

Rapporti con Società del Gruppo

Nel corso dell'esercizio il Fondo ha effettuato operazioni di compravendita di strumenti finanziari con le altre società del Gruppo. Tali operazioni sono state regolate secondo le normali condizioni di mercato.

Il Fondo non ha aderito ad operazioni di collocamento effettuate da soggetti del Gruppo.

Evoluzione prevedibile della gestione

Sia negli USA che in UK, le condizioni economiche stanno progressivamente migliorando: entrambi i Paesi si accingono ad alzare i tassi di riferimento dopo cinque anni di espansione monetaria; al contrario, BCE e BOJ intendono mantenere i tassi sui minimi ed aumentare gli acquisti di attivi emessi dal settore pubblico e privato, in attesa di una definitiva ripartenza dell'attività economica. Negli USA, il rialzo dei tassi di interesse è atteso graduale, anche perché l'economia statunitense è nella fase intermedia del ciclo, più che in quella finale; la spesa per investimenti e gli acquisti di beni durevoli rimangono su livelli contenuti, l'eccesso di capacità produttiva è ampio e il rafforzamento del dollaro e la debolezza del petrolio riducono ulteriormente i rischi inflattivi. Storicamente, le piazze azionarie si sono apprezzate quando il rialzo dei tassi di riferimento è stato contestuale ad un rafforzamento dell'attività economica con l'inflazione sotto controllo. Nell'Eurozona, in linea con le attese anticipate dal mercato e dagli analisti finanziari, la Banca Centrale Europea ha superato le resistenze tedesche e, a partire dal 9 marzo, intrapreso un programma di *Quantitative Easing*. I mercati finanziari obbligazionari e valutari hanno già "prezzato" e incorporato il programma di acquisti da parte della BCE, ma il suo impatto economico effettivo deve ancora essere pienamente osservato e misurato. Il problema della bassa crescita in Europa è, infatti, più di natura strutturale che ciclica. In Giappone, nell'ottobre del 2014 la Bank of Japan ha comunicato un piano ancora più aggressivo del precedente di acquisti finanziari, che ricomprende titoli di natura pubblica e privata. I recenti dati mostrano l'uscita progressiva da un contesto di deflazione da parte del Giappone, ma anche la contestuale difficoltà di conseguire una stabile crescita positiva. In assenza di una inversione economica definitiva, il consensus degli analisti sconta un ulteriore *easing* della BOJ nei prossimi mesi. In Cina, le autorità hanno un'ampia gamma di strumenti di natura monetaria e fiscale per gestire l'attuale fase di transizione, grazie al contenuto deficit pubblico, al limitato indebitamento del governo centrale e alle ampie riserve della banca centrale. Le maggiori criticità sono legate alla stabilità del sistema finanziario e alla progressiva, anche se contenuta, riduzione della crescita complessiva.

Nel *World Economic Outlook* di aprile, il Fondo Monetario Internazionale torna a rappresentare la complessità delle forze macroeconomiche in atto e a evidenziare come gli effetti della crisi finanziaria internazionale, e dell'area euro in particolare, siano ancora visibili in molti Paesi. Sistemi bancari deboli ed elevati livelli di debito pubblico continuano ad incidere su consumi e crescita; a loro volta, i contenuti tassi di crescita rallentano il processo di *de-leveraging*. Nelle economie avanzate, il potenziale di crescita era in declino già prima della crisi; la recente fase di rallentamento economico ha comportato una significativa riduzione degli investimenti, indebolendo la produttività. Anche nelle economie emergenti, un insieme di fattori, quali invecchiamento della popolazione, freni strutturali alla crescita di capitale e un'espansione più lenta dell'output, possono comportare un rallentamento del potenziale di crescita nei prossimi anni. Al fine di migliorare il potenziale di crescita, il FMI torna a sottolineare l'esigenza di riforme strutturali.

Lo scenario economico continua ad essere dominato da due dinamiche con importanti implicazioni distributive: il calo del prezzo del petrolio e gli ampi movimenti dei tassi di cambio. Storicamente, quando il crollo della quotazione del petrolio ha avuto origine da un aumento della produzione contestuale ad una maggiore efficienza del mercato petrolifero, i listini azionari hanno registrato andamenti positivi; al contrario, in presenza di una riduzione della domanda generata da un rallentamento economico, le performance sono state necessariamente deludenti. L'attuale correzione sembra maggiormente riconducibile al primo scenario di eccesso di produzione e aumento dell'efficienza in una fase di crescita, con un potenziale impatto positivo sui mercati azionari. La riduzione del prezzo del petrolio di lungo periodo sta interessando una vasta riallocazione del reddito reale dagli esportatori di petrolio a favore degli importatori di petrolio: una favorevole dinamica dei prezzi delle materie prime rappresenta un ulteriore impulso alla ripresa per i paesi importatori, in primo luogo Eurozona, Giappone e Cina. I differenziali di crescita economica e di politica monetaria in essere tra USA, Eurozona e Giappone hanno comportato un riallineamento degli equilibri valutari, anche con un incremento della volatilità delle quotazioni: il dollaro ha beneficiato del più ampio apprezzamento, mentre l'euro e lo yen hanno sofferto una significativa debolezza. In un contesto economico internazionale in cui Eurozona e Giappone erano a rischio di una nuova fase di debolezza, il deprezzamento dell'euro e dello yen ha fornito un aiuto determinante; al contrario, gli USA sono in grado di compensare i negativi effetti economici del rafforzamento della divisa domestica, nonostante il tasso di crescita negativo rilevato nel primo trimestre (-0,2%). Al pari del recente andamento del mercato petrolifero, l'aggiustamento dei tassi di cambio può essere, pertanto, qualificato quale un evento complessivamente favorevole per l'economia mondiale.

In sintesi, la complessità del quadro economico e la dispersione dei tassi di crescita sono la naturale conseguenza della non uniforme distribuzione geografica degli effetti della crisi finanziaria internazionale, dei divergenti potenziali di crescita, degli opposti effetti della riduzione del prezzo del petrolio tra settori produttivi e tra Paesi importatori ed esportatori, dell'aumento della volatilità valutaria e della diversa correlazione delle singole divise nazionali all'andamento di dollaro, euro o yen. In linea con il consenso degli analisti, lo scenario di base atteso nel 2015 dal FMI prevede le economie avanzate in ulteriore miglioramento e i paesi emergenti a basso reddito in rallentamento, con la crescita globale sostanzialmente in linea con l'andamento dello scorso anno. I rischi macroeconomici sono, invece, in diminuzione. In particolare, nell'Eurozona si assiste ad un ridimensionamento dei rischi di recessione e deflazione; al contrario, aumentano i rischi internazionali di natura finanziaria e geopolitica. La volatilità di tassi di cambio e prezzi di materie prime, i rischi di *currency wars* e la crisi finanziaria greca destabilizzano i mercati finanziari e riducono il potenziale di crescita; permangono le tensioni geopolitiche in Ucraina e Medio Oriente, anche se finora senza implicazioni sistemiche. Con la partenza del programma di *quantitative easing* nella zona euro, nelle economie avanzate la politica monetaria ha utilizzato i principali strumenti disponibili; sul fronte delle politiche fiscali, in molti Paesi i margini per ulteriori interventi di natura espansiva sono limitati dalla dimensioni dei debiti pubblici nazionali.

Nei prossimi trimestri, il contenuto dei dati macroeconomici, la qualità delle riforme economiche e delle politiche fiscali dei governi e le tempistiche nell'adozione delle politiche monetarie da parte delle banche centrali saranno ancora i principali drivers dei mercati e delle scelte gestionali.

Nel corso dell'intero 2015, la performance dei mercati finanziari e, conseguentemente, della gestione potrà beneficiare e riflettere il miglioramento del quadro economico generale, la qualità delle politiche fiscali dei governi e la corretta tempestività delle politiche monetarie delle banche centrali.

Compravendita di attività finanziarie diverse dai titoli di Stato, dai titoli obbligazionari e dai titoli di capitale

Nel periodo in esame è stata posta in essere operatività su strumenti finanziari derivati, con finalità di investimento e copertura.

Distribuzione dei proventi

Come previsto dall'art. B.2.b del regolamento, con riferimento alla classe "L", il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di procedere alla distribuzione dei proventi computati secondo la metodologia esposta nel prospetto di determinazione dei ricavi a mezzo indice.

VALORE QUOTA AL 30.12.2014	PROVENTO DISTRIBUITO 2° SEMESTRE 2014	VALORE QUOTA AL 30.06.2015	INCREMENTO
euro 9,784	euro 0,172	euro 9,777	euro 0,165

Il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di distribuire un ammontare pro quota, al lordo della ritenuta fiscale, di euro **0,06** che verrà messo in pagamento dal **28.07.2015**, ai sensi del regolamento unico di gestione semplificato parte B.2. sulla base delle quote in circolazione che alla data del 22.07.2015 erano pari a 115.454.101,988 per un controvalore globale di euro 6.927.246,12.

L'importo distribuibile cui ai sensi del regolamento unico di gestione semplificato parte B.2 è stato determinato sulla base dell'indice dei ricavi calcolato a norma del regolamento, computato secondo la metodologia che segue:

a) per ogni giorno di determinazione del valore della quota è stato calcolato il ricavo giornaliero unitario, di seguito denominato $K(t)$, utilizzando la seguente formula:

$$K(t) = \frac{\text{Interessi netti del giorno (t)}}{\text{Patrimonio netto del Fondo del giorno (t-1)}}$$

La voce "Interessi netti del giorno (t)" rappresenta l'ammontare dei dividendi incassati, dei ratei attivi maturati e degli interessi attivi incassati giornalmente sui titoli in portafoglio, sulle disponibilità liquide e su qualsiasi altra attività finanziaria che generi interessi, al netto delle ritenute fiscali ad esse associate, di eventuali interessi passivi e dei costi di gestione.

Con "qualsiasi altra attività finanziaria che generi interessi" si intendono tutte quelle tipologie di investimento che presentano nella loro struttura chiaramente identificabile la componente interessi, che nel semestre sono state le seguenti: ratei su cedole, ratei attivi di interessi su conti correnti, premi su operazioni di vendite a termine divisa e dividendi.

La voce "Patrimonio netto del Fondo nel giorno (t-1)" rappresenta il patrimonio netto del Fondo nella giornata precedente a quella di riferimento;

b) l'indice dei ricavi del giorno t, cioè $I(t)$, è quindi stato calcolato applicando la seguente formula:

$$I(t) = (1 + K(t))$$

c) infine è stato ottenuto l'indice dei ricavi progressivo moltiplicando la base 100 per il prodotto degli indici dei ricavi di cui al punto b).

d) si è calcolato l'incremento percentuale dell'indice progressivo sub c) nel corso del semestre considerato, facendo pari a 100 l'indice dell'ultimo giorno del semestre precedente.

La percentuale così ottenuta, applicata al valore della quota alla fine del semestre precedente rettificato dal provento distribuito, determina l'ammontare dei ricavi per singola quota da considerare ai fini del calcolo della distribuzione per il periodo considerato.

VALORE QUOTA AL 30.12.2014	PROVENTO DISTRIBUITO 2° SEMESTRE 2014	INDICE SEMESTRALE PROGRESSIVO %	IMPORTO RICAVI PRO QUOTA
euro 9,784	euro 0,172	2,2	euro 0,211

Criteri di valutazione

Nella compilazione della relazione di gestione si utilizzano i principi contabili ed i criteri di valutazione previsti dalla Banca d'Italia. Tali principi e criteri di valutazione, coerenti con quelli utilizzati nel corso dell'esercizio per la compilazione dei prospetti giornalieri e della relazione di gestione periodica, risultano i seguenti:

a) registrazione delle operazioni

- le compravendite di titoli sono contabilizzate nel portafoglio del fondo sulla base della data di effettuazione delle operazioni;
- gli interessi, gli altri proventi e gli oneri a carico del fondo sono stati calcolati secondo il principio della competenza temporale, anche mediante rilevazione dei ratei attivi e passivi;
- le sottoscrizioni ed i rimborsi delle quote sono stati rilevati a norma del regolamento del fondo e secondo il principio della competenza temporale;
- i dividendi sono stati registrati il giorno di quotazione ex-cedola del relativo titolo;
- gli utili e le perdite realizzati su cambi, vendite di divisa a termine e negoziazioni di titoli in divisa estera sono originati dalla differenza tra il cambio storico di conversione dei debiti, dei crediti, dei contratti in divisa, dei conti valutari e dei titoli in divisa, e il cambio rilevato alla chiusura delle rispettive posizioni;
- gli utili e le perdite da realizzi risultano dalla differenza tra i costi medi ponderati di carico ed i valori realizzati dalle vendite; i costi ponderati di carico rappresentano i valori dei titoli alla fine dell'esercizio precedente, modificati dai costi medi di acquisto del periodo;
- le plusvalenze e le minusvalenze su titoli sono originate dalla differenza tra il costo medio ponderato ed i valori determinati secondo i criteri indicati in precedenza, ossia prezzi di mercato o valutazioni applicati alla data della relazione di gestione;
- le differenze di cambio derivanti dalla conversione delle voci espresse in valuta estera sono contabilizzate in voci separate nella relazione di gestione tenendo distinte quelle realizzate da quelle di valutazione; sempre nella sezione riguardante il risultato della gestione cambi sono state registrate le componenti reddituali delle operazioni di copertura dal rischio di cambio;
- i contratti a termine di compravendita divisa sono valutati secondo le istruzioni dettate dall'Organo di Vigilanza: valorizzando giornalmente la differenza tra il cambio negoziato alla data dell'operazione e la curva dei tassi a termine aventi la medesima scadenza;
- i differenziali su operazioni di "futures", registrati secondo il principio della competenza sulla base della variazione giornaliera dei prezzi di chiusura del mercato di contrattazione, sono rappresentati dalla somma dei margini, diversi da quelli iniziali, versati agli organismi di compensazione ovvero introitati dagli stessi;
- i diritti connessi ai premi ed alle opzioni, per i quali alla data della relazione di gestione erano già decorsi i termini di esercizio, sono stati portati in aumento o a riduzione dei ricavi per vendite e dei costi per acquisti dei titoli nei casi di esercizio del diritto, mentre sono stati registrati in voci apposite della relazione di gestione nei casi di mancato esercizio del diritto. Il valore dei premi e delle

opzioni, per i quali alla data della relazione di gestione non erano ancora decorsi i termini di esercizio sono stati adeguati al valore di mercato;

- per le operazioni di "pronti contro termine", la differenza tra i prezzi a pronti e quelli a termine è stata distribuita, proporzionalmente al tempo trascorso, lungo tutta la durata del contratto;

b) valutazione dei titoli

- i titoli italiani quotati sono stati valutati al prezzo di riferimento della Borsa Valori di Milano alla data della relazione di gestione; l'evoluzione del criterio di valutazione preesistente è stata dettata da Banca d'Italia con il "Regolamento recante disposizioni per le Società di Gestione", emanato il 19 gennaio 2015;

- i titoli e le altre attività finanziarie non quotate sono stati valutati al presumibile valore di realizzo individuato, dai responsabili organi della Società di Gestione, su un'ampia base di elementi di informazione, con riferimento alla peculiarità dei titoli, alla situazione patrimoniale e reddituale degli emittenti, nonché alla generale situazione di mercato;

- i titoli esteri quotati sono stati valutati in base all'ultimo prezzo disponibile alla data di chiusura dell'esercizio sul relativo mercato di negoziazione ed applicando il cambio dello stesso giorno; per i titoli quotati su più mercati esteri il prezzo di riferimento è quello del mercato nel quale le quotazioni stesse hanno maggiore significatività; si precisa che per i titoli esteri aventi breve durata, per quelli in attesa di quotazione e per quelli scarsamente scambiati, si fa riferimento ai prezzi rilevabili da brokers nonché a valori di presumibile realizzo;

- le opzioni ed i warrant, trattati sui mercati regolamentati, sono stati valutati al prezzo di chiusura del giorno rilevato nel mercato di trattazione; nel caso di contratti trattati su più mercati il prezzo è quello più significativo, anche in relazione alle quantità trattate su tutte le piazze;

- le opzioni ed i warrant non trattati sui mercati regolamentati sono stati valutati al valore corrente espresso dalla formula indicata dall'Organo di Vigilanza ovvero con metodologie analoghe ritenute prudenti.

c) Criteri adottati per la classificazione degli strumenti finanziari

Un strumento finanziario viene classificato come "non quotato" nelle seguenti casistiche:

- il titolo non è negoziato in un mercato regolamentato;

- il titolo è negoziato su un mercato regolamentato ma non dispone di un prezzo significativo.

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2015		Situazione al 30/12/2014	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	1.227.626.592	96,3	1.187.750.961	90,6
A1. Titoli di debito	1.227.626.592	96,3	1.173.183.418	89,5
A1.1 titoli di Stato	62.787.496	4,9	48.782.770	3,7
A1.2 altri	1.164.839.096	91,4	1.124.400.648	85,8
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR			14.567.543	1,1
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	1.629.241	0,1	9.008.159	0,7
B1. Titoli di debito	1.629.241	0,1	9.008.159	0,7
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITÀ	22.836.783	1,8	88.824.059	6,8
F1. Liquidità disponibile	28.662.791	2,2	95.477.355	7,3
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	636.789.341	50	442.809.107	33,8
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-642.615.349	-50,4	-449.462.403	-34,3
G. ALTRE ATTIVITÀ	23.323.963	1,8	25.079.032	1,9
G1. Ratei attivi	23.316.589	1,8	24.994.402	1,9
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	7.374	0,0	84.630	0,0
TOTALE ATTIVITÀ	1.275.416.579	100	1.310.662.211	100,0

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2015	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTO CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	919.242	210.257
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	917.057	208.335
M2. Proventi da distribuire	2.185	1.922
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	383.580	381.611
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	332.569	338.960
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	51.011	42.651
TOTALE PASSIVITÀ	1.302.822	591.868
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	1.274.113.757	1.310.070.343
I Numero delle quote in circolazione	7.365.988,622	5.463.628,716
LA Numero delle quote in circolazione	6.021.003,658	1.154.578,309
L Numero delle quote in circolazione	116.508.962,451	127.153.714,948
I Valore complessivo netto della classe	75.100.274	54.699.661
LA Valore complessivo netto della classe	59.866.471	11.298.564
L Valore complessivo netto della classe	1.139.147.012	1.244.072.118
I Valore unitario delle quote	10,196	10,012
LA Valore unitario delle quote	9,943	9,786
L Valore unitario delle quote	9,777	9,784

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	2.971.237,324
Quote rimborsate	1.068.877,418

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	5.942.622,507
Quote rimborsate	1.076.197,158

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe L

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	11.251.751,175
Quote rimborsate	21.896.503,672

SEZIONE REDDITUALE

	Relazione 02/01/2015 - 30/06/2015	Relazione 01/07/2014 - 30/12/2014	Relazione 02/01/2014 - 30/12/2014
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI			
A1. PROVENTI DA INVESTIMENTI			
A1.1 Interessi e altri proventi su titoli di debito	34.996.906	28.328.897	37.506.837
A1.2 Dividendi e altri proventi su titoli di capitale			
A1.3 Proventi su parti di O.I.C.R.	57.715	451.040	751.933
A2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI			
A2.1 Titoli di debito	4.043.178	-3.376.253	-1.916.316
A2.2 Titoli di capitale			
A2.3 Parti di O.I.C.R.	677.362	667.470	667.470
A3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE			
A3.1 Titoli di debito	27.134.646	3.462.944	4.050.619
A3.2 Titoli di capitale			
A3.3 Parti di O.I.C.R.		570.687	554.931
A4. RISULTATO DELLE OPERAZIONI DI COPERTURA DI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	-13.500	20.444	20.889
Risultato gestione strumenti finanziari quotati	66.896.307	30.125.229	41.636.363
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			
B1. PROVENTI DA INVESTIMENTI			
B1.1 Interessi e altri proventi su titoli di debito	-59.885	35.858	37.983
B1.2 Dividendi e altri proventi su titoli di capitale			
B1.3 Proventi su parti di O.I.C.R.			
B2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI			
B2.1 Titoli di debito			3.759
B2.2 Titoli di capitale			
B2.3 Parti di O.I.C.R.			
B3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE			
B3.1 Titoli di debito	67.697	113.399	113.399
B3.2 Titoli di capitale			
B3.3 Parti di O.I.C.R.			
B4. RISULTATO DELLE OPERAZIONI DI COPERTURA DI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			
Risultato gestione strumenti finanziari non quotati	7.812	149.257	155.141
C. RISULTATO DELLE OPERAZIONI IN STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON DI COPERTURA			
C1. RISULTATI REALIZZATI			
C1.1 Su strumenti quotati	-213.367	-345.375	-587.493
C1.2 Su strumenti non quotati			
C2. RISULTATI NON REALIZZATI			
C2.1 Su strumenti quotati			
C2.2 Su strumenti non quotati			
D. DEPOSITI BANCARI			
D1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI			

	Relazione 02/01/2015 - 30/06/2015	Relazione 01/07/2014 - 30/12/2014	Relazione 02/01/2014 - 30/12/2014
E. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI			
E1. OPERAZIONI DI COPERTURA			
E1.1 Risultati realizzati	-42.996.383	-35.424.844	-38.241.199
E1.2 Risultati non realizzati	1.528.007	-7.369.769	-6.614.467
E2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA			
E2.1 Risultati realizzati			
E2.2 Risultati non realizzati			
E3. LIQUIDITÀ			
E3.1 Risultati realizzati	3.455.594	1.981.270	2.062.154
E3.2 Risultati non realizzati	94.077	134.254	133.199
F. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE			
F1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE			
F2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI			
Risultato lordo della gestione di portafoglio	28.772.047	-10.749.978	-1.456.302
G. ONERI FINANZIARI			
G1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-2.636	-89	-89
G2. ALTRI ONERI FINANZIARI			
Risultato netto della gestione di portafoglio	28.769.411	-10.750.067	-1.456.391
H. ONERI DI GESTIONE			
H1. PROVVISORIE DI GESTIONE SGR	-5.723.596	-4.111.194	-6.686.959
di cui classe I	-209.864	-76.749	-100.503
di cui classe LA	-243.072	-2.453	-2.453
di cui classe L	-5.270.660	-4.031.992	-6.584.003
H2. COMMISSIONI DEPOSITARIO	-329.438	-280.227	-373.639
H3. SPESE PUBBLICAZIONE PROSPETTI E INFORMATIVA AL PUBBLICO	-10.278	-35.463	-43.358
H4. ALTRI ONERI DI GESTIONE	-23.206	-40.363	-47.090
I. ALTRI RICAVI ED ONERI			
I1. INTERESSI ATTIVI SU DISPONIBILITÀ LIQUIDE	1.986		564
I2. ALTRI RICAVI	101	31.890	42.226
I3. ALTRI ONERI	-19.572	-7.901	-34.196
Risultato della gestione prima delle imposte	22.665.408	-15.193.325	-8.598.843
L. IMPOSTE			
L1. IMPOSTA SOSTITUTIVA A CARICO DELL'ESERCIZIO			
L2. RISPARMIO DI IMPOSTA			
L3. ALTRE IMPOSTE		-7.745	-11.701
di cui classe I		-211	-268
di cui classe LA			
di cui classe L		-7.534	-11.433
Utile/perdita dell'esercizio	22.665.408	-15.201.070	-8.610.544
di cui classe I	1.098.646	-493.812	-419.017
di cui classe LA	532.072	3.026	3.026
di cui classe L	21.034.690	-14.710.284	-8.194.553

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE INDIPENDENTE

Ai partecipanti al

Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Flessibile Valore Attivo

Relazione sulla relazione di gestione semestrale

Abbiamo svolto la revisione contabile della relazione di gestione semestrale del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Flessibile Valore Attivo ("il Fondo"), costituita dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2015, dalla sezione reddituale per il periodo dal 1 gennaio 2015 al 30 giugno 2015 redatta in forma abbreviata al fine di procedere alla distribuzione dei proventi da parte del Fondo come deliberato dal competente organo amministrativo di Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A..

Responsabilità degli Amministratori per la relazione di gestione semestrale

Gli Amministratori di Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A. ("la Società di Gestione del Fondo") sono responsabili per la redazione della relazione di gestione semestrale in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 ("il Provvedimento").

Responsabilità della società di revisione

E' nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sulla relazione di gestione 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 di gestione semestrale non contenga errori significativi.

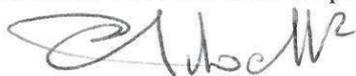
La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nella relazione di gestione semestrale. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nella relazione di gestione 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 di gestione semestrale del Fondo 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 principi contabili adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli Amministratori, nonché la valutazione della presentazione della relazione di gestione 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 semestrale del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Flessibile Valore Attivo per il periodo dal 1 gennaio 2015 al 30 giugno 2015 è stata redatta, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Paolo Gibello Ribatto
Socio

Milano, 1 ottobre 2015

Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia

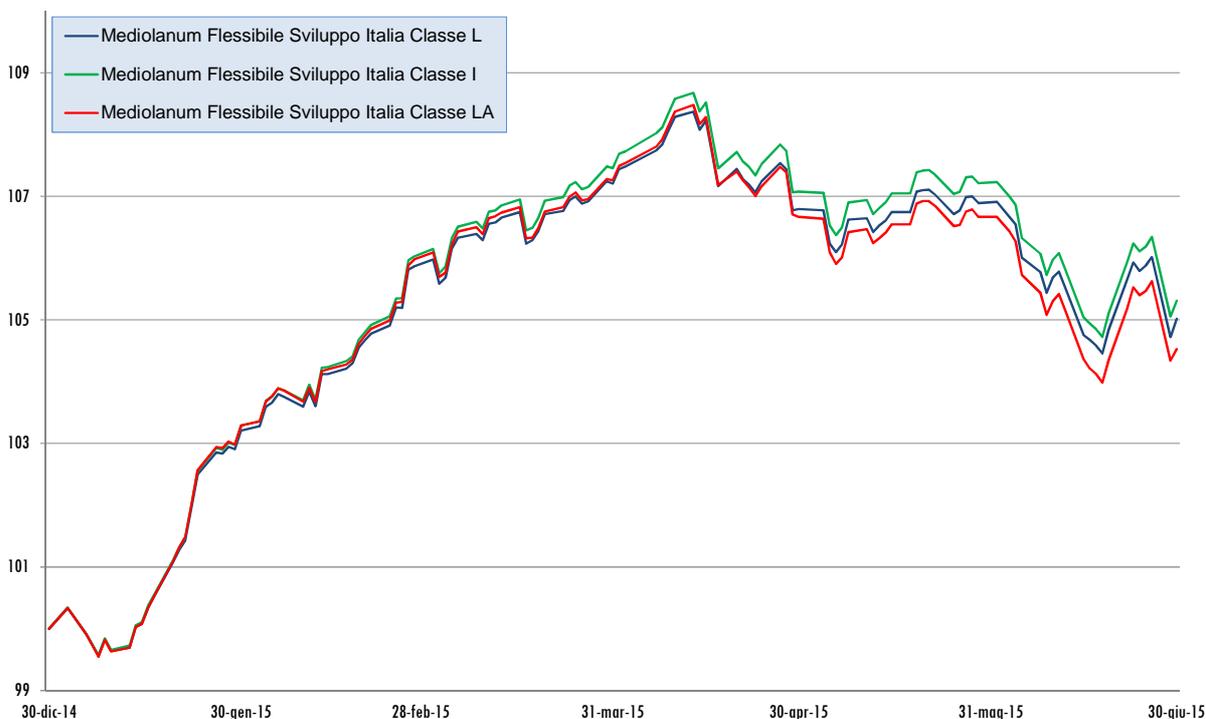
Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una performance positiva (5,02% per la classe L, 5,31% per la classe I e 4,53% per la classe LA), gravata degli oneri gestionali diretti ed indiretti.

Il rendimento difforme della classe L e della classe I è riconducibile esclusivamente alla diversa incidenza delle commissioni di gestione previste dal regolamento del fondo.

Il rendimento difforme della classe L e della classe LA è riconducibile esclusivamente alla diversa incidenza delle commissioni d'incentivo nel periodo.

Andamento del valore della quota nel 1° semestre 2015



La quota della classe L è rettificata del provento distribuito.

Benchmark

La natura flessibile del Fondo e lo stile di gestione adottato non consentono di individuare un benchmark rappresentativo della politica di investimento adottata.

Gestione del Rischio

Nel rispetto delle indicazioni da Prospetto, il Fondo è stato oggetto di una politica di gestione flessibile.

Nel corso del primo semestre del 2015, è proseguita l'attività di conduzione del portafoglio obbligazionario da parte della società delegata Muzinich, attraverso un approccio dinamico nella selezione dei titoli obbligazionari *corporate*, principalmente italiani, sia *senior* che subordinati. Il Fondo presenta un'elevata diversificazione settoriale, per scadenza e per livello di subordinazione, evitando così eccessive concentrazioni del rischio.

Con riferimento agli investimenti azionari, è stata adottata una gestione flessibile, attraverso la negoziazione sia di azioni sia di *futures* su indici di borsa, nel rispetto dei limiti posti dal Prospetto. Gli investimenti azionari sono stati, altresì, preferibilmente indirizzati verso il segmento delle società a piccola e media capitalizzazione.

Nel periodo, il Fondo ha operato con continuità nel rispetto del limite ex-ante strategico di *Value at Risk* assegnato dal Prospetto.

Rapporti con Società del Gruppo

Nel corso dell'esercizio il Fondo ha effettuato operazioni di compravendita di strumenti finanziari con le altre società del Gruppo. Tali operazioni sono state regolate secondo le normali condizioni di mercato.

Il Fondo non ha aderito ad operazioni di collocamento effettuate da soggetti del Gruppo.

Evoluzione prevedibile della gestione

Sia negli USA che in UK, le condizioni economiche stanno progressivamente migliorando: entrambi i Paesi si accingono ad alzare i tassi di riferimento dopo cinque anni di espansione monetaria; al contrario, BCE e BOJ intendono mantenere i tassi sui minimi ed aumentare gli acquisti di attivi emessi dal settore pubblico e privato, in attesa di una definitiva ripartenza dell'attività economica. Negli USA, il rialzo dei tassi di interesse è atteso graduale, anche perché l'economia statunitense è nella fase intermedia del ciclo, più che in quella finale; la spesa per investimenti e gli acquisti di beni durevoli rimangono su livelli contenuti, l'eccesso di capacità produttiva è ampio e il rafforzamento del dollaro e la debolezza del petrolio riducono ulteriormente i rischi inflattivi. Storicamente, le piazze azionarie si sono apprezzate quando il rialzo dei tassi di riferimento è stato contestuale ad un rafforzamento dell'attività economica con l'inflazione sotto controllo. Nell'Eurozona, in linea con le attese anticipate dal mercato e dagli analisti finanziari, la Banca Centrale Europea ha superato le resistenze tedesche e, a partire dal 9 marzo, intrapreso un programma di *Quantitative Easing*. I mercati finanziari obbligazionari e valutari hanno già "prezzato" e incorporato il programma di acquisti da parte della BCE, ma il suo impatto economico effettivo deve ancora essere pienamente osservato e misurato. Il problema della bassa crescita in Europa è, infatti, più di natura strutturale che ciclica. In Giappone, nell'ottobre del 2014 la Bank of Japan ha comunicato un piano ancora più aggressivo del precedente di acquisti finanziari, che ricomprende titoli di natura pubblica e privata. I recenti dati mostrano l'uscita progressiva da un contesto di deflazione da parte del Giappone, ma anche la contestuale difficoltà di conseguire una stabile crescita positiva. In assenza di una inversione economica definitiva, il consensus degli analisti sconta un ulteriore *easing* della BOJ nei prossimi mesi. In Cina, le autorità hanno un'ampia gamma di strumenti di natura monetaria e fiscale per gestire l'attuale fase di transizione, grazie al contenuto deficit pubblico, al limitato indebitamento del governo centrale e alle ampie riserve della banca centrale. Le maggiori criticità sono legate alla stabilità del sistema finanziario e alla progressiva, anche se contenuta, riduzione della crescita complessiva.

Nel *World Economic Outlook* di aprile, il Fondo Monetario Internazionale torna a rappresentare la complessità delle forze macroeconomiche in atto e a evidenziare come gli effetti della crisi finanziaria internazionale, e dell'area euro in particolare, siano ancora visibili in molti Paesi. Sistemi bancari deboli ed elevati livelli di debito pubblico continuano ad incidere su consumi e crescita; a loro volta, i contenuti tassi di crescita rallentano il processo di *de-leveraging*. Nelle economie avanzate, il potenziale di

crescita era in declino già prima della crisi; la recente fase di rallentamento economico ha comportato una significativa riduzione degli investimenti, indebolendo la produttività. Anche nelle economie emergenti, un insieme di fattori, quali invecchiamento della popolazione, freni strutturali alla crescita di capitale e un'espansione più lenta dell'output, possono comportare un rallentamento del potenziale di crescita nei prossimi anni. Al fine di migliorare il potenziale di crescita, il FMI torna a sottolineare l'esigenza di riforme strutturali.

Lo scenario economico continua ad essere dominato da due dinamiche con importanti implicazioni distributive: il calo del prezzo del petrolio e gli ampi movimenti dei tassi di cambio. Storicamente, quando il crollo della quotazione del petrolio ha avuto origine da un aumento della produzione contestuale ad una maggiore efficienza del mercato petrolifero, i listini azionari hanno registrato andamenti positivi; al contrario, in presenza di una riduzione della domanda generata da un rallentamento economico, le performance sono state necessariamente deludenti. L'attuale correzione sembra maggiormente riconducibile al primo scenario di eccesso di produzione e aumento dell'efficienza in una fase di crescita, con un potenziale impatto positivo sui mercati azionari. La riduzione del prezzo del petrolio di lungo periodo sta interessando una vasta riallocazione del reddito reale dagli esportatori di petrolio a favore degli importatori di petrolio: una favorevole dinamica dei prezzi delle materie prime rappresenta un ulteriore impulso alla ripresa per i paesi importatori, in primo luogo Eurozona, Giappone e Cina. I differenziali di crescita economica e di politica monetaria in essere tra USA, Eurozona e Giappone hanno comportato un riallineamento degli equilibri valutari, anche con un incremento della volatilità delle quotazioni: il dollaro ha beneficiato del più ampio apprezzamento, mentre l'euro e lo yen hanno sofferto una significativa debolezza. In un contesto economico internazionale in cui Eurozona e Giappone erano a rischio di una nuova fase di debolezza, il deprezzamento dell'euro e dello yen ha fornito un aiuto determinante; al contrario, gli USA sono in grado di compensare i negativi effetti economici del rafforzamento della divisa domestica, nonostante il tasso di crescita negativo rilevato nel primo trimestre (-0,2%). Al pari del recente andamento del mercato petrolifero, l'aggiustamento dei tassi di cambio può essere, pertanto, qualificato quale un evento complessivamente favorevole per l'economia mondiale.

In sintesi, la complessità del quadro economico e la dispersione dei tassi di crescita sono la naturale conseguenza della non uniforme distribuzione geografica degli effetti della crisi finanziaria internazionale, dei divergenti potenziali di crescita, degli opposti effetti della riduzione del prezzo del petrolio tra settori produttivi e tra Paesi importatori ed esportatori, dell'aumento della volatilità valutaria e della diversa correlazione delle singole divise nazionali all'andamento di dollaro, euro o yen. In linea con il consenso degli analisti, lo scenario di base atteso nel 2015 dal FMI prevede le economie avanzate in ulteriore miglioramento e i paesi emergenti a basso reddito in rallentamento, con la crescita globale sostanzialmente in linea con l'andamento dello scorso anno. I rischi macroeconomici sono, invece, in diminuzione. In particolare, nell'Eurozona si assiste ad un ridimensionamento dei rischi di recessione e deflazione; al contrario, aumentano i rischi internazionali di natura finanziaria e geopolitica. La volatilità di tassi di cambio e prezzi di materie prime, i rischi di *currency wars* e la crisi finanziaria greca destabilizzano i mercati finanziari e riducono il potenziale di crescita; permangono le tensioni geopolitiche in Ucraina e Medio Oriente, anche se finora senza implicazioni sistemiche. Con la partenza del programma di *quantitative easing* nella zona euro, nelle economie avanzate la politica monetaria ha utilizzato i principali strumenti disponibili; sul fronte delle politiche fiscali, in molti Paesi i margini per ulteriori interventi di natura espansiva sono limitati dalla dimensioni dei debiti pubblici nazionali.

Nei prossimi trimestri, il contenuto dei dati macroeconomici, la qualità delle riforme economiche e delle politiche fiscali dei governi e le tempistiche nell'adozione delle politiche monetarie da parte delle banche centrali saranno ancora i principali drivers dei mercati e delle scelte gestionali.

Nel corso dell'intero 2015, la performance dei mercati finanziari e, conseguentemente, della gestione potrà beneficiare e riflettere il miglioramento del quadro economico generale, la qualità delle politiche fiscali dei governi e la corretta tempestività delle politiche monetarie delle banche centrali.

Compravendita di attività finanziarie diverse dai titoli di Stato, dai titoli obbligazionari e dai titoli di capitale

Nel periodo in esame è stata posta in essere operatività su strumenti finanziari derivati, con finalità di investimento e copertura.

Distribuzione dei proventi

Come previsto dall'art. B.2.b del regolamento, con riferimento alla classe "L", il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di procedere alla distribuzione dei proventi computati secondo la metodologia esposta nel prospetto di determinazione dei ricavi a mezzo indice.

VALORE QUOTA AL 30.12.2014	PROVENTO DISTRIBUITO 2° SEMESTRE 2014	VALORE QUOTA AL 30.06.2015	INCREMENTO
euro 10,095	euro 0,054	euro 10,554	euro 0,513

Tenuto conto che nel periodo di riferimento il Fondo ha realizzato utili derivanti dalla vendita di titoli, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di distribuire un ammontare pro quota, al lordo della ritenuta fiscale, di euro **0,07** che verrà messo in pagamento dal **29.07.2015**, ai sensi del regolamento unico di gestione semplificato parte B.2. sulla base delle quote in circolazione che alla data del 22.07.2015 erano pari a 37.957.670,235 per un controvalore globale di euro 2.657.036,92

L'importo distribuibile cui ai sensi del regolamento unico di gestione semplificato parte B.2 è stato determinato sulla base dell'indice dei ricavi calcolato a norma del regolamento, computato secondo la metodologia che segue:

a) per ogni giorno di determinazione del valore della quota è stato calcolato il ricavo giornaliero unitario, di seguito denominato $K(t)$, utilizzando la seguente formula:

$$K(t) = \frac{\text{Interessi netti del giorno (t)}}{\text{Patrimonio netto del Fondo del giorno (t-1)}}$$

La voce "Interessi netti del giorno (t)" rappresenta l'ammontare dei dividendi incassati, dei ratei attivi maturati e degli interessi attivi incassati giornalmente sui titoli in portafoglio, sulle disponibilità liquide e su qualsiasi altra attività finanziaria che generi interessi, al netto delle ritenute fiscali ad esse associate, di eventuali interessi passivi e dei costi di gestione.

Con "qualsiasi altra attività finanziaria che generi interessi" si intendono tutte quelle tipologie di investimento che presentano nella loro struttura chiaramente identificabile la componente interessi, che nel semestre sono state le seguenti: ratei su cedole, ratei attivi di interessi su conti correnti, premi su operazioni di vendite a termine divisa e dividendi.

La voce "Patrimonio netto del Fondo nel giorno (t-1)" rappresenta il patrimonio netto del Fondo nella giornata precedente a quella di riferimento;

b) l'indice dei ricavi del giorno t, cioè $I(t)$, è quindi stato calcolato applicando la seguente formula:

$$I(t) = (1 + K(t))$$

c) infine è stato ottenuto l'indice dei ricavi progressivo moltiplicando la base 100 per il prodotto degli indici dei ricavi di cui al punto b).

d) si è calcolato l'incremento percentuale dell'indice progressivo sub c) nel corso del semestre considerato, facendo pari a 100 l'indice dell'ultimo giorno del semestre precedente.

La percentuale così ottenuta, applicata al valore della quota alla fine del semestre precedente rettificato dal provento distribuito, determina l'ammontare dei ricavi per singola quota da considerare ai fini del calcolo della distribuzione per il periodo considerato.

VALORE QUOTA AL 30.12.2014	PROVENTO DISTRIBUITO 2° SEMESTRE 2014	INDICE SEMESTRALE PROGRESSIVO %	IMPORTO RICAVI PRO QUOTA
euro 10,095	euro 0,054	0,534	euro 0,054

Criteria di valutazione

Nella compilazione della relazione di gestione si utilizzano i principi contabili ed i criteri di valutazione previsti dalla Banca d'Italia. Tali principi e criteri di valutazione, coerenti con quelli utilizzati nel corso dell'esercizio per la compilazione dei prospetti giornalieri e della relazione di gestione periodica, risultano i seguenti:

a) registrazione delle operazioni

- le compravendite di titoli sono contabilizzate nel portafoglio del fondo sulla base della data di effettuazione delle operazioni;
- gli interessi, gli altri proventi e gli oneri a carico del fondo sono stati calcolati secondo il principio della competenza temporale, anche mediante rilevazione dei ratei attivi e passivi;
- le sottoscrizioni ed i rimborsi delle quote sono stati rilevati a norma del regolamento del fondo e secondo il principio della competenza temporale;
- i dividendi sono stati registrati il giorno di quotazione ex-cedola del relativo titolo;
- gli utili e le perdite realizzati su cambi, vendite di divisa a termine e negoziazioni di titoli in divisa estera sono originati dalla differenza tra il cambio storico di conversione dei debiti, dei crediti, dei contratti in divisa, dei conti valutari e dei titoli in divisa, e il cambio rilevato alla chiusura delle rispettive posizioni;
- gli utili e le perdite da realizzi risultano dalla differenza tra i costi medi ponderati di carico ed i valori realizzati dalle vendite; i costi ponderati di carico rappresentano i valori dei titoli alla fine dell'esercizio precedente, modificati dai costi medi di acquisto del periodo;
- le plusvalenze e le minusvalenze su titoli sono originate dalla differenza tra il costo medio ponderato ed i valori determinati secondo i criteri indicati in precedenza, ossia prezzi di mercato o valutazioni applicati alla data della relazione di gestione;
- le differenze di cambio derivanti dalla conversione delle voci espresse in valuta estera sono contabilizzate in voci separate nella relazione di gestione tenendo distinte quelle realizzate da quelle di valutazione; sempre nella sezione riguardante il risultato della gestione cambi sono state registrate le componenti reddituali delle operazioni di copertura dal rischio di cambio;
- i contratti a termine di compravendita divisa sono valutati secondo le istruzioni dettate dall'Organo di Vigilanza: valorizzando giornalmente la differenza tra il cambio negoziato alla data dell'operazione e la curva dei tassi a termine aventi la medesima scadenza;
- i differenziali su operazioni di "futures", registrati secondo il principio della competenza sulla base della variazione giornaliera dei prezzi di chiusura del mercato di contrattazione, sono rappresentati dalla somma dei margini, diversi da quelli iniziali, versati agli organismi di compensazione ovvero introitati dagli stessi;
- i diritti connessi ai premi ed alle opzioni, per i quali alla data della relazione di gestione erano già decorsi i termini di esercizio, sono stati portati in aumento o a riduzione dei ricavi per vendite e dei costi per acquisti dei titoli nei casi di esercizio del diritto, mentre sono stati registrati in voci apposite della relazione di gestione nei casi di mancato esercizio del diritto. Il valore dei premi e delle opzioni, per i quali alla data della relazione di gestione non erano ancora decorsi i termini di esercizio sono stati adeguati al valore di

mercato;

- per le operazioni di "pronti contro termine", la differenza tra i prezzi a pronti e quelli a termine è stata distribuita, proporzionalmente al tempo trascorso, lungo tutta la durata del contratto;

b) valutazione dei titoli

- i titoli italiani quotati sono stati valutati al prezzo di riferimento della Borsa Valori di Milano alla data della relazione di gestione; l'evoluzione del criterio di valutazione preesistente è stata dettata da Banca d'Italia con il "Regolamento recante disposizioni per le Società di Gestione", emanato il 19 gennaio 2015;

- i titoli e le altre attività finanziarie non quotate sono stati valutati al presumibile valore di realizzo individuato, dai responsabili organi della Società di Gestione, su un'ampia base di elementi di informazione, con riferimento alla peculiarità dei titoli, alla situazione patrimoniale e reddituale degli emittenti, nonché alla generale situazione di mercato;

- i titoli esteri quotati sono stati valutati in base all'ultimo prezzo disponibile alla data di chiusura dell'esercizio sul relativo mercato di negoziazione ed applicando il cambio dello stesso giorno; per i titoli quotati su più mercati esteri il prezzo di riferimento è quello del mercato nel quale le quotazioni stesse hanno maggiore significatività; si precisa che per i titoli esteri aventi breve durata, per quelli in attesa di quotazione e per quelli scarsamente scambiati, si fa riferimento ai prezzi rilevabili da brokers nonché a valori di presumibile realizzo;

- le opzioni ed i warrant, trattati sui mercati regolamentati, sono stati valutati al prezzo di chiusura del giorno rilevato nel mercato di trattazione; nel caso di contratti trattati su più mercati il prezzo è quello più significativo, anche in relazione alle quantità trattate su tutte le piazze;

- le opzioni ed i warrant non trattati sui mercati regolamentati sono stati valutati al valore corrente espresso dalla formula indicata dall'Organo di Vigilanza ovvero con metodologie analoghe ritenute prudenti.

c) Criteri adottati per la classificazione degli strumenti finanziari

Un strumento finanziario viene classificato come "non quotato" nelle seguenti casistiche:

- il titolo non è negoziato in un mercato regolamentato;

- il titolo è negoziato su un mercato regolamentato ma non dispone di un prezzo significativo.

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2015		Situazione aL 30/12/2014	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	473.161.682	92,5	418.799.909	93,6
A1. Titoli di debito	349.602.141	68,3	324.378.569	72,5
A1.1 titoli di Stato	5.056.500	1,0		
A1.2 altri	344.545.641	67,3	324.378.569	72,5
A2. Titoli di capitale	123.559.541	24,2	92.755.740	20,7
A3. Parti di OICR			1.665.600	0,4
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	1.853.492	0,4	2.529.172	0,6
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	1.076.267	0,2	1.734.300	0,4
B3. Parti di OICR	777.225	0,2	794.872	0,2
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITÀ	30.292.344	5,9	18.685.174	4,2
F1. Liquidità disponibile	29.637.850	5,8	19.568.744	4,4
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	51.826.037	10,1	37.678.858	8,4
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-51.171.543	-10,0	-38.562.428	-8,6
G. ALTRE ATTIVITÀ	6.047.552	1,2	7.118.486	1,6
G1. Ratei attivi	5.991.658	1,2	7.118.486	1,6
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	55.894	0,0		
TOTALE ATTIVITÀ	511.355.070	100	447.132.741	100,0

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2015	Situazione al 30/12/2014
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		107
I. PRONTO CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	67.589	118.297
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	67.589	118.297
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	3.581.489	569.868
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	3.555.377	547.229
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	26.112	22.639
TOTALE PASSIVITÀ	3.649.078	688.272
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	507.705.992	446.444.469
I Numero delle quote in circolazione	8.333.420,745	5.522.517,433
LA Numero delle quote in circolazione	1.771.734,255	80.391,949
L Numero delle quote in circolazione	37.811.081,253	38.536.681,725
I Valore complessivo netto della classe	89.934.742	56.593.022
LA Valore complessivo netto della classe	18.695.486	811.522
L Valore complessivo netto della classe	399.075.764	389.039.924
I Valore unitario delle quote	10,792	10,248
LA Valore unitario delle quote	10,552	10,095
L Valore unitario delle quote	10,554	10,095

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	3.226.493,089
Quote rimborsate	415.589,777

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	1.767.608,036
Quote rimborsate	76.265,730

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe L

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	4.450.749,191
Quote rimborsate	5.176.349,663

SEZIONE REDDITUALE

	Relazione 02/01/2015 - 30/06/2015	Relazione 01/07/2014 - 30/12/2014	Relazione 02/01/2014 - 30/12/2014
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI			
A1. PROVENTI DA INVESTIMENTI			
A1.1 Interessi e altri proventi su titoli di debito	7.580.495	7.170.764	10.141.319
A1.2 Dividendi e altri proventi su titoli di capitale	1.803.546	60.988	884.521
A1.3 Proventi su parti di O.I.C.R.			
A2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI			
A2.1 Titoli di debito	1.942.390	-1.720.687	-1.361.671
A2.2 Titoli di capitale	15.085.237	-4.228.590	-3.294.489
A2.3 Parti di O.I.C.R.	474.200		
A3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE			
A3.1 Titoli di debito	-377.693	3.842.601	8.232.079
A3.2 Titoli di capitale	8.304.938	-4.483.886	-9.097.243
A3.3 Parti di O.I.C.R.		-131.800	-131.800
A4. RISULTATO DELLE OPERAZIONI DI COPERTURA DI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI			
Risultato gestione strumenti finanziari quotati	34.813.113	509.390	5.372.716
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			
B1. PROVENTI DA INVESTIMENTI			
B1.1 Interessi e altri proventi su titoli di debito			
B1.2 Dividendi e altri proventi su titoli di capitale			
B1.3 Proventi su parti di O.I.C.R.	12.322		
B2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI			
B2.1 Titoli di debito			
B2.2 Titoli di capitale	6.835	-65	-65
B2.3 Parti di O.I.C.R.			
B3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE			
B3.1 Titoli di debito			
B3.2 Titoli di capitale	17.868	-42.877	-42.877
B3.3 Parti di O.I.C.R.	-17.647		
B4. RISULTATO DELLE OPERAZIONI DI COPERTURA DI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			
Risultato gestione strumenti finanziari non quotati	19.378	-42.942	-42.942
C. RISULTATO DELLE OPERAZIONI IN STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON DI COPERTURA			
C1. RISULTATI REALIZZATI			
C1.1 Su strumenti quotati	-466.825	-335.511	-557.918
C1.2 Su strumenti non quotati			
C2. RISULTATI NON REALIZZATI			
C2.1 Su strumenti quotati			
C2.2 Su strumenti non quotati			
D. DEPOSITI BANCARI			
D1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI			

	Relazione 02/01/2015 - 30/06/2015	Relazione 01/07/2014 - 30/12/2014	Relazione 02/01/2014 - 30/12/2014
E. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI			
E1. OPERAZIONI DI COPERTURA			
E1.1 Risultati realizzati	-4.466.198		
E1.2 Risultati non realizzati	1.474.139	97.389	-756
E2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA			
E2.1 Risultati realizzati		-2.122.870	-2.116.563
E2.2 Risultati non realizzati		-804.514	-810.433
E3. LIQUIDITÀ			
E3.1 Risultati realizzati	-1.005.505	-55.363	-136.566
E3.2 Risultati non realizzati	-195.708	37.704	21.500
F. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE			
F1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE			
F2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI			
Risultato lordo della gestione di portafoglio	30.172.394	-2.716.717	1.729.038
G. ONERI FINANZIARI			
G1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-81	-2.057	-2.971
G2. ALTRI ONERI FINANZIARI			
Risultato netto della gestione di portafoglio	30.172.313	-2.718.774	1.726.067
H. ONERI DI GESTIONE			
H1. PROVVISORIE DI GESTIONE SGR	-7.715.627	-3.526.530	-6.089.637
di cui classe I	-920.158	-229.250	-270.538
di cui classe LA	-144.443	-435	-435
di cui classe L	-6.651.026	-3.296.846	-5.818.664
H2. COMMISSIONI DEPOSITARIO	-120.396	-105.619	-151.202
H3. SPESE PUBBLICAZIONE PROSPETTI E INFORMATIVA AL PUBBLICO	-5.816	-17.413	-22.463
H4. ALTRI ONERI DI GESTIONE	-18.248	-31.295	-38.023
I. ALTRI RICAVI ED ONERI			
I1. INTERESSI ATTIVI SU DISPONIBILITÀ LIQUIDE		1.270	1.533
I2. ALTRI RICAVI	2.546	12	23.526
I3. ALTRI ONERI	-215.144	-138.904	-315.112
Risultato della gestione prima delle imposte	22.099.628	-6.537.253	-4.865.311
L. IMPOSTE			
L1. IMPOSTA SOSTITUTIVA A CARICO DELL'ESERCIZIO			
L2. RISPARMIO DI IMPOSTA			
L3. ALTRE IMPOSTE	-60.962	-53.219	-129.411
di cui classe I	-9.296	-5.121	-6.606
di cui classe LA	-1.228		
di cui classe L	-50.438	-48.099	-122.806
Utile/perdita dell'esercizio	22.038.666	-6.590.472	-4.994.722
di cui classe I	2.713.597	-274.461	-366.738
di cui classe LA	-199.271	3.113	3.113
di cui classe L	19.524.340	-6.319.124	-4.631.097

MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR p.A.

F.to Vittorio Gaudio

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE INDIPENDENTE

Ai partecipanti al Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia

Relazione sulla relazione di gestione semestrale

Abbiamo svolto la revisione contabile della relazione di gestione semestrale del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia ("il Fondo"), costituita dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2015, dalla sezione reddituale per il periodo dal 1 gennaio 2015 al 30 giugno 2015 redatta in forma abbreviata al fine di procedere alla distribuzione dei proventi da parte del Fondo come deliberato dal competente organo amministrativo di Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A..

Responsabilità degli Amministratori per la relazione di gestione semestrale

Gli Amministratori di Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A. ("la Società di Gestione del Fondo") sono responsabili per la redazione della relazione di gestione semestrale in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 ("il Provvedimento").

Responsabilità della società di revisione

E' nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sulla relazione di gestione 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 di gestione semestrale non contenga errori significativi.

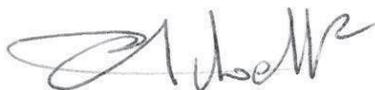
La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nella relazione di gestione semestrale. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nella relazione di gestione 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 di gestione semestrale del Fondo 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 principi contabili adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli Amministratori, nonché la valutazione della presentazione della relazione di gestione 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 semestrale del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia per il periodo dal 1 gennaio 2015 al 30 giugno 2015 è stata redatta, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Paolo Gibello Ribatto
Socio

Milano, 1 ottobre 2015