

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE
CHIUSO “INVEST REAL SECURITY”

31 Dicembre 2013

Relazione della società di revisione

Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR

Rendiconto annuale della Gestione
al 31 dicembre 2013

Relazione della società di revisione
ai sensi dell'art.14 del D.Lgs 27 gennaio 2010, n° 39 e
dell'art. 9 del D.Lgs 24 febbraio 1998, n° 58

Data emissione rapporto

: 4 marzo 2014

Numero rapporto:

: RVC/AFB/vmh – RA140092

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 27/1/2010, n. 39 e dell'art. 9 del D.Lgs. 24/2/1998, n. 58

Ai Partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
“INVEST REAL SECURITY”

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso “INVEST REAL SECURITY”, costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche compete agli amministratori della società Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR. È nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto della gestione sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto della gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 1 marzo 2013.

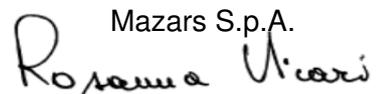
3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso “INVEST REAL SECURITY” per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale ed il risultato del Fondo per l'esercizio chiuso a tale data.

MAZARS SPA

SEDE LEGALE: CORSO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO
TEL: +39 02 58 20 10 - FAX: +39 02 58 20 14 03 - www.mazars.it
SPA - CAPITALE SOCIALE € 1.000.000,00 - VERSATO € 934.750,00
REG. IMP. MILANO E COD. FISC. / P. IVA N. 03099110177 - REA DI MILANO 2027292
ISCRITTA AL REGISTRO DEI REVISORI LEGALI AL N. 41306 CON D.M. DEL 12/04/1995 G.U. N.31BIS DEL 21/04/1995
UFFICI IN ITALIA: BARI - BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO

4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori, in conformità a quanto previsto dal Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche, compete agli amministratori della Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n° 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "INVEST REAL SECURITY" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013.

Milano, 4 marzo 2014

Mazars S.p.A.

Rosanna Vicari
Socio - Revisore Legale



FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

INVEST REAL SECURITY



RENDICONTO DI GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2013

017

INDICE

INFORMAZIONI SOCIETARIE	3
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	4
INFORMAZIONI GENERALI.....	5
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI.....	6
1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO	6
1.1 <i>Quadro macroeconomico</i>	6
1.2 <i>Andamento del mercato immobiliare</i>	8
1.3 <i>Mercato dei fondi immobiliari</i>	14
2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO	15
2.1 ANDAMENTO DELLA GESTIONE	15
2.2 OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI.....	16
2.3 EVENTI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO	18
RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2013	19
SITUAZIONE PATRIMONIALE	19
SEZIONE REDDITUALE.....	21
NOTA INTEGRATIVA.....	23
PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	23
PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	26
<i>Sezione I – Criteri di valutazione</i>	26
<i>Sezione II – Le attività</i>	27
<i>Sezione III – Le passività</i>	34
<i>Sezione IV – Il valore complessivo netto</i>	37
<i>Sezione V – Altri dati patrimoniali</i>	38
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	39
<i>Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari (esclusi interessi)</i>	39
<i>Sezione II – Beni immobili</i>	40
<i>Sezione III – Crediti</i>	40
<i>Sezione IV – Depositi bancari</i>	40
<i>Sezione V – Altri beni</i>	40
<i>Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari</i>	40
<i>Sezione VII – Oneri di gestione</i>	41
<i>Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri</i>	42
<i>Sezione IX – Imposte</i>	43
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI	44

INFORMAZIONI SOCIETARIE

Società di Gestione

Beni Stabili Gestioni S.p.A. – Società di Gestione del Risparmio
Iscrizione n.71 all'Albo di cui all'articolo 35, primo comma, del Decreto Legislativo 58/98
Sede legale e uffici: via Piemonte 38 – 00187 Roma
Tel. 06 36222.1 – Fax 06 36222233
Capitale sociale 16.820.000 i.v.
Partita IVA e Registro Imprese di Roma 05571911006
Gruppo Beni Stabili

Consiglio di Amministrazione

<i>Presidente</i>	Ing. Aldo Mazzocco
<i>Amm. Delegato</i>	Arch. Anna Pasquali
<i>Vice Presidente</i>	Dott. Carlo Napoleoni
	Dott. Massimo Lapucci
	Arch. Claudio Sposito
	Avv. Stefano Vittori
	Ing. Carlo M. G. Masseroli

Collegio Sindacale

<i>Presidente</i>	Dott. Giovanni Naccarato
<i>Sindaci effettivi</i>	Dott. Gianluca Pivato
	Dott. Mauro Pastore
<i>Sindaci supplenti</i>	Dott. Lucio Bevilacqua
	Dott. Francesco Longo

Società di Revisione

Mazars S.p.A.

Dati identificativi del Fondo

Il Fondo Invest Real Security è un fondo immobiliare comune di investimento quotato in Italia. Il Fondo è destinato ad investitori retail ed è quotato sul mercato telematico.

Tipologia	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
Data avvio operatività del Fondo	29 settembre 2003
Scadenza del Fondo	31 dicembre 2016 - periodo di grazia di 3 anni dal 31 dicembre 2013
Tipologia patrimonio immobiliare	Immobili con varia destinazione , prevalentemente di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
Banca Depositaria	ICCREA Banca S.p.A.
Esperto Indipendente	DTZ Italia S.p.A.
Società di revisione	Mazars S.p.A.
Fiscalità	Fiscalità prevista per tali strumenti finanziari, come da D.L. 351/2001 del 25 settembre 2001, convertito con modificazioni dalla Legge n. 410/2001, e successive modifiche, da D.L. 112/2008 e da D.L. 78/2010 convertito con modificazioni dalla Legge n. 122/2010 e dal D.L. 70/2011 convertito con modificazioni dalla Legge n. 106/2011.
Valore del Fondo al collocamento	Euro 141.000.000
Numero di quote collocate	56.400
Valore nominale originario delle quote Valore nominale delle quote al 31 dicembre 2013	Euro 2.500 Euro 2.475
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2013	Euro 119.584.876
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2013	Euro 2.120,299
Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2013	Euro 134.500.000
Quotazione	MIV, Segmento Fondi Chiusi, Borsa Italiana

INFORMAZIONI GENERALI

Il presente rendiconto, redatto in osservanza al principio di chiarezza e precisione, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria al 31 dicembre 2013 e l'andamento economico dell'esercizio chiuso a tale data per il Fondo comune di investimento immobiliare chiuso *Invest Real Security*, ed è composto, in osservanza a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dal Decreto del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, n. 228 del 24 maggio 1999 e dalle direttive impartite dalla Banca d'Italia con il provvedimento del 8 maggio 2012 e successive modifiche, dai seguenti documenti:

- 1) Situazione patrimoniale
- 2) Sezione reddituale
- 3) Nota Integrativa.

Il rendiconto è corredato dalla Relazione degli Amministratori della Beni Stabili Gestioni S.p.A. – Società di Gestione del Risparmio, quale Responsabile dell'attività gestoria di *Invest Real Security*.

La Nota integrativa forma parte integrante del rendiconto. Essa fornisce informazioni più dettagliate sui dati contabili delle sezioni patrimoniale e reddituale ed ulteriori notizie al pubblico, rispetto a quelle ricavabili dagli schemi di bilancio, in quanto ritenute necessarie ad esprimere in modo chiaro, veritiero e corretto i dati esposti nel rendiconto d'esercizio.

La nota è ripartita in parti e sezioni, che illustrano singoli aspetti della gestione, in funzione dell'operatività svolta da *Invest Real Security* ed è corredata di allegati che ne costituiscono parte integrante, incluso il prospetto dei flussi di cassa.

Il rendiconto è redatto in unità di Euro, salvo dove specificato diversamente.

Il rendiconto al 31 Dicembre 2013 è oggetto di revisione legale da parte della Società Mazars S.p.A.

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1.1 Quadro macroeconomico

Secondo l'analisi del quadro macroeconomico mondiale condotta da Banca d'Italia (Bollettino Economico n. 1 di gennaio 2014), l'espansione dell'attività economica globale prosegue, ma risente di una perdita di slancio delle economie emergenti. Le previsioni di crescita sono state riviste al ribasso dagli organismi internazionali, anche se negli ultimi mesi sembra essersi arrestato il rallentamento dell'economia cinese. Negli Stati Uniti vi sono segnali di rafforzamento dell'economia, cui contribuisce anche una minore incertezza sulla politica di bilancio. Secondo le più recenti stime, la crescita mondiale, dopo essere scesa nel 2013, nell'anno in corso segnerebbe un recupero, sostenuta dalle esportazioni, dall'accelerazione del commercio e da un temporaneo incremento dei consumi, soprattutto di beni durevoli. Anche nelle principali economie emergenti, con l'eccezione del Brasile, la dinamica del prodotto si rafforzerebbe rispetto al 2013, anche se continua a mostrare andamenti differenziati; da rilevare, infine, come sia in corso un deflusso dei capitali dai mercati emergenti, innescati dal rallentamento della espansione monetaria negli Stati Uniti.

Area Euro

Nell'area dell'euro una modesta ripresa si è avviata, ma resta fragile. Il PIL ha segnato nel terzo trimestre del 2013 un lieve rialzo, tuttavia inferiore a quello del periodo precedente. La ripresa dell'attività sarebbe proseguita nel quarto trimestre e si prefigura una moderata espansione nei prossimi mesi. Nel bimestre ottobre-novembre le vendite al dettaglio dell'area sono rimaste stazionarie. I dati più recenti confermano un andamento positivo delle vendite all'estero. Negli ultimi tre mesi le esportazioni di soli beni dell'area euro sono lievemente aumentate rispetto ai tre mesi precedenti e le prospettive a breve termine rimangono favorevoli.

L'inflazione nei mesi autunnali è scesa ulteriormente e ha raggiunto i valori minimi degli ultimi quattro anni. Alla luce delle prospettive di un prolungato periodo di bassa inflazione e della debolezza dell'attività economica, in novembre il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e in gennaio ha ribadito con fermezza che prevede di mantenere i tassi ufficiali ai livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo prolungato di tempo. Si prevede che le condizioni sui mercati finanziari europei, migliorate in questi ultimi trimestri, si mantengano positive.

Prosegue il processo di costruzione dell'Unione bancaria: in novembre la BCE e le autorità di vigilanza nazionali hanno dato avvio a un esame approfondito dei bilanci e del profilo di rischio degli intermediari che saranno vigilati direttamente dalla BCE, in modo da attenuare la frammentazione dei mercati finanziari e apportare benefici al sistema bancario e al credito nell'intera area Euro, accrescendo la trasparenza dei bilanci e riducendo l'incertezza sulla qualità degli attivi. Lo scorso 18 dicembre il Consiglio dei ministri economici e finanziari ha trovato un accordo di compromesso sulle caratteristiche di un meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie; il Consiglio della UE ha chiesto che sia approvato entro la fine dell'attuale legislatura del Parlamento europeo, nel prossimo maggio. Un efficace meccanismo unico di risoluzione rappresenta una tappa essenziale verso il completamento dell'Unione bancaria.

Italia

Nei mesi più recenti sono emersi segnali coerenti di una moderata crescita dell'attività economica. La fase recessiva sembrerebbe essersi arrestata ed è aumentato il clima di fiducia. Non emergono però ancora segnali evidenti e stabili di un'inversione ciclica.

Prodotto Interno Lordo – La prolungata caduta del PIL italiano si è arrestata nel terzo trimestre del 2013, concludendo l'anno con una riduzione pari a circa l'1,8%. Alla perdurante debolezza della domanda interna, che risente della fragilità del mercato del lavoro e dell'andamento debole del reddito disponibile, si contrappone un quadro dell'attività industriale più positivo. La produzione industriale, diminuita quasi senza interruzioni dall'estate del 2011, sarebbe aumentata nel quarto trimestre 2013, sospinta soprattutto dalla domanda estera. Secondo gli indicatori qualitativi è verosimile un'espansione della produzione anche nei prossimi mesi del 2014. In dicembre la fiducia delle imprese è ulteriormente aumentata, sia pure in misura contenuta, collocandosi sui livelli osservati all'inizio del 2011.

I segnali di stabilizzazione e recupero dell'attività produttiva restano comunque molto diversificati; non si sono ancora estesi a tutte le aree del Paese e a tutti i settori di attività economica. Il quadro congiunturale è ancora molto diverso a seconda delle categorie di imprese e della localizzazione geografica. Al miglioramento delle prospettive delle imprese industriali di maggiore dimensione e di quelle più orientate verso i mercati esteri, si contrappone un quadro ancora sfavorevole per le aziende più piccole, per quelle del settore dei servizi e per quelle meridionali. In presenza di una ripresa ancora largamente trainata dalle esportazioni e di una domanda interna, in particolare per consumi, ancora debole, le prospettive restano fragili per le imprese di minore dimensione e per quelle che producono per il mercato interno.

Inflazione - Nel corso del 2013 il calo dell'inflazione al consumo, osservato in Italia dalla metà del 2012, è proseguito in misura più accentuata di quanto ipotizzato dagli operatori di mercato e istituzionali, scendendo allo 0,7% in dicembre. L'impatto dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA, introdotto lo scorso ottobre, è stato limitato. La debolezza della domanda ha contenuto i prezzi fissati dalle imprese in misura più accentuata che in passato.

Occupazione - Nonostante i primi segnali di stabilizzazione dell'occupazione e di aumento delle ore lavorate, le condizioni del mercato del lavoro restano difficili. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 12,3% per cento nel terzo trimestre e sarebbe ulteriormente salito al 12,6% nel bimestre ottobre-novembre. Il tasso di disoccupazione giovanile (relativo alla classe di età tra i 15 e i 24 anni) è salito ancora, raggiungendo il 40,1% nel terzo trimestre, dal 38,9 nel secondo.

Esportazioni - Le esportazioni di beni e servizi hanno mostrato un trend positivo in crescita, beneficiando dell'accelerazione del commercio internazionale. Le importazioni sono tornate ad aumentare dopo una flessione durata dieci trimestri consecutivi. La crescita ha avuto un ritmo lievemente inferiore a quello del commercio mondiale, dovuta al ristagno delle importazioni nei paesi dell'area dell'euro, che sono molto più rilevanti per le vendite dell'Italia di quanto non lo siano per gli scambi globali.

Mercati finanziari - La stabilizzazione del quadro interno e il consolidamento delle prospettive di crescita nell'area dell'euro hanno contribuito al miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari italiani. In settembre, con l'aumento dell'incertezza politica, il differenziale di rendimento con i titoli tedeschi è temporaneamente aumentato, per poi tornare a scendere attestandosi a circa 207 punti base.

Condizioni del credito - Le condizioni di accesso al credito sono ancora tese. Si accentua la contrazione, che risente della debolezza del quadro congiunturale. L'andamento dei prestiti alle imprese non ha ancora beneficiato del miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari e continua a risentire sia della debolezza della domanda, sia dei criteri di offerta ancora restrittivi, in particolare verso i segmenti più rischiosi della clientela. Il calo dei prestiti erogati è stato in generale più pronunciato nei confronti delle aziende che impiegano in minor numero di addetti. Su base annua, i prestiti al settore privato si sono ridotti rispettivamente dell'8,4% alle imprese e del 2,1% alle famiglie. Di contro il costo medio dei nuovi prestiti è lievemente diminuito, ma continua a risentire della bassa qualità del credito e comunque resta al di sopra di quello medio dell'area dell'euro, anche se il differenziale tra il tasso applicato sui nuovi finanziamenti alle imprese concessi in Italia e il corrispondente dato per l'area dell'euro è diminuito di 20 punti base, portandosi a 70. Anche il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie è lievemente diminuito, al 3,5%. Nel terzo trimestre del 2013 il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti, ha smesso di crescere per la prima volta dal secondo trimestre del 2011, attestandosi al 2,9%. Un tema molto attuale, che investe vari istituti di credito, è quello delle sofferenze bancarie (quasi 150 miliardi la stima di ABI a novembre 2013) e la possibilità di creare delle società ad hoc in cui apportare crediti problematici, per una gestione dedicata e specialistica che ne faccia emergere valore e crei maggiore efficienza e efficacia nel recupero ed accelera il processo di cessione. In tal modo si libererebbe capitale (se i crediti sono coperti adeguatamente) e liquidità per nuovi prestiti.

Debiti delle Amministrazioni Pubbliche - Nel 2013 il fabbisogno del settore statale è fortemente aumentato, risentendo di vari fattori straordinari, come il pagamento dei debiti pregressi delle Amministrazioni pubbliche. Sulla base dei dati disponibili, si può valutare che l'indebitamento netto per IL 2013 sia rimasto in prossimità della soglia del 3% del PIL. Nei sondaggi di Banca d'Italia circa un terzo delle imprese, che vantano crediti commerciali pregressi nei confronti delle Amministrazioni pubbliche, riferisce di aver ricevuto pagamenti di importo non trascurabile e dichiara l'intenzione di destinare le somme a ridurre passività con fornitori e dipendenti, a diminuire l'indebitamento bancario e a finanziare nuovi investimenti. Il pagamento dei debiti commerciali sembra essersi associato a un miglioramento delle prospettive delle imprese che li hanno ricevuti.

Prospettive di crescita - Le proiezioni sull'economia italiana per il prossimo biennio 2014-2015 prefiguravano un punto di svolta dell'attività a partire dalla fine del 2013 e sono basate sull'ipotesi di un moderato rafforzamento degli scambi internazionali nei prossimi trimestri, indotto dal consolidamento della ripresa nelle economie avanzate e dall'accelerazione del prodotto in quelle emergenti. Quest'anno si registrerebbe una moderata ripresa dell'attività economica, che accelererebbe, sia pur in misura contenuta, l'anno prossimo. Il PIL, dopo essersi ridotto nel 2013, crescerebbe moderatamente quest'anno (in media dello 0,7%) accelerando poi all'1,0% l'anno successivo. Resterebbero distese anche le condizioni sui mercati finanziari; i rendimenti dei BTP decennali si manterrebbero sostanzialmente invariati nel 2014; il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e tedeschi a dieci anni resterebbe stabile attorno ai 200 punti base.

Il miglioramento dell'economia si trasmetterebbe con i consueti ritardi alle condizioni del mercato del lavoro: l'occupazione potrebbe tornare a espandersi solo nel 2015. Le previsioni dell'inflazione al consumo per il biennio sono state riviste al ribasso, poco sopra l'1% per il 2014 e attorno all'1,4% per il prossimo anno. Anche i prezzi interni crescerebbero a un ritmo contenuto. Se le condizioni di accesso al credito rimanessero restrittive più a lungo di quanto prefigurato o se i pagamenti dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche registrassero differimenti, la ripresa degli investimenti sarebbe ritardata. Il riaccendersi di timori sulla determinazione delle autorità nazionali nel perseguire il consolidamento delle finanze pubbliche e nell'attuare le riforme strutturali, o di quelle europee nel proseguire nella riforma della governance dell'Unione, potrebbe riflettersi sfavorevolmente sui tassi di interesse a lungo termine. Il rischio di una deflazione generalizzata resta nel complesso modesto, ma il calo dell'inflazione potrebbe essere più accentuato e persistente di quanto prefigurato, specie se la debolezza della domanda si riflettesse sulle aspettative.

1.2 Andamento del mercato immobiliare

Andamento del mercato immobiliare in Europa

Nell'ultimo trimestre dell'anno si è assistito ad una forte accelerata degli investimenti Europei con un incremento del 45% sul trimestre precedente, che ha portato il volume totale del 2013 a 154 miliardi di euro, il livello più elevato dal 2007. A tale risultato ha contribuito in misura determinante l'attività sul mercato londinese, ormai nella fase di ripresa da oltre un anno, ma la crescita ha riguardato anche i mercati più colpiti dalla crisi: Spagna, Italia, Irlanda e Portogallo che nell'ultimo trimestre hanno più che raddoppiato i volumi rispetto allo stesso periodo del 2012.

Malgrado una generalizzata incertezza politica ed economica in area EMEA gli investitori sono alla ricerca di opportunità, in particolare nei mercati secondari, con focus su asset da rivalutare e riposizionare, che richiedono capitali e progetti in grado di portarli a un livello superiore di qualità. Si guarda con ottimismo al 2014, evidenziando una diffusa propensione all'investimento da parte dei diversi operatori, grazie al maggiore interesse per gli asset real estate, alla ritrovata fiducia nel mercato a livello globale e alla maggiore tolleranza del rischio. Il settore degli uffici del CBD si conferma la categoria preferita di asset immobiliare (60%), seguiti dai prodotti residenziali (37%). Il settore residenziale è già oggetto di grande attenzione da parte di diversi investitori dell'Europa occidentale, grazie senza dubbio al positivo repricing avvenuto in alcuni paesi. Gli investitori cercheranno di trovare opportunità profittevoli, per cui i criteri d'investimento dovranno necessariamente essere più flessibili e aumenterà la competizione nella ricerca di opportunità di maggiore qualità.

Andamento del mercato immobiliare in Italia

Secondo le aspettative degli operatori immobiliari il mercato del "mattone" seguirà l'andamento che gli economisti prevedono per l'andamento del PIL del Paese: il relativo peggioramento nel breve periodo (secondo il 41,9% degli intervistati) è ribilanciato (secondo il 70,0% del campione) da aspettative di stabilità tendente al miglioramento per il prossimo biennio. Le previsioni cautamente ottimistiche per il biennio 2014-2015 fornite dalle principali istituzioni economiche internazionali (BCE, IFM) sono da ritenersi uno dei fattori che hanno portato gli addetti ai lavori del mercato immobiliare a intravedere segnali meno pessimistici per i prossimi due anni, per i quali le aspettative di una raggiunta stabilità e leggero miglioramento del mercato salgono di 6 punti percentuali rispetto alla rilevazione del trimestre scorso.

Dal confronto dei dati emerge che il rilevante e progressivo rallentamento che ha segnato il mercato *real estate* nel corso dell'intero anno 2012, nel quale il numero di transazioni immobiliari ha registrato una decelerazione sempre più intensa, sembra aver perso vigore nel 2013. L'andamento degli investimenti mostra segnali cautamente positivi; in particolare nell'ultimo trimestre del 2013 sono stati investiti 1,8

miliardi di euro nel settore immobiliare, il 70% oltre la media trimestrale degli ultimi 5 anni. Ciò ha portato il volume annuale totale sul valore di 4,8 miliardi di euro, superando di oltre l'80% il picco minimo del 2012, ancora però lontano dai volumi registrati nel 2006 e 2007 (fonte CBRE). È più che raddoppiato rispetto allo scorso anno il capitale straniero investito, che ha rappresentato nel 2013 il 72% del totale, quasi interamente diretto nel settore *retail*. Il 26% di capitali investiti nel settore uffici, invece, è stato prevalentemente determinato dal capitale domestico. La dimensione media delle transazioni nell'anno si attesta intorno a 63 milioni di euro, più del doppio rispetto ai 31 milioni dello scorso anno. Ciò conferma la maggiore propensione ad investire in operazioni di grandi dimensioni da parte degli stranieri e dalla maggiore difficoltà degli investitori domestici ad agire in questo momento di mercato.

L'incremento degli investimenti registrati è stato stimolato da una parte da operatori istituzionali italiani, gran parte dei quali supportati dalle risorse finanziarie messe a disposizione dai fondi pensione, dall'altro da un incremento nell'interesse da parte degli investitori esteri (anche opportunistici) i quali sono alla ricerca di maggiori opportunità di rendimento.

La ripresa del mercato dei capitali in Italia è sicuramente un riflesso del cambiamento avvenuto nel più ampio contesto globale: politiche fortemente espansive delle banche centrali che hanno iniettato capitali nei mercati finanziari e il ridimensionamento nelle aspettative di crescita dei mercati emergenti che ha riportato l'attenzione sui mercati core europei. Questa crescita è stato l'effetto di un ritorno sul mercato italiano di molti operatori internazionali, che dopo anni di assenza quasi totale, hanno fatto investimenti nel Paese per quasi 2 miliardi di euro, e ciò in meno di sei mesi, attirati da un forte incremento delle opportunità a disposizione e soprattutto da un processo di «repricing» che, nel corso del secondo semestre 2013, ha riguardato più o meno tutti i settori e tutte le località. Negli ultimi mesi dell'anno sono state concluse, anche con operatori stranieri, delle transazioni di portafogli immobiliari a prezzi decisamente interessanti e rendimenti medi lordi prossimi al 10%, confermando il carattere opportunistico dell'investimento. Infatti, nonostante la crisi dell'economia italiana, le sensazioni tra gli investitori stranieri sulle prospettive a medio-lungo termine per il nostro Paese sono piuttosto positive. I fondamentali sono considerati buoni, o quantomeno non a rischio, e sicuramente migliori di quelli degli altri Paesi del Sud-Europa. In aggiunta alle considerazioni espresse, molti operatori stranieri ritengono che il livello dei canoni di locazione sia arrivato al punto più basso del ciclo e che è pertanto venuto il momento di investire per chi vuole cogliere in pieno l'up-side potenziale del mercato immobiliare italiano. Un rendimento elevato, da un lato, e canoni di locazione bassi, dall'altro lato, ha creato una combinazione così favorevole da convincere molti investitori stranieri a entrare, o tornare, nel mercato immobiliare italiano.

Osservando la composizione degli investimenti, le asset class più richieste sono quelle del *retail* e dell'alberghiero, mentre nel settore uffici sembra perdurare ancora per un po' il periodo di sofferenza. Gli uffici rappresentano, infatti, il 27% del totale mentre il settore *retail*, con il 46% continua a beneficiare degli ingenti flussi di capitale straniero. Il settore logistico rimane sulla quota del 4%, nonostante stia crescendo l'interesse per portafogli di asset ben localizzati e di qualità.

Permangono, comunque, alcuni ostacoli ad una piena ripresa del mercato, specie per una percezione di scarsa disponibilità di debito per le operazioni immobiliari: si ritiene che l'elevato livello di equity richiesto per completare le operazioni rappresenti uno dei principali ostacoli alla ripresa delle transazioni.

Si prevede che nel 2014 i protagonisti del mercato saranno le Compagnie di Assicurazione, gli Enti Previdenziali e i Fondi Pensione, considerando che già nel 2013 tali soggetti hanno confermato l'interesse per il settore real estate, o investendo direttamente o tramite fondi immobiliari.

Prezzi Generali

Ad oggi la forte flessione del numero di transazioni registrate nel 2012 e nel primo semestre dell'anno in corso ha comportato sull'andamento dei valori immobiliari di vendita effetti più importanti rispetto all'anno precedente. I settori in cui, nel corso del primo semestre 2013, si è registrata una variazione annuale del livello dei prezzi di vendita di intensità maggiore rispetto all'anno precedente sono il settore residenziale e quello direzionale, che riportano rispettivamente un calo semestrale del -2,93% e del -3,26% (fonte *Banca d'Italia*). Il calo evidenziato è la risultante di due forze opposte considerando la localizzazione dei beni immobiliari: dati sostanzialmente stabili o con minima variazione in ribasso sono stati registrati per gli immobili situati in localizzazioni primarie sia a livello macro (Milano e Roma a livello nazionale) sia a livello micro (vicinanza al centro cittadino a livello locale), mentre una perdita di valore più consistente è stata registrata per immobili di non elevata qualità e situati in posizioni decentrate. Focalizzando invece l'attenzione sul rendimento dell'investimento immobiliare e, quindi, sull'andamento dei canoni di locazione, si osserva una generale riduzione in tutti i comparti.

La corrispondenza tra l'andamento dei prezzi di vendita e quello dei canoni di locazione porta a una sostanziale stabilità della redditività lorda dell'investimento nei diversi comparti del mercato immobiliare, dove nel dettaglio si può notare un equilibrio pressoché perfetto nel comparto residenziale e una lieve

discesa negli altri segmenti principalmente riconducibile alla maggior flessibilità nella contrattualizzazione dei canoni di locazione rispetto ai relativi valori di compravendita.

Mercato residenziale

Contrariamente a quanto registrato nel primo trimestre del 2013, il mercato residenziale è quello che, nell'ultima rilevazione effettuata dall'OMI (novembre 2013), ha registrato il minore rallentamento nel numero delle compravendite, con un calo del 5,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La progressiva stabilizzazione della dinamicità del comparto residenziale non è accompagnata da un consolidamento dei prezzi, continuando a registrare quindi una *performance* negativa. L'ultimo dato semestrale disponibile segna una flessione importante – la maggiore negli ultimi tre anni – sia se considerata su base semestrale (-2,9%) sia su base annua (-5,0%). Il dato indicato si riferisce a osservazioni generali e comunque relative a dati aggregati per macro categorie. Fino al 2011, la flessione dei prezzi rifletteva una dinamica a doppia velocità in relazione alla qualità che il singolo immobile presenta in termini di localizzazione, caratteristiche costruttive, fungibilità etc.. Oggi la decrescita dei valori è un carattere comune all'intero mercato, riconducibile ad un eccesso di offerta diffuso in tutte le aree urbane. La differenziazione è nella "velocità" con cui variano i prezzi, ridotta per gli immobili di fascia "alta", i quali hanno minori tempi di permanenza sul mercato, e prolungata per gli *asset* secondari, che non trovano o faticano a trovare compratori e per i quali, pertanto, i valori hanno subito sconti maggiori. Quest'osservazione, che può essere mossa per tutti i comparti dell'immobiliare, in alcuni casi viene disattesa per le modalità intrinseche di utilizzo che ha l'investimento nel settore residenziale, ovvero del suo rispondere al fabbisogno abitativo dell'acquirente. Da registrare, inoltre, come negli ultimi quattro trimestri oltre il 70% delle compravendite si siano concluse con una trattativa che ha raggiunto lo sconto massimo del 10% sul prezzo richiesto dal venditore, segnale questo di un relativo assestamento dei valori di mercato. Anche il mercato delle locazioni risente delle difficili condizioni reddituali delle famiglie e del mercato del lavoro. La crisi sta accrescendo il disagio abitativo, in termini di vulnerabilità economica e di fruizione dei servizi, soprattutto per gli affittuari. Il tema dell'abitare sociale vede una domanda sempre più in crescita, che richiederebbe un rafforzamento, come negli altri Paesi europei, della partecipazione di soggetti pubblici e/o privati per la valorizzazione e l'incremento dell'offerta abitativa in locazione. Si stanno, altresì, proponendo sempre più frequentemente sul mercato nuove formule, come quella del *rent to buy* capaci di rispondere alle nuove esigenze, con il preciso intento di agevolare coloro che sono interessati all'acquisto di un'abitazione e per vari motivi non dispongono, nell'immediato, né di somme importanti da versare come acconto, né di requisiti per l'accensione di un mutuo.

Il quadro appena descritto va completato, infine, con i risultati dell'indagine riportata nel "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia" (Banca d'Italia, ottobre 2013) relativa alle aspettative di breve periodo degli operatori immobiliari del comparto residenziale. Dall'analisi dei dati pubblicati da Banca d'Italia la riduzione delle transazioni potrebbe essere ancora ricondotta alla viscosità dei prezzi di vendita; tuttavia l'incremento di attese di nuovi incarichi di vendita, a cui corrispondono aspettative di ulteriore decrescita dei prezzi, segnala una difficoltà diffusa da parte dei proprietari immobiliari indotta a mettere sul mercato i propri beni anche in una fase congiunturale avversa che fa presagire minori ricavi.

Mercato terziario

Nel 2013 la crisi economica ha continuato a rallentare la domanda e gli spazi assorbiti appaiono ancora in diminuzione; il lieve miglioramento del trend economico ancora non si è riflesso sull'assorbimento di spazi, la cui offerta risulta essere tuttora composta in prevalenza da asset di classe B e C.

Il mercato degli uffici si conferma, comunque, insieme al settore commerciale, il principale mercato di sbocco per gli investimenti nel settore immobiliare e il secondo semestre del 2013 è apparso più positivo rispetto al primo. Il repricing ha interessato anche le zone *prime* mentre gli investitori internazionali sono tornati a guardare al nostro mercato seppur con un'ottica opportunistica e molto selettiva; le transazioni di immobili *prime* possono ancora raggiungere livelli di rendimento in linea con quelli pre-crisi mentre gli immobili non *prime* o sfitti non vengono scambiati o vengono scambiati con rendimenti elevati. Le piazze italiane considerate più interessanti continuano ad essere Milano e Roma che da sole raccolgono il 17% del totale del mercato terziario italiano e il 69% degli investimenti corporate.

Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di *location* e qualità edilizio-architettonica, i cui contratti di locazione hanno già registrato un riallineamento dei valori alle attuali situazioni di mercato. Il mercato delle locazioni presenta una certa dinamicità in quanto mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione; è infatti in aumento il numero delle società che stanno intraprendendo iniziative di ristrutturazione organizzativa concentrando nei propri *headquarters* tutte le funzioni aziendali, comprese quelle prima delocalizzate sul territorio. Si continua a ricercare immobili di grado A: l'efficienza dell'uso degli spazi e dei consumi, insieme alla *location*, è sempre cruciale nelle scelte localizzative. Cambia il modello del *workplace*: si prediligono l'*open space*, il *desk sharing* e le tecnologie più avanzate che permettono di sfruttare in modo

diverso e più intelligente gli spazi di lavoro. Il crescente interesse dei potenziali conduttori per immobili di recente costruzioni con elevate caratteristiche qualitative (classe energetica, funzionalità degli spazi, etc.) principalmente localizzati a Milano e Roma, sta causando un innalzamento del tasso di sfritto di immobili di classe inferiore e con scarsa funzionalità; tasso questo destinato a crescere per gli uffici situati in zone non primarie.

In termini di volume investito, l'attenuazione del decremento su base annua del numero di transazioni rilevata al termine del primo trimestre del 2013, pari al -9,2% aveva portato ad intravedere una stabilizzazione del mercato terziario; stabilizzazione che tarda ad arrivare invece se si considerano i dati registrati nel secondo e terzo trimestre, al termine dei quali la decrescita su base annua del numero delle transazioni ha fatto registrare rispettivamente -10,6% e -11,7%. E' interessante comunque sottolineare una crescita della dimensione media transata: circa il 70% dei *deal* supera i €25 milioni, contro il 30% del 2012. Nel 2013 i prezzi medi, calcolati considerando le principali aree urbane, sono diminuiti del 2% nelle zone di pregio, del 2,4% nel centro, del 3% nel semicentro e del 3,7% in periferia. I canoni hanno subito decrementi medi pari all'1,8% nelle zone di pregio, al 2% in centro, al 2,6% nelle zone semicentrali e al 3,1% in periferia.

Questa ulteriore diminuzione dei valori immobiliari può essere vista come il recepimento da parte del mercato delle decisioni governative in merito all'applicazione dell'IMU, elemento di incertezza che ha caratterizzato il comparto immobiliare negli ultimi dodici mesi. Nel dicembre 2013 inoltre il Legislatore italiano ha introdotto un nuovo elemento di incertezza che coinvolge il particolare segmento di mercato costituito dagli immobili locati alla Pubblica Amministrazione, alla quale è consentito di rescindere unilateralmente dai contratti di locazione in essere entro il 30 giugno 2014 con un preavviso di 6 mesi.

Considerato l'attuale quadro macro-economico e l'andamento di offerta e scambi sul mercato terziario per il 2014 e il 2015 non si prevede una decisa inversione di tendenza per i prezzi medi degli uffici che dovrebbero rimanere stabili nel 2014 per poi tornare a crescere nel 2015 (+3%) in corrispondenza di una più solida ripresa del PIL.

Mercato terziario – Milano

Il mercato immobiliare milanese continua ad evidenziare segnali di debolezza, seppure con qualche segno di miglioramento rispetto alla prima parte del 2013. In particolare il mercato degli uffici prosegue la tendenza alla contrazione dell'attività transattiva mentre l'offerta appare in espansione. L'invarianza dei tempi medi di vendita rappresenta la sintesi della situazione negativa concretizzata in diverse zone della città e dei fattori positivi registrati, invece, nelle zone periferiche maggiormente richieste, dove i tempi medi di vendita si sono contratti. L'introduzione dell'Area C ha penalizzato in parte il mercato del centro: chi cerca uffici in locazione preferisce orientarsi nelle zone limitrofe al centro. La riduzione dei prezzi segnata nel secondo semestre dell'anno rappresenta un fattore fondamentale per la ripresa degli scambi, che si prospetta comunque lenta e graduale.

Milano continua ad essere considerata come la piazza italiana più interessante e da sola raccoglie oltre l'11% del totale del mercato terziario italiano e il 33% degli investimenti corporate. Il volume annuo investito si è attestato a circa € 668 mln, in aumento dell'81% rispetto allo scorso anno. Il capitale investito negli uffici si conferma prevalentemente domestico. Nel 2013 a Milano sono stati assorbiti circa 230.300 mq di spazi ad uso ufficio, pari ad una contrazione del 6% rispetto all'anno precedente. Nel Q4, in particolare, si sono concentrate le cinque operazioni più grandi dell'anno pari ad un incremento del 97% rispetto al trimestre precedente. Per quanto riguarda i canoni, la tendenza al risparmio da parte dei conduttori è ancora all'ordine del giorno: il canone *prime* del CBD si attesa a 480 €/mq/anno, rispetto ai 500 del 2012, soprattutto alla luce del limitato dinamismo in centro storico nel corso del 2013. Tale riduzione ha interessato anche la periferia dove i valori sono passati da 180-210 €/mq/anno a 170-200 €/mq/anno. Al fine di adattarsi alle condizioni di mercato attuali, sia gli investitori istituzionali che i privati, continueranno ad offrire incentivi (rent free, stepped rent e contributo per i lavori di fit-out). Per l'inizio del nuovo anno non si prevede un incremento dei canoni, né una diminuzione della quota di sfritto, che si attesterà attorno a 1,4 milioni di mq (circa il 12% dello stock totale), valore più che raddoppiato negli ultimi 10 anni; questo trend al rialzo dello sfritto è il risultato dell'immissione sul mercato di nuovi immobili ad uso uffici (zona Varesine e Garibaldi per circa 70.000 mq, facenti parte dello sviluppo di Porta Nuova) e dell'abbandono di immobili ormai obsoleti. A questa disponibilità andranno ad aggiungersi circa 150.000 mq di nuovi spazi, per un'offerta complessiva, tra usato e nuovo, che potrebbe sfiorare 1,6 milioni di mq. Entro il 2015 si attende l'immissione sul mercato di circa 350.000 mq di nuovi uffici.

Mercato terziario – Roma

Nel 2013 si è leggermente attenuata la caduta del mercato capitolino; con circa € 542 milioni investiti durante il 2013, il mercato romano degli uffici ha rappresentato il 43% del volume totale investito nel settore direzionale in Italia, in aumento del 29% dal 2012. Considerando tutti i settori, il volume investito nel 2013 nella Capitale ha superato un miliardo di euro, quasi raddoppiando il valore del 2012, e oltre la

metà (54%) ha interessato il settore terziario. Il mercato degli investimenti a Roma continua ad essere dominato da investitori locali.

Rispetto a Milano, Roma è caratterizzata maggiormente dalla carenza di prodotto core in vendita. Si cominciano ad avvertire i segnali di un surplus dell'offerta disponibile soprattutto per quanto riguarda il prodotto di vecchia concezione. Lo stock di uffici di Roma necessita di un rinnovamento per offrire uffici in linea con le tendenze attuali di mercato. Nello specifico si stima che più del 60% degli edifici ad uso terziario della capitale siano classificabili come edifici di classe "B" o inferiore. L'aumento dell'offerta sta accentuando la pressione ribassista sui canoni alla quale si aggiunge un aumento dei periodi di free rent. Rimangono stabili a circa €400/mq/annuo i canoni *prime*. I *prime yield* sono rimasti stabili sul livello del 6,25% lordo. L'assorbimento di uffici a Roma è comunque cresciuto nel 2013, attestandosi a circa 170.000 mq di spazi, quasi il 170% in più rispetto al 2012. In particolare, due locazioni da sole hanno contribuito prevalentemente al risultato degli ultimi tre mesi dell'anno, rappresentando poco meno del 50% dell'assorbimento totale. Tra le locazioni più importanti si segnala quella che ha coinvolto il gruppo Fendi sul Palazzo della Civiltà che sarà destinato ad un mix di funzioni, fra le quali quella direzionale, la nuova direzione generale di BNL su uno spazio di 42.000 mq nei pressi della stazione Tiburtina e la nuova sede della provincia a Europarco. Ancora una volta è la qualità il driver principale della domanda: nel quarto trimestre, il 65% della superficie totale assorbita ha interessato spazi di grado A, percentuale che sale all'80% su base annua, indice che i tenant continuano a preferire soluzioni che combinano qualità e sostenibilità dei canoni. Relativamente alla distribuzione geografica delle aree più dinamiche, le due locazioni registrate nella zona sud di Roma (Fiumicino Corridor e Core-EUR) hanno rappresentato il 45% dell'assorbimento totale. Il vacancy rate si attese sul 8,2% con circa 800.000 mq di spazi sfitti

Mercato retail

Nel corso dell'anno 2013 questo comparto, più di ogni altro all'interno dell'industria immobiliare, è quello che ha fortemente rallentato la contrazione del numero di transazioni. E' il settore che ha visto i volumi quasi decuplicarsi rispetto al 2012: tornano sul mercato le transazioni di *retail* moderno (circa il 60% dei volumi vede coinvolti *shopping centre*, *retail park* e *factory outlet centre*) e di grandi dimensioni (il 35% delle transazioni supera i €100 milioni e vale quasi l'80% dei volumi).

Il volume totale investito nel settore si è attestato a 2,2 miliardi di euro, una crescita del 60% rispetto al 2012, rappresentando il 46% del totale investimenti immobiliari in Italia, indicazione che la preferenza degli investitori è andata sempre più sbilanciandosi verso il commerciale.

Sono soprattutto i grandi investitori stranieri, per i quali il mercato italiano presenta una finestra di opportunità, che nella quasi totalità dei casi in questi ultimi mesi hanno comprato i centri commerciali, a rendimenti da opportunistici (dal 7 al 10%), investendo quasi 2 miliardi di euro, cioè circa il 90% del totale investito nel settore. Ci sono però anche i privati italiani e gli istituzionali italiani che guardano con favore alle high street o alle gallerie commerciali all'interno di complessi di grandi dimensioni.

Pochi sono i progetti commerciali in pipeline, mentre sono in atto numerose operazioni di *revamping* o ristrutturazione di asset in difficoltà. Molti brand internazionali, tra l'altro, vogliono venire in Italia, dove ancora non sono presenti. Il tutto mentre paradossalmente la capacità di spesa degli italiani è calata. Ma la mutazione del mix commerciale e l'emergere di nuove tipologie di prodotto (il bio per esempio, il benessere e il wellness) garantiscono comunque agli asset di qualità e ben posizionati, un continuo flusso di visitatori e un cash flow costante.

E' addirittura cresciuta la domanda per le migliori posizioni nelle vie migliori delle città, soprattutto Milano e Roma. Ciò ha fatto aumentare in modo significativo i canoni *prime*. La situazione rimane invece più critica nelle zone secondarie delle città così come nei centri commerciali secondari, dove il *vacancy* continua a crescere, la domanda è debole ed i proprietari sono sempre più disposti a concedere maggiori incentivi pur di evitare il rischio di avere unità vuote.

I rendimenti *prime* per centri commerciali risultano stabili al 7%-7,25%, mentre quelli per i *retail park prime* e i centri commerciali *good secondary* hanno mostrato un incremento rispettivamente di 50bps e 25bps rispetto al trimestre precedente, attestandosi entrambi intorno a rendimenti dell'8,75%.

Mercato delle RSA

Il mercato immobiliare relativo al settore delle RSA è in costante crescita grazie al continuo incremento della domanda di assistenza socio-sanitaria e soprattutto di residenze extraospedaliere. Negli ultimi anni le strutture per l'assistenza sanitaria sono molto cambiate sia per quanto riguarda le caratteristiche delle strutture edilizie che per gli aspetti di tipo gestionale. Oggi la principale forma di offerta di servizi agli anziani non autosufficienti è rappresentata dalle RSA ma la dotazione di offerta non è omogenea a livello regionale e provinciale. La normativa (D.P.C.M. 22 dicembre 1989; D.L. 21 maggio 2001 n. 308) su cui si fondano le RSA è nazionale ma ogni singola Regione può implementarla in modo autonomo. Il numero di posti letto viene determinato dalle Regioni attraverso programmi triennali e in accordo con le ASL e di conseguenza i fabbisogni di assistenza residenziale dipendono dalla disponibilità dei fondi regionali per

sanità ed assistenza. Negli ultimi anni la Pubblica Amministrazione ha delegato al settore privato la proprietà e la gestione delle strutture mantenendo il controllo sui servizi erogati dalle strutture accreditate. Tutto ciò ha consentito la suddivisione tra proprietà, gestione delle strutture e controllo consentendo l'ingresso dei privati anche attraverso la cessione parziale o totale delle strutture pubbliche. La liberalizzazione ha consentito la nascita di strutture specializzate e polifunzionali e ha portato questo settore immobiliare all'attenzione degli investitori istituzionali.

A giugno 2013 i fondi immobiliari italiani avevano investito l'1,4% del loro patrimonio, pari a 560 milioni di euro, in RSA con un incremento del 45% rispetto all'anno precedente. Secondo l'ultima indagine del Ministero della Salute in Italia sono presenti 6.149 strutture sanitarie residenziali (+7,5% rispetto al 2009), il 19,7% delle quali è localizzato in Lombardia. L'offerta in termini di posti letto è pari a 212.875 (+5,8%). Il 75,4% delle strutture sanitarie residenziali italiane è costituito da residenze private accreditate mentre il 24,6% da pubbliche. Nel 2013 il tasso di occupazione medio delle strutture è pari all'88,5%; prezzi si sono mantenuti mediamente stabili e si aggirano sul range di 1.400-2.700 €/mq e di 60.000-120.000 €/posto letto, mentre i canoni sono decresciuti del 3% per quanto riguarda i canoni al metro quadrato (80-180€/mq) e del 4% per i canoni a posto letto (4.500-8.500€/pl).

Mercato alberghiero

Nel 2012 il volume degli investimenti alberghieri nell'area EMEA aveva registrato un calo del 4% rispetto al 2011, in linea con quelli del mercato immobiliare in generale. Nel 1° semestre del 2013 il volume ha raggiunto circa 5,5 miliardi di euro, in crescita del 38% rispetto al primo semestre del 2012. La crescita più significativa si è registrata nel primo trimestre dell'anno (+45%) ed in misura inferiore nel secondo (+22%). Nella prima metà del 2013 i capitali più consistenti sono arrivati dall'area del Medio Oriente, con un volume di capitali investiti quasi triplicato da 745 milioni nel primo semestre del 2012 a 2,1 miliardi nel primo semestre del 2013 (+282%). Gli investitori principali sono sempre i Fondi Sovrani provenienti dal Qatar e da Abu Dhabi, che hanno continuato ad investire nei principali mercati europei.

Anche in Italia ha ripreso vigore il tema degli investimenti alberghieri, che ha interessato principalmente il settore del lusso o le fasce più economiche, con potenzialità di riqualificazione e valorizzazione. Gli investitori istituzionali più convenzionali continuano a cercare opportunità che offrano rendimenti garantiti. L'origine degli investitori alberghieri in Italia per il 76% proviene dal Medio Oriente, per l'11% dall'Italia e per il 12% dagli USA. Circa il 24% degli investitori è costituito da fondi, il 53% da investitori istituzionali, il 19% da soggetti privati, il 3% da società di private equity. Tra gli investitori attivi dal 2013 in Italia, il gruppo Hotel de Chine Corporation, che ha messo a segno tre accordi: in Piemonte, in Umbria e in Veneto.

Il mercato alberghiero italiano, nonostante le difficoltà legate alla crisi internazionale, non si rassegna all'immobilità ma anzi cerca nuove formule per aumentare l'attrattività da parte dei grandi investitori internazionali, forte dell'appetibilità che l'Italia del turismo continua a esercitare nel mondo. Nel 2014 infatti catene internazionali come le americane Starwood e Hilton, gli spagnoli di NH Hotels e Melià International e la francese Accor prevedono diverse aperture a quattro e cinque stelle a Milano, Roma, Firenze e Venezia così come in Sardegna, Toscana e Sicilia.

Trademark Italia, società di consulenza e marketing per il turismo e l'ospitalità, nell'Osservatorio Italian Hotel Monitor relativo alle performance degli alberghi di 45 città capoluogo rileva per i primi 10 mesi del 2013 una leggera crescita dell'indice di occupazione camere degli alberghi italiani (+0,6%) accompagnata però dal calo del prezzo medio a camera (Average Daily Rate) del -2% che si attesta sui 111 euro.

Secondo i dati di *HVS Global Hospitality Services*, a Milano, nel 2014 si prevede una continua crescita del valore per camera fino a toccare un +12,7% nel 2017 rispetto al 2012, che porterebbe il valore medio a camera intorno a 300.000 euro. Anche a Roma si stima una crescita fino a toccare una maggiorazione pari al 12,6% nel 2017 che porterebbe ad un valore medio di poco inferiore ai 400.000 euro. Roma si classifica al quinto posto in Europa per quanto riguarda il valore a camera, dopo Parigi, Londra, Zurigo e Ginevra.

Mercato industriale

Per quanto riguarda il mercato logistico, i risultati del 2013 riflettono in maniera più marcata rispetto al 2012 il rallentamento dell'economia italiana. L'assorbimento di spazi logistici si è assestato attorno ai 500.000 mq, che rappresenta un calo del 35% rispetto all'anno precedente. I volumi delle transazioni continuano a mostrare una progressiva diminuzione delle compravendite; questa continua erosione del livello di dinamicità di tale segmento ha sicuramente diminuito la propria intensità se confrontata con gli stessi valori riferiti all'anno 2012. Trattasi di una contrazione che si è protratta per ben otto periodi, facendo registrare un calo complessivo per il biennio III trimestre 2011 – III trimestre 2013 del -26,5%. Strettamente connesso alla scarsa dinamicità del segmento è l'andamento dei valori immobiliari, i quali sono essenzialmente stabili sia in termini di prezzi che di rendimenti. Questo è sempre vero per gli immobili di categoria *prime* (definiti tali per caratteristiche costruttive e localizzazione) presenti nei principali nodi della rete di trasporti del Paese (Milano, Piacenza, Bologna, Roma), caratterizzati dalla presenza di immobili ad uso logistico che continuano a offrire rendimenti di mercato stabili, intorno all'8,15%-8,50% (rispetto al

9,25%-9.50% per le location secondarie). A Milano il canone si conferma sul valore di 50 €/mq/anno e a Roma su quello di 55 €/mq/anno. Nelle aree secondarie, che continuano ad essere quelle più frequentemente scelte da chi cerca spazi in locazione, i canoni sono ancora pari a 40 €/mq/anno anche se inizia a vedersi qualche differenza all'interno del gruppo di mercati secondari. Bisogna tuttavia sottolineare come un tale quadro non tiene conto delle aggressive politiche commerciali in termini di free rent che i proprietari di questa tipologia di immobili sono costretti ad accordare per attrarre nuovi conduttori. La crescita in corso del commercio on-line si conferma un driver importante per la futura domanda di spazi logistici; in particolare, questo cambiamento sta spingendo ad una ristrutturazione della supply chain nella distribuzione secondo due driver distinti, i magazzini XXL ed i piccoli centri di distribuzione vicino ai centri urbani.

Alla logistica tradizionale si affianca anche un parco di prodotti minori, in termini di dimensioni, qualità e location, offerto sul mercato in vendita e/o in locazione, costituito da capannoni industriali e artigianali, immobili ad uso industriale, locali adibiti a depositi o magazzini, laboratori. Trattasi per la maggior parte dei cosiddetti distressed asset, provenienti da contratti di leasing risolti, che prima di essere riemessi sul mercato necessitano però di una gestione professionale specializzata in grado di identificare le corrette strategie di commercializzazione.

1.3 Mercato dei fondi immobiliari

Nell'ultimo anno gli strumenti di risparmio gestito nel settore immobiliare hanno confermato la propria validità come forma di investimento. Secondo l'ultimo Rapporto di Scenari Immobiliari, il risparmio gestito in prodotti finanziari a contenuto immobiliare (fondi e Reit) ha vissuto un 2013 positivo, con una **crescita del patrimonio del 9,4%** arrivando a **1.860 mld di euro**. Le prospettive per il 2014 sono di un ulteriore incremento fino a toccare i duemila miliardi di euro, grazie soprattutto al boom di questi strumenti in Asia. In Europa il patrimonio dei fondi immobiliari a fine anno sarà di circa **370 mld di euro, con una crescita del 5,1%**.

Nel nostro Paese, nonostante la doppia crisi immobiliare ed economica, si è registrato un **incremento del patrimonio netto dell'industria dei fondi immobiliari del 3,5%**, ormai in linea con l'andamento europeo.

A fine dicembre è stimato un Nav del sistema pari a 38,3 miliardi di euro per un patrimonio immobiliare di 49,2 miliardi di euro. Tra il 2012 e il 2013 lo strumento fondi immobiliari ha guadagnato molto terreno; se infatti nel 2012 la fetta di operazioni a cui aveva preso parte un fondo immobiliare (come acquirente o venditore) era di circa il 46% sul totale, nel 2013 è salita al 61%. Per il 2014 è previsto il superamento dei 50 miliardi di patrimonio dei fondi immobiliari italiani. Per la prima volta sono presenti anche fondi pubblici e per il social housing, che nei prossimi anni dovrebbero avere un ulteriore sviluppo.

I fondi attivi, cioè i fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento, sono ad oggi n. 372. La chiusura dei fondi c.d. "familiari" è in parte compensata da nuovi fondi, per lo più riservati ad investitori qualificati o istituzionali e a distribuzione di proventi. Sono stati annunciati, dopo alcuni anni, nuovi fondi destinati al pubblico dei risparmiatori. L'offerta di fondi immobiliari è composta dal 90% di fondi riservati e dal 10% di fondi *retail*.

Un tema chiave per il 2014 è quello della scadenza, in tempi relativamente brevi, di molti fondi che potrebbe portare su un debole mercato immobiliare una grande offerta con il rischio di "overdose". Secondo i dati di Banca d'Italia, entro il 2015 saranno posti in liquidazione un elevato numero di *fondi retail*, riversando sul mercato circa 5 miliardi di euro di immobili. Se si considerano anche i fondi riservati a investitori istituzionali, la massa aumenta in modo esponenziale e nel solo anno 2019 sono previsti 4 mld di euro da immettere sul mercato italiano. Nell'attuale fase di congiuntura economica appare evidente come tale eccesso di offerta non potrà essere efficacemente assorbito dal mercato, a meno di incorrere nel rischio di dover procedere a vendite con procedure di quick sale a valori che influenzeranno negativamente il rendimento del fondo e dell'equity investita. In tale contesto, appare evidente la necessità di individuare possibili ulteriori soluzioni operative che agiscano a livello sistemico con l'obiettivo di consentire ai fondi immobiliari di evitare dismissioni dell'attivo a valori di mercato eccessivamente penalizzanti, garantendo al contempo che l'operazione sia svolta con il precipuo e unico scopo di tutelare al meglio l'interesse dei quotisti, evitando l'eccessivo detrimento del valore della quota.

Sono, infatti, allo studio da parte degli organi preposti competenti (categorie di settore, Autorità di vigilanza, Mef) delle proposte a livello normativo e regolamentare finalizzate proprio a tutelare i quotisti e risparmiatori e a salvaguardare, nel contempo, il mercato dei fondi immobiliari. Il tema della gestione della fase di liquidazione dei fondi immobiliari in scadenza richiede "una riflessione di sistema" che coinvolga in modo corale tutti i principali attori, resi consapevoli della gravità della situazione.

2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

2.1 ANDAMENTO DELLA GESTIONE

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2013 ammonta a Euro 119.584.876, corrispondente ad un valore unitario delle quote pari a Euro 2.120,299 (valore unitario al 31 dicembre 2012 pari a Euro 2.226,369) ed ha registrato una performance negativa del 4,76% calcolata, così come indicato da Assogestioni, con il metodo *Dietz modificato*.

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2013, rispetto all'esercizio precedente, ha subito infatti un decremento di Euro 5.982.339 determinato interamente dalla perdita dell'esercizio che è stata significativamente influenzata dalle svalutazioni del patrimonio immobiliare pari a Euro 7.200.000 (Euro 11.300.000). Tali svalutazioni effettuate in base alle stime degli esperti Indipendenti hanno interessato principalmente gli immobili di Andria (BT) e di Bologna (Euro 5.500.000) per gli effetti derivanti dalla rinegoziazione, con decorrenza gennaio 2014, dei contratti di locazione in essere con le controllate (Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l.) che gestiscono i centri commerciali. Le rinegoziazioni contrattuali hanno riflesso infatti le difficoltà che tali società hanno nella gestione dei centri commerciali sia in termini di occupazione degli spazi (principalmente per il centro commerciale di Bologna), sia in termini di riduzione dei canoni di affitto per adeguamento alle difficili condizioni di mercato.

Il risultato dell'esercizio, depurato delle svalutazioni immobiliari, è pari ad un utile di Euro 1.217.661, rispetto ad un utile del precedente esercizio, depurato anch'esso dall'effetto delle svalutazioni immobiliari di Euro 2.979.964. Tale decremento, pari a Euro 1.762.303, è sostanzialmente imputabile a:

- i. minori margini della gestione immobiliare che, senza tener conto dell'effetto delle valutazioni immobiliari, passa da un risultato positivo di Euro 6.380.518 ad un risultato positivo di Euro 4.412.643 (Euro - 1.967.875). Tale decremento è dovuto essenzialmente a minori ricavi di locazione, per il rilascio, nel secondo semestre 2012, dell'immobile di Torino Via Marocchetti, per rinegoziazioni di canoni per i centri commerciali e di Cinisello Balsamo, allineati alle attuali condizioni di mercato e a maggiori spese di manutenzione straordinarie ed oneri condominiali sostenuti prevalentemente sull'immobile di Bologna.
- ii. minori proventi finanziari, che passano da Euro 114.131 a Euro 40.608 (Euro - 73.523) a seguito di minori giacenze medie di liquidità impiegate principalmente per il pagamento delle rate dei mutui ipotecari in conto capitale in scadenza nell'anno 2013;
- iii. una diminuzione del risultato netto degli altri ricavi ed oneri, depurato degli interessi attivi su disponibilità liquide e dei proventi finanziari, che passa da un risultato positivo di Euro 320.737 del 2012 a Euro 61.434 del 2013 (Euro -259.303) dovuto alle maggiori sopravvenienze attive e ai rimborsi assicurativi che hanno caratterizzato l'esercizio precedente.

Tali effetti sono stati parzialmente compensati principalmente da:

- i. minori perdite derivanti dalla svalutazione delle partecipazioni. Il risultato della gestione degli strumenti finanziari non quotati passa infatti da Euro - 416.090 a Euro - 58.262 dell'esercizio 2013 (Euro 357.828). In particolare l'esercizio 2013 ha riflesso la svalutazione della partecipazione in Andria Mongolfiera S.r.l. per Euro 60.824 ed il ripristino di valore della partecipazioni in Minganti S.r.l. per Euro 2.562. Per i criteri di valutazione delle partecipazioni nelle società commerciali unitamente all'andamento di gestione che le ha caratterizzate nell'anno 2013 si fa rinvio alla Nota Integrativa - Attività - II.1 Strumenti finanziari non quotati;
- ii. minori oneri finanziari di competenza dell'esercizio 2013 inclusi gli oneri relativi ai contratti di copertura, che passano da Euro 934.196 a Euro 815.172 per effetto della riduzione dell'indebitamento medio e del tasso di interesse sulla quota di finanziamenti non coperta.

A livello patrimoniale, oltre a quanto sopra riportato con riferimento al patrimonio immobiliare ed alle partecipazioni, si evidenzia una riduzione delle passività a seguito principalmente del rimborso delle quote capitali dei finanziamenti.

In particolare è stato estinto, come da piano di ammortamento, il mutuo stipulato nel 2008 sull'immobile sito a Milano, via Broletto (Euro 852.204), mentre è stato rinegoziato il mutuo, avente a garanzia tale immobile, stipulato nell'ottobre 2009 con scadenza 31 dicembre 2013 e debito residuo pari a Euro 4.211.321. I principali termini dell'accordo di modifica sono di seguito riportati:

- i) proroga della scadenza al 31 dicembre 2016;
- ii) rimborso in un'unica soluzione alla scadenza;
- iii) incremento dello spread di 2 punti percentuali.

INVESTIMENTI, DISINVESTIMENTI E ATTIVITA' DI LOCAZIONE

Il Portafoglio del Fondo è costituito da 6 immobili ubicati ad Andria e Bari, Bologna, Cinisello Balsamo, Milano e Torino. L'uso prevalente di tale portafoglio è il terziario commerciale. In termini di superficie lorda e di valore di mercato, i principali immobili sono i due centri commerciali (Andria e Bologna) concessi in locazione alle controllate che ne curano la gestione.

A causa del perdurare della criticità della situazione di mercato, si sono confermate difficoltà: i) nelle attività di nuove locazioni, dovute principalmente all'instabilità economico-finanziaria del periodo; ii) delle società conduttrici degli immobili del Fondo che si sono tramutate in richieste di riduzione temporanea degli affitti o rilascio spazi.

Le attività di gestione della sgr sono state caratterizzate da un forte presidio, al fine di difendere più possibile i livelli di occupancy.

Contratti di locazione

I centri commerciali di Andria e Minganti, gestiti dalle società partecipate, sono quelli che risentono maggiormente della crisi dovuta ad una contrazione dei consumi. Diversi operatori hanno mostrato segni di sofferenza nella gestione dell'attività commerciale con la conseguenza che le società di gestione si sono trovate ad accettare rinegoziazioni a ribasso dei canoni per tener conto dell'andamento del mercato e consentire la permanenza degli operatori nel centro.

Dall'inizio del 2013 per il centro commerciale di Andria a seguito di tale attività sono stati:

- rinnovati 3 contratti di affitto di ramo d'azienda per un controvalore pari a Euro 115.000;
- rinegoziati 6 contratti d'affitto d'azienda, garantendo la permanenza degli operatori e canoni annui di Euro 419.516;
- stipulati 3 nuovi contratti di affitto di ramo d'azienda per un controvalore pari a Euro 153.630 mentre una disdetta è stata finalizzata per un canone annuo pari a Euro 44.827.

In questa fase di mercato massima attenzione è posta anche al recupero del credito attraverso un costante monitoraggio degli operatori e interventi per negoziare dei piani di rientro. Di fatto nel corso del 2013 sono stati sottoscritti 4 piani di rientro che gli affittuari stanno regolarmente rispettando.

Per il centro commerciale di Minganti l'andamento negativo non ha consentito la permanenza degli operatori in difficoltà con recessi che hanno riguardato anche la media superficie di circa 800 mq, liberatasi ad agosto. Le difficoltà incontrate dalla società di gestione del centro si sono conseguentemente riflesse in una revisione dei canoni di locazione con il Fondo.

In considerazione del trend negativo del centro e della competizione sul territorio a seguito della presenza di centri commerciali aperti negli ultimi anni nello stesso bacino, è stato affidato mandato ad un primario operatore internazionale specializzato nel settore retail, per la definizione di un programma di rilancio del centro con criteri di sostenibilità e di compatibilità con gli obiettivi di dismissione dell'immobile.

Per l'immobile di Rutigliano, è pervenuto recesso contrattuale da parte del conduttore che occupava circa 2.500 mq dell'immobile ed è in fase di definizione la risoluzione contrattuale. Continua l'attività di commercializzazione delle porzioni libere.

Per l'immobile di Cinisello Balsamo, Viale Fulvio Testi 124, nel corso dell'anno sono pervenute due disdette, ma sono stati sottoscritti due nuovi contratti di locazione per un controvalore di Euro 168.500 dei canoni annui a regime. Si è proceduto ad affidare mandato di commercializzazione delle unità sfitte ad una importante società di intermediazione locale.

Disinvestimenti

Il fondo è nella fase di liquidazione e l'attività finalizzata alla dismissione degli asset, in un contesto difficile come quello attuale, è il principale impegno della società di gestione.

Per l'immobile di Milano via Broletto è stato affidato a una importante società di intermediazione mandato di commercializzazione alla vendita. Per l'immobile di Torino Via Marochetti, attualmente libero a seguito del rilascio avvenuto nel 2012, si è proceduto al rinnovo dell'incarico ad una primaria società di intermediazione per la vendita dell'immobile nello stato di fatto. Parallelamente la SGR ha inviato manifestazione di interesse alla vendita dell'immobile rispondendo a un bando di gara pubblicato dall'Università di Torino e si è tutt'ora in attesa degli esiti.

2.2 OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI

Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR, al fine di implementare un sistema di controllo dei rischi adeguato alla propria struttura organizzativa e all'attività da essa svolta, nonché conforme alla normativa vigente, ha elaborato un

proprio modello di gestione dei rischi; la funzione di gestione del rischio, pertanto, provvede alla misurazione, alla gestione ed al controllo dei rischi dei patrimoni gestiti e della SGR.

Il modello di gestione dei rischi include una mappatura dei rischi strategici ed operativi, relativi alle diverse fasi dei processi aziendali ed in particolare di quelli immobiliari, che sono riconducibili alle seguenti categorie:

- mercato;
- finanziari;
- gestione del portafoglio;
- strategici e organizzativi;
- operativi;
- frode;
- *compliance*;
- risorse umane; e
- reputazionali.

In particolare sono stati oggetto di costante monitoraggio le attività tipiche del processo immobiliare:

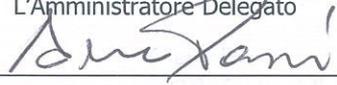
- Operazioni di investimento e disinvestimento: la Società di Gestione ha adottato delle procedure con l'obiettivo di assicurare alle operazioni di acquisto e vendita di immobili controlli e verifiche tali da mitigare i rischi connessi a tali operazioni. Le attività di analisi svolte dai diversi uffici vengono sintetizzate in un documento che viene condiviso con l'Amministratore Delegato e sottoposto all'attenzione del Comitato Esecutivo, ove previsto, e al Consiglio di Amministrazione. Il documento, oltre a descrivere l'operazione in termini economici, finanziari, catastali, urbanistici e dimensionali, riporta i rischi presenti nell'operazione, in particolare relativamente al rischio *tenant*, al rischio immobiliare (relativamente al territorio, alla destinazione d'uso e alla concentrazione del conduttore) nonché eventuali rischi specifici della stessa.
- Valutazioni immobiliari: in tale ambito, gli incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti, i presidi organizzativi e procedurali adottati da Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti medesimi e l'adesione alle linee-guida in materia di valutazione immobiliare emanate da Assogestioni sono illustrate nel Documento di Trasparenza approvato dal Consiglio di Amministrazione del 13 febbraio 2014 e pubblicate sul sito internet della Società, www.bsg-sgr.com nella sezione *Corporate Governance* – Documenti Societari.
- Copertura assicurativa sui beni immobili: sugli immobili del Fondo vengono stipulate polizze assicurative con una primaria compagnia.
- Contratti di locazione: al fine di ridurre il rischio di insolvenza dei conduttori la funzione di gestione del rischio ha implementato una procedura per la valutazione della solidità economico-finanziaria della controparte. In particolare vengono verificati:
 - i. la sostenibilità del canone di locazione;
 - ii. la presenza di eventuali eventi negativi sull'azienda e sui soggetti ad essa collegati;
 - iii. il rischio connesso al settore di appartenenza;
 - iv. il rischio connesso al numero di consultazioni alla banca dati. A tutela del Fondo i contratti di locazione prevedono il rilascio da parte dei conduttori di garanzie (fidejussioni o depositi cauzionali).
- Posizioni creditorie: la Società di Gestione pone particolare attenzione alle tempistiche di incassi dei canoni e dei rimborsi spese da parte dei conduttori, monitorando eventuali ritardi e sollecitando l'incasso tramite contatti telefonici, formali lettere di sollecito e diffide. La funzione di gestione del rischio con periodicità trimestrale analizza con la funzione legale, il fund manager e il *property* amministrativo le posizioni critiche per porre in essere azioni mirate al recupero del credito.
- Oscillazione del tasso di interesse: La società di gestione è solita attuare una politica di copertura del rischio finanziario, in particolare per quello che concerne il rischio tasso. L'obiettivo di questi contratti è quello di minimizzare il rischio di oscillazione dei tassi attraverso la conversione dei tassi variabili dei contratti di finanziamento con contratti a tassi fisso.
In relazione alle caratteristiche del finanziamento e dell'immobile finanziato viene decisa di volta in volta la strategia di copertura, che può riguardare la copertura parziale del finanziamento sia in termini temporali che di ammontare. Attualmente non è in essere alcuna copertura valutando contenuto il rischio tasso.
- Indebitamento: la funzione di gestione del rischio monitora il rispetto dei limiti di indebitamento del Fondo previsti dalla normativa vigente e dal regolamento di gestione del Fondo.

La Società di Gestione, infine, ha adottato una struttura di *Corporate Governance* volta ad assicurare la massima visibilità e trasparenza del processo decisionale. Maggiori informazioni sul modello di *Corporate Governance* adottato dalla società si possono richiedere direttamente alla società oppure attraverso il sito internet www.bsg-sgr.com

2.3 EVENTI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

Non si rilevano eventi di rilievo avvenuti successivamente alla chiusura dell'esercizio.

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato



Roma, lì 13 febbraio 2014



RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2013

SITUAZIONE PATRIMONIALE

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2013		Situazione al 31/12/2012	
	valore complessivo	in perc. dell'attivo	valore complessivo	in perc. dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati	525.788	0,38	522.050	0,36
A1. Partecipazioni di controllo	525.788	0,38	522.050	0,36
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	134.500.000	98,27	141.700.000	97,06
B1. Immobili dati in locazione	134.500.000	98,27	141.700.000	97,06
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	731.620	0,53	1.844.250	1,26
F1. Liquidità disponibile	731.620	0,53	1.844.250	1,26
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	1.107.737	0,81	1.926.247	1,32
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	88.298	0,06	129.344	0,09
G3. Risparmio d'imposta				
G4.1 Crediti vs clienti	1.005.760	0,73	1.733.748	1,19
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso				
G4.3 Altre	13.679	0,01	63.155	0,04
TOTALE ATTIVITA'	136.865.145	100,00	145.992.547	100,00

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY
SITUAZIONE PATRIMONIALE
(Valori in Euro)

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2013	Situazione al 31/12/2012
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	15.198.608	17.588.751
H1. Finanziamenti ipotecari	15.198.608	17.588.751
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITA'	2.081.661	2.836.581
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	1.183.073	1.923.369
M2. Debiti di imposta	31.506	12.755
M3. Ratei e risconti passivi	94.706	104.009
M4. Debiti verso altri	10.000	
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	762.376	796.448
TOTALE PASSIVITA'	17.280.269	20.425.332
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	119.584.876	125.567.215
Numero delle quote in circolazione	56.400,00	56.400,00
Valore unitario delle quote	2.120,299	2.226,369

SEZIONE REDDITUALE

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Rendiconto al 31/12/2013		Rendiconto al 31/12/2012	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI	-58.262		-416.090	
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili / perdite da realizzi				
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-58.262		-416.090	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili / perdite da realizzi				
A2.3 plusvalenze / minusvalenze				
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili / perdite da realizzi				
A3.3 plusvalenze / minusvalenze				
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-125.083		-99.779	
A4.1 di copertura	-125.083		-99.779	
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		-183.345		-515.869
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	-2.787.357		-4.919.482	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	6.443.429		7.953.418	
B2. Utile/perdite da realizzi				
B3. Plusvalenze/minusvalenze	-7.200.000		-11.300.000	
B4. Oneri per le gestione di beni immobili	-1.401.875		-968.692	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Municipale sugli Immobili	-628.911		-604.208	
Risultato gestione beni immobili		-2.787.357		-4.919.482
C. CREDITI				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi / decrementi di valore				
Risultato gestione crediti				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. interessi attivi e proventi assimilati				
E. ALTRI BENI				
E1. proventi				
E2. utili / perdite da realizzi				
E3. plusvalenze / minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		-2.970.702		-5.435.351

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Rendiconto al 31/12/2013		Rendiconto al 31/12/2012	
F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate				
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli				
Risultato lordo della gestione caratteristica		-2.970.702		-5.435.351
H. H. ONERI FINANZIARI	-690.089		-834.417	
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	-612.284		-775.809	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-612.284		-775.809	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. Altri oneri finanziari	-77.805		-58.608	
Risultato netto della gestione caratteristica		-3.660.791		-6.269.768
I. ONERI DI GESTIONE	-2.423.590		-2.485.136	
I1. Provigione di gestione SGR	-2.150.130		-2.257.241	
I2. Commissioni banca depositaria	-62.784		-66.944	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-24.000		-24.000	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-11.380		-10.714	
I5. Altri oneri di gestione	-175.296		-126.237	
L. ALTRI RICAVI E ONERI	102.042		434.868	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	36.150		110.185	
L2. Altri ricavi	151.659		418.567	
L3. Altri oneri	-85.767		-93.884	
Risultato della gestione prima delle imposte		-5.982.339		-8.320.036
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.1 Risparmio di imposta				
M3.1 Altre imposte				
Utile / perdita dell'esercizio		-5.982.339		-8.320.036

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Il Fondo Invest Real Security ha iniziato la propria operatività il 29 settembre 2003 con un valore nominale della quota pari ad Euro 2.500.

Al 31 dicembre 2013 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 139.590.000 (Euro 2.475 per quota). I rimborsi, complessivamente pari a Euro 1.410.000 (Euro 25 pro-quota), sono riepilogati nelle seguenti tabelle:

Valore nominale complessivo delle quote alla sottoscrizione	RIMBORSI		Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi al 31 dicembre 2013
	2011	Totale	
141.000.000	(1.410.000)	(1.410.000)	139.590.000

Valore nominale della quota alla sottoscrizione	RIMBORSI		Valore nominale della quota al netto dei rimborsi al 31 dicembre 2013
	2011	Totale	
2.500	(25)	(25)	2.475

A ciascuna delle 56.400 quote costituenti il patrimonio del Fondo, sono stati assegnati proventi come da schema seguente.

Esercizio di distribuzione	Dividendo unitario distribuito	Dividendi complessivi distribuiti
2005	21,00	1.184.400
2006	55,53	3.131.892
2006	50,00	2.820.000
2007	46,54	2.624.856
2008	167,28	9.434.592
2009	44,33	2.500.212
Totale	1.470,37	21.695.952

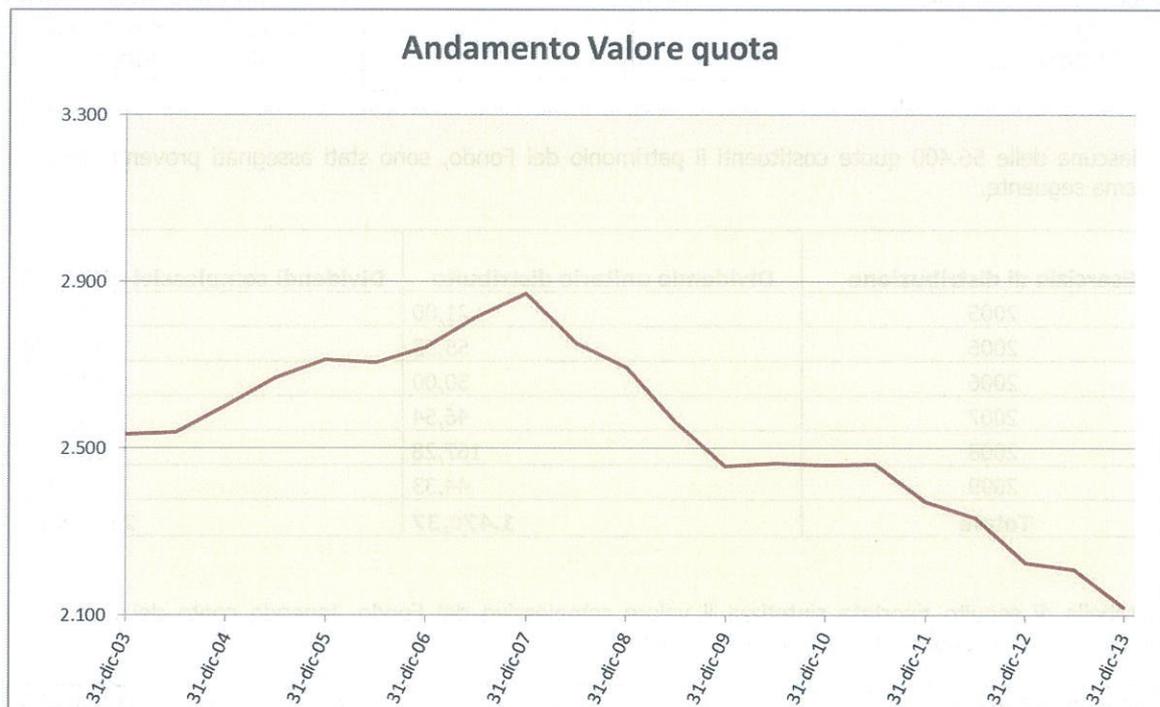
La tabella di seguito riportata sintetizza il valore complessivo del Fondo, tenendo conto dei rimborsi di capitale e dei dividendi distribuiti fino al 31 dicembre 2013.

Valore iniziale del Fondo	(A)	141.000.000
Rimborsi al 31 dicembre 2013	(B)	(1.410.000)
Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi	(A) + (B)	139.590.000
Utili cumulati al 31 dicembre 2012	(C)	7.673.167
Risultato dell'esercizio 2013	(D)	(5.982.339)
Dividendi distribuiti al 31 dicembre 2013	(E)	(21.695.952)
Valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2013	(A) + (B) + (C) + (D) + (E)	119.584.876

Di seguito si evidenzia l'andamento della quota dal collocamento al 31 dicembre 2013, come da rendiconto annuale:

Data rendiconto	N° quote	Valore unitario quote	Valore complessivo quote
29/09/2003	56.400	2.500,000	141.000.000
31/12/2003	56.400	2.532,870	142.853.851
31/12/2004	56.400	2.603,630	146.844.548
31/12/2005	56.400	2.712,540	152.987.524
31/12/2006	56.400	2.742,240	154.662.176
31/12/2007	56.400	2.872,600	162.014.676
31/12/2008	56.400	2.695,160	152.006.934
31/12/2009	56.400	2.459,010	138.688.186
31/12/2010	56.400	2.459,856	138.735.864
31/12/2011	56.400	2.373,887	133.887.252
31/12/2012	56.400	2.226,369	125.567.215
31/12/2013	56.400	2.120,299	119.584.876

L'andamento è rappresentato dal grafico sottostante:



La variazione del valore della quota (-4,76% calcolata con il metodo Dietz modificato) è relativa alla perdita dell'esercizio pari a Euro 5.982.339, con riferimento al quale si rimanda a quanto illustrato al paragrafo "Andamento della Gestione" della Relazione degli Amministratori.

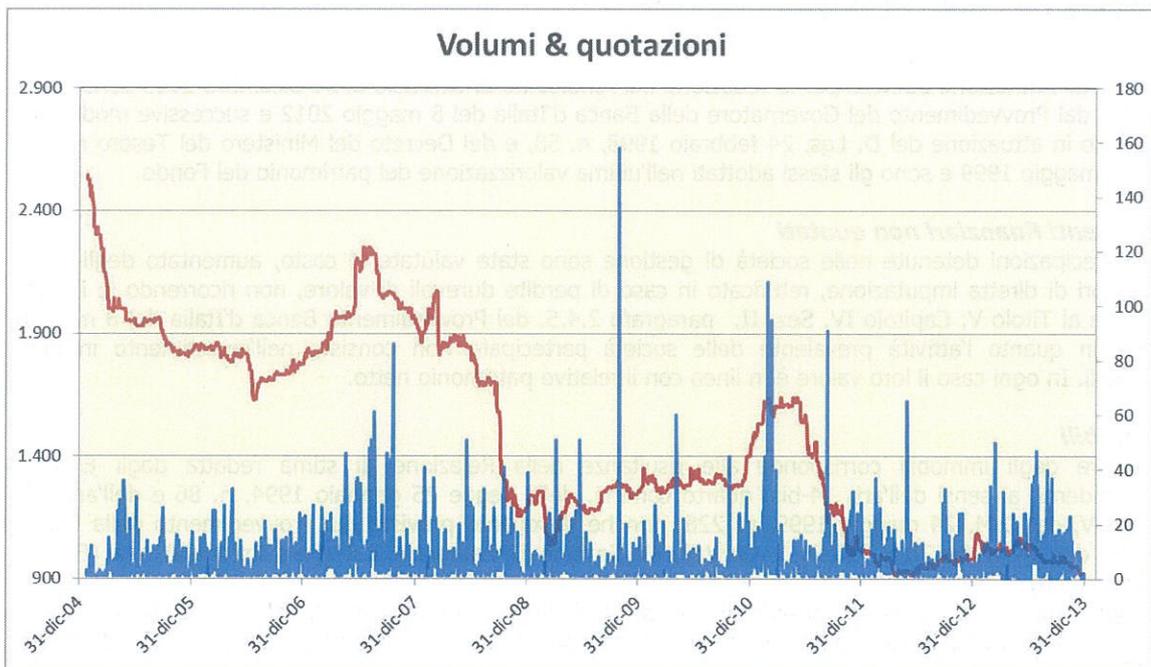
Le quote del Fondo sono negoziate nel mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana a far data dal 24 gennaio 2005.

Le transazioni dell'esercizio 2013 hanno interessato n. 1.920 quote, con una media di 8,65 quote al giorno. La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo pari ad Euro 1.085 il 18 gennaio 2013 e quello minimo di Euro 920,50 dal 18 al 20 dicembre 2013.

La quotazione dell'ultimo giorno di Borsa aperta al 31 dicembre 2013 è stata pari ad Euro 922.



Di seguito viene rappresentato graficamente l'andamento dei volumi e dei prezzi dalla data di collocamento al 31 dicembre 2013:



In generale nel mercato quotato dei Fondi immobiliari i prezzi differiscono in misura rilevante rispetto al NAV. Nello specifico a fine anno le quote scontavano il 56,52% rispetto al NAV al 31 dicembre 2013.

I principali fattori penalizzanti sono:

- il lasso temporale esistente tra il momento dell'investimento e la fase di liquidazione del Fondo, momento in cui si realizzano i margini maturati durante il periodo d'investimento, coincidente con la vendita di gran parte degli immobili acquistati;
- i modesti volumi di scambio e quindi la mancanza di un mercato attivo nel quale possano profittevolmente incontrarsi domanda ed offerta;
- il generale andamento negativo del mercato.

Il grafico seguente mostra il confronto tra l'andamento del valore quota ed i prezzi di quotazione.



PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Sezione I – Criteri di valutazione

I criteri di valutazione adottati per la redazione del rendiconto di esercizio al 31 dicembre 2013 sono quelli stabiliti dal Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 8 maggio 2012 e successive modifiche, emanato in attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e del Decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 e sono gli stessi adottati nell'ultima valorizzazione del patrimonio del Fondo.

Strumenti finanziari non quotati

Le partecipazioni detenute nelle società di gestione sono state valutate al costo, aumentato degli oneri accessori di diretta imputazione, rettificato in caso di perdite durevoli di valore, non ricorrendo le ipotesi previste al Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, paragrafo 2.4.5. del Provvedimento Banca d'Italia del 8 maggio 2012, in quanto l'attività prevalente delle società partecipate non consiste nell'investimento in beni immobili. In ogni caso il loro valore è in linea con il relativo patrimonio netto.

Immobili

Il valore degli immobili corrisponde alle risultanze della Relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti, ai sensi dell'art. 14-bis, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'art. 17, Titolo IV, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché da quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti Indipendenti).

L'Esperto Indipendente, in conformità all'incarico conferitogli, ha effettuato la valutazione dei complessi immobiliari di proprietà del Fondo al fine di determinare il valore dell'intero portafoglio al 31 dicembre 2013.

Per la determinazione del "valore di mercato" degli immobili sono stati adottati i seguenti criteri di valutazione:

- **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**, in base al quale il valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow per un periodo specifico che ci si attende verrà generato dai redditi derivanti dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame;
- **metodo della capitalizzazione**, dove il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili. Il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima;

- **metodo comparativo**, in base al quale il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

I metodi di valutazione di cui sopra sono stati eseguiti singolarmente e combinati l'uno con l'altro secondo quanto reputato necessario rispetto all'immobile osservato. Nello specifico, in conformità all'orientamento ed alla prassi estimativa prevalente riguardo agli immobili da investimento le stime sono state sviluppate utilizzando quale criterio principale il metodo DCF.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, considerando la situazione locativa in essere al momento della stima, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

La valutazione è stata effettuata tenendo conto delle condizioni del mercato immobiliare locale, considerando i dati economici in esso rilevati e adattandoli alle specifiche caratteristiche dell'immobile attraverso opportune elaborazioni statistiche. L'Esperto ha inoltre proceduto ad ispezionare all'interno e all'esterno gli immobili del Fondo, per verificare le condizioni immobiliari intrinseche ed estrinseche.

Così come previsto dal Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia del 8 maggio 2012, nel caso in cui la SGR si discosti dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunica agli stessi le ragioni.

Crediti e altre attività

I crediti e le altre attività sono esposti al valore di presunto realizzo.

Posizione netta di liquidità

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

Debiti ed altre passività

I debiti e le altre passività sono esposti al loro valore nominale.

Ratei e risconti

Sono calcolati secondo il principio della competenza economica e temporale in applicazione del principio di correlazione dei costi e dei ricavi in ragione dell'esercizio.

Costi e ricavi

Sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica e dell'inerenza all'attività svolta dal Fondo.

Sezione II – Le attività

Le attività del Fondo sono così costituite:

Strumenti finanziari

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Nell'esercizio 2006 il Fondo ha costituito due società alle quali sono stati conferiti rispettivamente due rami d'azienda contestualmente alle acquisizioni immobiliari aventi per oggetto due centri commerciali siti rispettivamente in Bologna e in Andria (BT).

Di tali immobili si fornirà dettaglio nella sezione dedicata.

Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
525.788	522.050

Si forniscono di seguito le informazioni relative alle due partecipazioni in portafoglio.

Denominazione e sede della società:

Andria Mongolfiera S.r.l. - con sede legale in Roma Via Piemonte n. 38 - Codice Fiscale: 08847091009

Attività esercitata dalla società:

Nello specifico Andria Mongolfiera S.r.l. svolge la propria attività all'interno del centro commerciale sito in Andria (BT) in Contrada Barba d'Angelo snc: l'immobile è di proprietà della Fondo IRS con il quale è in essere un contratto di locazione ad uso commerciale. La Soc. Andria Mongolfiera, a sua volta, ha sottoscritto contratti di locazione e affitto d'azienda con una pluralità di operatori economici per lo svolgimento di attività di esercizio commerciale, artigianale, di somministrazione di alimenti e bevande e di altre attività di servizio.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	100	100%	362.140	295.844	294.668
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

Nel corso dell'esercizio 2013 il valore di carico di tale partecipazione ha subito la seguente movimentazione:

Saldo al 31/12/2012	294.668
Ripianamento perdite in corso di formazione	62.000
Svalutazioni	- 60.824
Saldo al 31/12/2013	295.844

B) Dati di bilancio dell'emittente Andria Mongolfiera S.r.l.

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio (31/12/2012)	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	1.100.672	1.370.685	2.003.998
2) partecipazioni	155	155	155
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	799.438	1.069.585	1.732.124
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	295.844	294.668	244.174
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
° capitale circolante lordo	822.591	1.066.140	1.066.140
° capitale circolante netto	23.153	-3.445	-3.445
° capitale fisso netto	269.575	296.688	296.688
° posizione finanziaria netta	180.848	196.269	196.269
Dati reddituali	Ultimo esercizio (31/12/2012)	Esercizio precedente	Secondo Esercizio precedente
1) fatturato	1.890.099	2.124.132	2.763.945
2) margine operativo lordo	-193.009	-359.826	-359.652
3) risultato operativo	-220.123	-386.940	-93.470
4) saldo proventi/oneri finanziari	6.501	4.092	11.002
5) saldo proventi/oneri straordinari	104.805	13.342	-4.032
6) risultato prima delle imposte	-108.817	-369.506	-86.500
7) utile (perdita) netto	-60.824	-369.506	-93.692
8) ammortamenti dell'esercizio	-27.114	-27.114	-27.288

Denominazione e sede della società:

Minganti S.r.l. - con sede legale in Roma Via Piemonte n.38 - Codice Fiscale: 05571911006

Attività esercitata dalla società:

Nello specifico la Minganti S.r.l. svolge la propria attività all'interno del centro commerciale sito in Bologna in Via della Liberazione 15. L'immobile è di proprietà del Fondo IRS con il quale è in essere un contratto di locazione ad uso commerciale. La Minganti S.r.l., a sua volta, ha sottoscritto contratti di affitto ramo d'azienda con una pluralità di operatori economici per lo svolgimento di attività di esercizio commerciale, artigianale, di somministrazione di alimenti e bevande e di altre attività di servizio.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	100	100%	210.000	229.944	227.382
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

Nel corso dell'esercizio 2013 il valore di carico di tale partecipazione ha subito la seguente movimentazione:

Saldo al 31/12/2012	227.382
Ripristino di valore	2.562
Saldo al 31/12/2013	229.944

B) Dati di bilancio dell'emittente Minganti S.r.l.

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio (31/12/2013)	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	520.868	664.138	891.422
2) partecipazioni			
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	327.646	436.373	663.769
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	229.944	227.382	227.414
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
° capitale circolante lordo	416.004	548.955	765.837
° capitale circolante netto	88.358	112.582	102.068
° capitale fisso netto	104.166	114.329	124.491
° posizione finanziaria netta	24.122	62.375	153.479
Dati reddituali	Ultimo esercizio (31/12/2013)	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato	273.836	367.844	586.174
2) margine operativo lordo	-78.758	-62.947	-29.927
3) risultato operativo	-88.921	-73.110	-42.132
4) saldo proventi/oneri finanziari	2.595	487	-107
5) saldo proventi/oneri straordinari	51.791	6.592	3.265
6) risultato prima delle imposte	-34.535	-66.031	-38.974
7) utile (perdita) netto	2.563	-66.031	-42.675
8) ammortamenti dell'esercizio	-10.163	-10.163	-12.205

C) Criteri e parametri di valutazione

Le partecipazioni detenute nelle due società sono state valutate al costo, aumentato degli oneri accessori di diretta imputazione e dei costi incrementativi, rettificato in caso di perdite durevoli di valore, non ricorrendo le ipotesi previste al Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, paragrafo 2.4.5. del Provvedimento Banca d'Italia del 8 maggio 2012, in quanto l'attività prevalente delle società partecipate non consiste nell'investimento in beni immobili. Il valore esposto nel rendiconto è comunque allineato a quello dei rispettivi patrimoni netti.

D) Elenco di beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

Le società controllate gestiscono esclusivamente le licenze di vendita inerenti i negozi presenti nei centri commerciali rispettivamente di Andria e Bologna e pertanto non detengono al momento immobili né diritti reali immobiliari.

E) Descrizione delle operazioni

L'operatività delle società sopraindicate è funzionale alla gestione delle licenze dei due centri commerciali in Andria e Bologna. La loro attività tipica è, pertanto, strumentale alla gestione dei due centri e il loro conto economico esprime costi e ricavi tipici di questa attività. La particolare criticità che ha investito le vendite al consumo e principalmente i centri commerciali, ha comportato il riconoscimento da parte del Fondo IRS di uno sconto sul canone di locazione dell'anno 2013 pari ad Euro 415.000 a favore della società Minganti srl e di uno sconto pari a Euro 1.260.000 a favore della Andria Mongolfiera Srl ed una rinegoziazione dei contratti di locazione con decorrenza gennaio 2014 al fine di consentire a tali società di riequilibrare le difficoltà nella gestione dei Centri Commerciali, alla gestione dei centri commerciali, con riferimento alle quali si rimanda a quanto riportato nella relazione sulla gestione.

F) Altre informazioni

Si evidenzia che le società hanno in essere contenziosi fiscali. In particolare:

- i. Andria Mongolfiera S.r.l.: la società, nell'ottobre 2012, ha ricevuto due avvisi di accertamento, relativi alle annualità 2007 e 2008 con richiesta di maggiori imposte dirette per Euro 358.534 oltre sanzioni ed interessi. L'Agenzia delle Entrate ha contestato la legittimità dei contratti di locazione stipulati con il Fondo per la parte in cui prevedono un canone variabile commisurato ai ricavi della Società. Nel corso del 2013 sono state presentate istanze di accertamento con adesione e si è svolto un contraddittorio con l'Ufficio che non ha portato ad alcuna conciliazione. Pertanto, nel mese di marzo, sono stati depositati i ricorsi, con le relative istanze di sospensione cautelare alla Commissione Tributaria Provinciale. Si ritengono fondate le ragioni della Società e non probabile l'insorgere di una passività.
- ii. Minganti S.r.l.: la società, nel maggio del 2013, ha ricevuto un avviso di accertamento relativo dell' annualità 2008 con richiesta di maggiori imposte dirette per Euro 7.943, oltre sanzioni ed interessi.

Ad avviso dell'Ufficio la Società avrebbe indebitamente dedotto i costi di locazione di cui al contratto stipulato con il Fondo IRS corrispondenti alla rinuncia al credito effettuato dal Fondo stesso, al netto degli oneri consortili che Minganti Srl si è accollata per i costi sostenuti dai propri locatari. Avverso tale avviso, in data 29/10/2013, in seguito all'esito negativo del procedimento di mediazione con l'Agenzia delle Entrate, è stato depositato ricorso alla Commissione Tributaria Provinciale e si è in attesa di fissazione dell'udienza. Si ritengono fondate le ragioni della Società e non probabile l'insorgere di una passività.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Il fondo non detiene strumenti finanziari quotati.

II.3 Strumenti finanziari derivati

Non sono presenti in bilancio voci rientranti in questa categoria. Informazioni sui contratti derivati di copertura stipulati dal Fondo sono fornite nella sottosezione III.H "Finanziamenti ricevuti".

II.4. Beni immobili e diritti reali immobiliari

Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
134.500.000	141.700.000

Il valore del patrimonio immobiliare riflette la valutazione espressa dall'Esperto Indipendente e condivisa dal Consiglio di Amministrazione e dal Collegio Sindacale. Tale valutazione è riportata in allegato alla presente nota.

Il saldo al 31 dicembre 2013 si riferisce a:

- un immobile sito a Milano in via Broletto, 16;
- un immobile sito a Cinisello Balsamo (MI) in via Fulvio Testi, 124;
- un immobile sito a Torino in via Marocchetti, 11;
- un immobile sito a Bologna in via della Liberazione, 15;
- un immobile sito a Andria in Contrada Barba d'Angelo snc;
- un immobile sito a Rutigliano (BA) in via Adelfia snc.

L'importo risulta interamente allocato nella sottovoce B1 "Immobili dati in locazione" che può essere dettagliata come segue:

Descrizione	Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
Valore di acquisto originario	174.547.860	174.547.860
Spese accessorie di acquisto	1.837.421	1.837.421
Capitalizzazioni	2.879.963	2.879.963
Totale costo storico	179.265.244	179.265.244
Valutazioni	-44.765.244	-37.565.244
Totale	134.500.000	141.700.000

Le movimentazioni dell'esercizio sono rappresentate esclusivamente dalle svalutazioni effettuate pari ad Euro 7.200.000.

Saldo al 31/12/2012	141.700.000
vendite	0
valutazioni nette	-7.200.000
Saldo al 31/12/2013	134.500.000

Si espongono nelle tabelle seguenti l'elenco dei beni immobili detenuti dal Fondo e la loro redditività.

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO

N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico (€)	Ipotecche (€)	Altre info
					Canone per m2	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
Emilia Romagna											
1	BOLOGNA 212-A11 VIA DELLA LIBERAZIONE 15	COMMERCIALE	2006	14.021 2.840 386 6.423 4.146	158 630 115 133	Affitto Affitto Affitto Affitto	31/03/2018 25/03/2018 31/12/2015 01/01/2022	Impr. Comm.le Impr. Comm.le Impr. Comm.le Impr. Comm.le	51.635.871	4.853.816	
Lombardia											
2	MILANO 212-A01 VIA BROLETTO 16	UFFICI	1961/1968	8.174 7.750 82 224 118	337 441 446 670	Affitto Affitto Affitto Affitto	24/11/2015 31/03/2017 30/09/2017 30/09/2017	Impr. Comm.le Impr. Comm.le Impr. Comm.le Regione	37.469.973	4.211.321	Vinc. L. 1089/39
3	CINISELLO BALSAMO 212-A10 VIALE FULVIO TESTI 124	UFFICI	1990	5.007 1.145 323	97 105	Affitto Affitto	30/09/2018 31/05/2020	Impr. Comm.le Impr. Comm.le	7.610.622		
Piemonte											
4	TORINO 212-A08 VIA C. MAROCCHETTI 11	UFFICI	1968	19.827					18.012.822		
Puglia											
5	ANDRIA 212-A12 CONTRADA BARBA D'ANGELO	COMMERCIALE	1999	12.184 38 12.146	196 239	Affitto Affitto	31/03/2017 15/02/2018	Impr. Comm.le Impr. Comm.le	52.166.855	6.133.471	
6	RUTIGLIANO 212-A13 Via Adelfia snc	LOGISTICA	2007	12.706 2.500	37	Affitto	31/10/2019		12.369.101		
Totali									179.265.244	15.198.608	

Il costo storico include, oltre al valore di acquisto originario, le spese accessorie di acquisto e le capitalizzazioni.

I dati esplicativi relativi alle ipoteche sono riportati nella Sezione V – Altri dati patrimoniali.

INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITÀ DEI BENI IMMOBILI DETENUTI DAL FONDO

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione canoni	Valore dei beni immobili	Locazione non finanziaria (a) canone annuo	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (c=a+b)	% sull'importo totale canoni
Fino 1 anno	46.741.383	3.645.044		3.645.044	45,77
Da oltre 1 a 3 anni	42.001.000	2.614.414		2.614.414	32,83
Da oltre 3 a 5 anni	9.648.586	1.026.474		1.026.474	12,89
Da oltre 5 a 7 anni	1.560.784	127.651		127.651	1,60
Da oltre 7 a 9 anni	7.392.917	550.000		550.000	6,91
Totale beni immobili locati	107.344.670	7.963.582		7.963.582	100,00
Totale beni immobili non locati	27.155.330	0		0	0,00

Gli importi indicati per i canoni rappresentano una proiezione annua degli stessi fino alla scadenza dei relativi contratti di affitto.

Si segnala una variazione negativa dei ricavi di locazione per l'anno 2013 pari a Euro 1.279.450 dovuta essenzialmente al rilascio dell'immobile di Torino Via Marocchetti e per rinegoziazioni di canoni per i centri commerciali e di Cinisello Balsamo, allineati alle attuali condizioni di mercato.

Di seguito la tabella con le evidenze di cespiti disinvestiti dal Fondo (dall'avvio della sua operatività – 29 settembre 2003 - alla data del rendiconto).

Cespiti disinvestiti	Quantità (mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Modena - Via Allegri	1.677	10-dic-04	2.906.712	3.380.000	26-giu-07	3.675.375	0	0	768.663
Trezzo sull'Adda (MI) - Via Giuseppe Mazzini	1.477	10-dic-04	2.355.439	2.940.000	26-giu-07	3.206.500	0	0	851.061
Milano - Via Minerbi	835	10-dic-04	1.904.397	2.010.000	26-giu-07	2.178.000	0	0	273.603
Milano - Via Val di Sole	681	10-dic-04	1.152.662	1.390.000	26-giu-07	1.512.500	0	0	359.838
Nembro (BG) - Via Roma	1.962	10-dic-04	2.906.712	3.330.000	26-giu-07	3.614.875	0	0	708.163
Milano - Via Varesina	532	10-dic-04	701.620	860.000	26-giu-07	937.750	0	0	236.130
Roma - Via Tempio del Cielo 1,3,5	5.979	27-giu-05	9.798.382	12.110.000	23-giu-10	14.772.337	0	0	4.973.955
			21.725.924	26.020.000		29.897.337	0	0	8.171.413

II.5. Crediti

Non sono iscritti crediti in bilancio.

II.6. Depositi bancari

Non sono presenti in bilancio voci rientranti in questa categoria.

II.7. Altri beni

La voce non è valorizzata in bilancio.

II.8. Posizione netta di liquidità

Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
731.620	1.844.250

La voce, interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile", è relativa alla disponibilità liquida in giacenza sul conto corrente bancario acceso presso Iccrea Banca S.p.A. quale banca depositaria del Fondo per l'importo di Euro 731.452 e al conto cambiali presso la BCC che registrava un saldo contabile di Euro 168 alla data del 31 dicembre 2013.

Le liquidità passano da Euro 1.844.250 del 2012 a Euro 731.620 del 2013 con una variazione netta di Euro 1.112.630 con riferimento alla quale si rimanda al prospetto dei flussi di cassa (Allegato 2).

II.9. Altre attività

Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
1.107.737	1.926.247

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
G2	Ratei e risconti attivi	88.298	129.344
G4.1	Crediti verso clienti	1.005.760	1.733.748
G4.3	Altre	13.679	63.155
	- Spese su Mutui	0	33.108
	- Depositi cauzionali da fornitori	3.839	3.840
	- Oneri pluriennali da ammortizzare	9.840	15.049
	- Crediti verso erario per IVA	0	11.158
	TOTALE	1.107.737	1.926.247

Nella voce Ratei e risconti attivi sono presenti ratei per Euro 4.168 relativi alle quote dei canoni attivi di locazione di competenza dell'anno e ad altri ricavi della gestione immobiliare, risconti per Euro 84.130 relativi alle imposte di registro gravanti sui contratti di locazione e di competenza dell'anno successivo per Euro 31.778 e le commissioni sui finanziamenti per l'importo di Euro 52.352 riscontate annualmente fino alla data di scadenza dei relativi contratti di finanziamento.

I crediti verso clienti sono dettagliati come segue:

Descrizione	Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
Crediti verso clienti inquilini al netto degli anticipi	431.322	3.100.378
Cambiali attive	240.000	288.000
Fatture da emettere	2.427.071	51.408
Note di credito da emettere	-1.712.099	-1.300.224
Fondo svalutazione crediti	-380.534	-405.815
Totale	1.005.760	1.733.748

Le fatture da emettere si riferiscono principalmente ai crediti per canoni di locazione verso Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l. rispettivamente per Euro 1.688.514 ed Euro 699.117. A riguardo si evidenzia che a causa delle difficoltà incontrate dalle società partecipate nella gestione dei centri commerciali interessati dalla generale crisi dei consumi, si è ritenuto di applicare per l'anno 2013, una riduzione dei rispettivi canoni di locazione. Tale riduzione, di ammontare complessivamente pari a Euro 1.675.000, è inclusa tra le note di credito da emettere.

Come indicato nella tabella, i crediti verso locatari sono stati prudenzialmente svalutati per tenere conto dei rischi connessi all'incasso degli stessi e delle eventuali attività legali in corso. Le variazioni intervenute nel fondo svalutazione crediti sono indicate nella seguente tabella:

Fondo Svalutazione crediti	Importo
Fondo svalutazione - saldo al 31/12/2012	405.815
Accantonamento dell'esercizio 2013	92.535
Utilizzo dell'esercizio 2013	-117.815
Fondo svalutazione - saldo al 31/12/2013	380.535

Gli oneri pluriennali da ammortizzare rappresentano le quote residue di tali oneri, ripartiti fra i vari esercizi in funzione del periodo di riferimento dei contratti cui si riferiscono.

Sezione III – Le passività

III.H. Finanziamenti ricevuti

Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
15.198.608	17.588.751

La voce, relativa al saldo residuo in conto capitale, è interamente allocata nella sottovoce H1. "Finanziamenti ipotecari", iscritta a seguito dell'erogazione dei finanziamenti da parte degli Istituti bancari Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (importo originario di Euro 27.000.000), Banca Popolare di Milano (importo originario di Euro 29.000.000) e Banca Iccrea S.p.A. in pool con BCC di Roma (importo originario di Euro 8.000.000), ed è correlata agli acquisti effettuati nell'esercizio 2006 degli immobili rispettivamente siti ad Andria e Bologna, nonché all'acquisto dell'immobile di Milano, via Broletto; contestualmente ai mutui è stata iscritta ipoteca sugli immobili a favore dei creditori. A fine esercizio è stato estinto il mutuo ipotecario concesso da Banca Iccrea S.p.A. in pool con BCC di Roma di originari Euro 8.000.000 stipulato nel dicembre 2008, ed è stata invece prorogata al 31 dicembre 2016 la scadenza del mutuo stipulato nell'ottobre 2009 di originari Euro 8.000.000 concesso dagli stessi Istituti bancari.

Di seguito sono riportate le condizioni applicate su tali finanziamenti.

- a) mutuo ipotecario concesso dalla Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (Euro 6.133.470 al 31 dicembre 2013)
 stipulato in data 16 febbraio 2006
 scadenza 10 ottobre 2015
 indicizzato al tasso Euribor a 6 mesi maggiorato di uno spread del 4,50% .
- b) mutuo ipotecario concesso dalla Banca Popolare di Milano (Euro 4.853.816 al 31 dicembre 2013)
 stipulato in data 31 marzo 2006
 scadenza 31 dicembre 2015
 indicizzato al tasso Euribor a 3 mesi maggiorato di uno spread del 3,5%.

c) mutuo ipotecario concesso da Banca Iccrea S.p.A./BCC di Roma (Euro 4.211.321 al 31 dicembre 2013)
 stipulato in data 8 ottobre 2009
 scadenza 31 dicembre 2016
 indicizzato al tasso Euribor 6 mesi maggiorato di uno spread del 4,00%.

Nel corso dell'esercizio sono scadute le operazioni di copertura riportate nella seguente tabella. Si è ritenuto di non procedere a nuove operazioni di copertura in considerazione della breve scadenza dei finanziamenti e degli attuali livelli dei tassi.

Immobile	Nozionale	Controparte	Scadenza	Tasso fisso	Tasso variabile
Milano, via Broletto	885.241,25	Iccrea Banca SpA	31/12/2013	2,418%	Euribor 6M/365
Milano, via Broletto	4.211.321,04	Iccrea Banca SpA	31/12/2013	2,510%	Euribor 6M/365

III.M. Altre passività

Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
2.081.661	2.836.581

La composizione delle altre passività viene di seguito dettagliata:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	1.183.073	1.923.369
M2.	Debiti di imposta	31.506	12.755
M3.	Ratei e risconti passivi	94.706	104.009
M4.	Debiti verso altri	10.000	-
M5.	Debiti per depositi cauzionali su locazioni	762.376	796.448
		2.081.661	2.836.581

Si fornisce di seguito la composizione della voce M1. – Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati:

Descrizione	Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
Debiti verso fornitori al netto degli anticipi e note di credito	152.842	68.433
Fatture da ricevere	565.148	259.713
Ritenute a garanzia sui SAL	37.173	37.173
Debiti per commissioni	427.910	1.558.050
Totale	1.183.073	1.923.369

Di seguito è dettagliata la natura economica dei costi relativi alle fatture da ricevere:

Descrizione	Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
Spese di funzionamento	190.884	49.942
Manutenzioni ordinarie e straordinarie	301.756	112.958
Spese condominiali	8.276	0
Capex fabbricati	28.423	28.423
Prestazioni e consulenze	4.760	8.954
Spese per esperti indipendenti	12.000	14.500
Revisione bilancio	6.549	11.000
Specialist Borsa	12.500	12.500
Spese per servizi	0	13.936
Spese di commercializzazione	0	7.500
Totale	565.148	259.713

I Debiti per commissioni sono relativi ai debiti nei confronti di Beni Stabili Gestioni S.p.a. SGR per le commissioni di gestione.

I Debiti di imposta si riferiscono a debiti verso l'Erario per IVA e ritenute d'acconto operate.

Nella voce Ratei e risconti passivi sono presenti ratei per Euro 70.085 relativi prevalentemente agli interessi passivi sui mutui ipotecari e risconti per Euro 24.621 per fatture emesse per canoni e altri ricavi della gestione immobiliare per le quote di competenza dell'anno 2014.

La voce Debiti verso altri è relativa alle commissioni di agenzia sul finanziamento contratto per l'immobile sito a Milano in via Broletto.

I debiti per depositi cauzionali attivi esposti in bilancio sono comprensivi degli interessi da riconoscere ai locatari, interessi pari ad Euro 19.584.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (29 SETTEMBRE 2003) FINO AL 31 DICEMBRE 2013

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31 dicembre 2013, è risultato pari ad Euro 119.584.876 con una variazione in diminuzione di Euro 5.982.339 rispetto al precedente esercizio come descritto nella seguente tabella.

	Quote Versate	Quote rimborsate	Utili maturati	Utili distribuiti	Totale Complessivo
Saldo al 31/12/2012	141.000.000	-1.410.000	7.673.167	-21.695.952	125.567.215
Nuove sottoscrizioni					0
Rimborso quote					0
Distribuzione dividendi					0
Risultato dell'esercizio			-5.982.339		-5.982.339
Saldo al 31/12/2013	141.000.000	-1.410.000	1.690.828	-21.695.952	119.584.876

Il valore complessivo netto dalla sottoscrizione del Fondo al 31 dicembre 2013 si riassume secondo lo schema della seguente tabella:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	141.000.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	141.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-594.352	-0,42%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	1.720.310	1,22%
B. Risultato complessivo gestione immobili	40.548.231	28,76%
C. Risultato complessivo gestione dei crediti		
D. Interessi attivi proventi assimilati su depositi bancari		
E. Risultato complessivo gestione altri beni		
F. Risultato complessivo gestione cambi		
G. Risultato complessivo altre operazioni di gestione	785.091	0,56%
H. Oneri finanziari complessivi	-11.384.952	-8,07%
I. Oneri di gestione complessivi	-29.018.846	-20,58%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	-185.863	-0,13%
M. Imposte complessive	-178.791	-0,13%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	-1.410.000	-1,00%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-21.695.952	-15,39%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	1.869.619	1,33%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2013	119.584.876	84,81%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	0,13%	

Sezione V – Altri dati patrimoniali

- 1) Alla data del presente rendiconto, il Fondo non ha impegni a fronte di strumenti finanziari derivati e altre operazioni a termine.
- 2) In bilancio sono iscritte attività nette nei confronti delle società partecipate Andria Mongolfiera S.r.l. per Euro 428.514 e Minganti Srl per Euro 330.773 relativamente ai crediti derivanti dalle fatture emesse o da emettere per i canoni di locazione. Inoltre, sono iscritte in bilancio passività nei confronti di Beni Stabili Gestioni S.p.A. – Società di Gestione del Risparmio per Euro 430.692.
- 3) Il Fondo non detiene attività e/o passività denominate in valute diverse dall'euro o beni immobili situati in paesi diversi dall'U.E.M.
- 4) Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.
- 5) Si fornisce di seguito l'ammontare delle garanzie ricevute:

Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
456.647	467.590

Trattasi di fidejussioni rilasciate da alcuni locatari per Euro 384.647 ed effetti attivi a garanzia di una proposta transattiva relativa ad una locazione immobiliare per Euro 72.000.

- 6) Sugli immobili di Andria e Bologna gravano ipoteche iscritte a favore degli Istituti Bancari Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e Banca Popolare di Novara a garanzia dei mutui erogati e rispettivamente ammontanti ad Euro 54.000.000 e Euro 58.000.000. Nel corso del 2008 è stata iscritta ipoteca di Euro 16.000.000 sull'immobile di Via Broletto a Milano a garanzia del mutuo erogato da Iccrea Banca Spa e BCC di Roma, estinto il 31 dicembre 2013, ipoteca ancora gravante sull'immobile per i tempi ordinari necessari alla cancellazione. Nel corso del 2009 è stata iscritta un'ulteriore tranche ipotecaria di Euro 16.000.000 sull'immobile di Milano, Via Broletto che complessivamente ammonta, quindi, a Euro 32.000.000.

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari (esclusi interessi)

Nel corso dell'esercizio il Fondo ha proceduto alla svalutazione della partecipazione in Andria Mongolfiera per Euro 60.824 e al ripristino della partecipazione in Minganti per Euro 2.562.

Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/Perdita da realizza	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plusvalenze / Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. Di controllo			-58.262	
2. Non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR				
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di OICR				

Come già indicato precedentemente, il Fondo non ha in essere al 31 dicembre contratti di swap, detenuti invece nel corso dell'esercizio con finalità di copertura. I differenziali passivi di competenza dell'esercizio 2013 sono riportati nella tabella che segue.

Risultato degli strumenti finanziari derivati				
	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)	
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
Operazioni su tassi di interesse:				
Future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili				
Opzioni su tassi e altri contratti simili				
Swap e altri contratti simili	125.083			
Operazioni su titoli di capitale:				
Future su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili				
Opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili				
Swap e altri contratti simili				
Altre operazioni:				
Future				
Opzioni				
Swap				

Sezione II – Beni immobili

Di seguito viene rappresentato il risultato economico del periodo per i beni immobili che ammonta ad Euro -2.787.357.

Descrizione	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
1. Proventi	0	0	0	0	0
1.1 Canoni di locazione non finanziaria	0	6.208.516	93.109	0	0
1.2 Canoni di locazione finanziaria	0	0	0	0	0
1.3 Altri proventi	0	139.972	1.832	0	0
2 UTILE/PERDITA DA REALIZZI	0	0	0	0	0
2.1 Beni immobili	0	0	0	0	0
2.2 Diritti reali immobiliari	0	0	0	0	0
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE	0	0	0	0	0
3.1 Beni immobili	0	-6.300.000	-900.000	0	0
3.2 Diritti reali immobiliari	0	0	0	0	0
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI (inclusa IMU)	0	-1.907.523	-123.263	0	0
5. AMMORTAMENTI	0	0	0	0	0

Gli oneri per la gestione di beni immobili includono l'Imposta Municipale Unica, pari a Euro 628.911.

Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

Sezione IV – Depositi bancari

Il Fondo non ha investito in depositi bancari.

Sezione V – Altri beni

Il Fondo non ha investito in altri beni diversi da quelli al punto A1 e B1 della sezione patrimoniale.

Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Nel corso dell'esercizio 2013, il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in p.c.t. o di prestito titoli.

La voce interessi passivi su finanziamenti ricevuti è pari ad Euro 612.284.

La voce Altri oneri finanziari, esposta in bilancio per un totale pari ad Euro 77.805, è relativa alle commissioni accessorie collegate ai mutui per Euro 39.488 ed alle spese su mutuo ed oneri pluriennali per le quote di ammortamento dell'anno per un valore complessivo di Euro 38.317.

Sezione VII – Oneri di gestione

VII.1 Costi sostenuti nel periodo

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti			Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR				
	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento
1) Provvigioni di gestione								
* provvigioni di base	2.150	1,75%	1,57%		0	0,00%	0,00%	
* provvigioni di incentivo								
2) TER degli OICR in cui il Fondo investe	0	0,00%			0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	63	0,05%	0,05%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	11	0,01%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	0	0,00%	0,00%		0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	24	0,02%	0,02%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	2.031	1,66%	1,48%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	13	0,01%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	11	0,01%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	151	0,12%			0	0,00%		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER)	4.454	3,63%			0	0,00%		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
di cui:								
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0				0			
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	690			4,54%	0	0,00%		0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
TOTALE SPESE	5.144	4,20%			0	0,00%		

(*) Calcolato come media del periodo

Provvigioni di gestione

La commissione di gestione base SGR è pari all'1,8% annuo, calcolata, come previsto dal regolamento, sul valore complessivo netto del Fondo, rettificato delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni detenute in società immobiliari rispetto al loro valore di acquisizione. Detto compenso viene prelevato dalle disponibilità del Fondo, con cadenza trimestrale, il primo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

Alla SGR spetta, in sede di liquidazione del Fondo, un compenso pari al 20% del risultato eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato nel regolamento del Fondo e pari al 5% annuo.

Compenso della banca depositaria

Per quanto riguarda il compenso per la banca depositaria, è calcolato nella misura dello 0,5‰ annuo, come previsto dal testo regolamentare – sul valore complessivo netto del Fondo – quale risulta dal rendiconto di fine anno precedente – rettificato delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni detenute in società immobiliari rispetto al loro valore di acquisizione. Detto compenso viene prelevato dalle disponibilità del Fondo, con cadenza trimestrale, l'ultimo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

Spese di revisione del Fondo

Il valore esposto si riferisce alla spesa per la revisione contabile del Fondo effettuata dalla società Mazars S.p.A.

Compenso spettante agli Esperti Indipendenti

Il valore esposto si riferisce agli oneri per gli Esperti Indipendenti per le valutazioni semestrali previste dalla vigente normativa.

Oneri per la gestione degli immobili

Viene di seguito dettagliata la composizione della voce 7 della tabella:

Descrizione	2013	2012
Spese condominiali	626.358	556.115
Spese di funzionamento	287.359	159.212
Manutenzioni	307.369	100.341
Assicurazioni	66.178	34.640
Imposte e tasse diverse	4.279	4.964
Imposta di registro	92.041	94.313
Interessi su depositi cauzionali	18.291	19.108
Imposta IMU	628.911	604.208
Totale	2.030.786	1.572.901

Spese legali e giudiziarie

La voce esposta fa riferimento a spese legali sostenute per l'assistenza prestata al Fondo per Euro 12.865.

Spese di pubblicazione del valore della quota

La voce esposta si riferisce ai costi sostenuti per la pubblicazione dei prospetti informativi pari a Euro 11.380.

Altri oneri gravanti sul Fondo

Si indica di seguito la composizione della voce 10 della tabella:

Descrizione	2013	2012
Borsa Italiana	15.246	15.246
Specialist Borsa	25.000	25.000
Altre prestazioni e consulenze	14.258	36.916
Consulenze notarili	-	409
Oneri bancari	326	663
Contributi Consob	4.067	4.287
Svalutazione clienti e perdite su crediti	92.535	18.735
Totale	151.432	101.256

VII.2 Provvigioni di incentivo

Non si sono verificate le condizioni che prevedono le commissioni di incentivo.

Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto:

Voce	Descrizione	2013	2012
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	36.150	110.185
L2.	Altri ricavi		
	- Sopravvenienze attive	138.977	322.632
	- Proventi finanziari diversi	4.458	3.946
	- Rimborsi assicurativi	8.225	91.990
L3.	Altri oneri		
	- Sopravvenienze passive	-85.767	-93.884
	Totale	102.042	434.868

Le sopravvenienze attive sono attribuibili principalmente a crediti svalutati in esercizi precedenti per Euro 77.056 e per Euro 38.588 al ribaltamento sul conduttore degli oneri immobiliari relativi all'esercizio precedente.

I proventi finanziari diversi si riferiscono ad interessi per ritardato pagamento da parte dei conduttori.

Gli altri oneri riguardano sopravvenienze passive prevalentemente per costi di competenza di esercizi precedenti.

Sezione IX – Imposte

Tale voce non risulta movimentata.

Con D.L. n. 1 del 24 gennaio 2012, convertito con modificazioni nella L. n. 27 del 24 marzo 2012, il Legislatore è intervenuto sull'art. 73 del DPR n. 917/1986 ("Testo Unico delle Imposte sui Redditi"), aggiungendo all'elenco dei soggetti passivi Ires anche gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

Tuttavia, l'art. 6 del D.L. 351 del 25 settembre 2001, convertito con modificazioni nella L. n. 410 del 23 novembre 2001, e successive modifiche, disciplina un regime fiscale "speciale" in relazione ai Fondi comuni di investimento immobiliare istituiti ai sensi del D.Lgs. 58 del 24 febbraio 1998 ("Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"). Si tratta dei fondi comuni di investimento dotati delle seguenti caratteristiche:

- presenza di una pluralità di investitori;
- finalità di investire il patrimonio raccolto secondo una predeterminata politica di investimento;
- gestione del fondo svolta dalla SGR nell'interesse dei partecipanti, ma in autonomia da essi.

Solo i fondi immobiliari in possesso dei suddetti requisiti non sono pertanto soggetti alle imposte sui redditi IRES e all'Imposta Regionale sulle Attività Produttive IRAP.

Indipendentemente dalla sussistenza delle suddette caratteristiche, tuttavia, l'intero regime fiscale previsto dal D.L. n. 351/2001 sopra citato si applica, in ogni caso, ai fondi partecipati esclusivamente da investitori "istituzionali" ovvero **fondi immobiliari partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti soggetti:**

- a) Stato o ente pubblico;
- b) Organismi d'investimento collettivo di risparmio;
- c) Forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria;
- d) Imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche;
- e) Intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- f) Soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni, sempreché assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- g) Enti privati residenti in Italia che perseguano esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lett. c-bis) del D.Lgs. n. 153/1999, nonché società residenti in Italia che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche;
- h) Veicoli costituiti in forma societaria o contrattualmente partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle lettere precedenti.

I partecipanti diversi dai soggetti indicati nei precedenti punti, c.d. investitori "non istituzionali", che possiedono **quote di partecipazione in misura superiore al 5% del patrimonio del fondo**, se residenti, subiscono una forma di tassazione con imputazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione. In particolare è previsto che i redditi concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante indipendentemente dalla percezione e proporzionalmente alla quota di partecipazione. Il reddito imputato per trasparenza è determinato escludendo dal risultato di gestione i proventi e gli oneri da valutazione maturati ma non realizzati.

I medesimi redditi se conseguiti da **soggetti non residenti** ed indipendentemente dalla percentuale di partecipazione al fondo, subiscono, al momento della loro corresponsione, l'applicazione della ritenuta a titolo di imposta del 20% ex art. 7, comma 1, del citato D.L. 351/2001 oppure la minore ritenuta convenzionale, se applicabile.

Il regime di "esenzione" senza applicazione della ritenuta, viene mantenuto nei confronti di fondi pensione e OICR esteri, sempreché istituiti in Stati e territori c.d. *white list*, di enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e nei confronti delle Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato (ex art. 7 D.L. 351/2001).

A tale proposito si precisa che il previgente regime di esenzione, applicabile a tutti i proventi percepiti da soggetti residenti in paesi c.d. *white list*, continua ad essere ancora valido con riferimento alle distribuzioni di proventi riferiti a periodi di attività dei fondi chiusi fino al 31 dicembre 2009.

Ciò posto, per i partecipanti che possiedono **quote di partecipazione in misura pari o inferiore al 5%** e per gli investitori "istituzionali" precedentemente elencati continua ad applicarsi il regime di imposizione dei proventi già disciplinato dall'art. 7 del D.L. n. 351/2001.

Si segnala che il Provvedimento A.d.E. del 16 dicembre 2011 ha specificato l'obbligo per la SGR di comunicare, nella propria dichiarazione del sostituto di imposta i dati relativi ai partecipanti, compresi i partecipanti c.d. "istituzionali" di cui ai precedenti punti, che alla data del 31 dicembre di ciascun periodo di imposta, detengono una quota di partecipazione nei fondi immobiliari superiori al 5%, unitamente all'ammontare dei redditi imputati per trasparenza.

Infine, l'art. 19 del DL 201/2011, convertito con modificazioni dalla Legge 214/2011, ha modificato la disciplina dell'**imposta di bollo** dovuta sulle comunicazioni inviate alla clientela relative a prodotti finanziari.

In seguito alla novella legislativa, l'imposta è dovuta a partire dal 2012 anche sulle comunicazioni relative a quote di Organismi Collettivi di Investimento Collettivo del Risparmio. Ai fini dell'applicazione dell'imposta, tali comunicazioni si considerano inviate almeno una volta all'anno, anche in assenza di uno specifico obbligo e indipendentemente dall'effettivo invio o redazione.

L'imposta dovuta per il 2013 è fissata nella misura proporzionale dello 0,15% del *Net Asset Value* al 31/12/2013, con un minimo di euro 34,20.

L'imposta non si applica con riferimento alle comunicazioni relative a prodotti finanziari detenuti da fondi pensione, banche, assicurazioni, intermediari finanziari e altri soggetti individuati dall'art. 1 del D.M. 24 maggio 2012.

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

La società di gestione non ha ricevuto utilità diverse dalle commissioni già descritte.

Non sono stati stipulati prestiti destinati al finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato delle quote del Fondo.

Per quanto concerne le operazioni di copertura tassi di oscillazione si rimanda alla sezione III – Le Passività ed alla sezione V – Altri dati patrimoniali.

In allegato al rendiconto sono forniti i seguenti documenti:

- **Allegato 1:** relazione sul valore di mercato dei beni immobili vincolati al Fondo Invest Real Security alla data del 31 dicembre 2013 redatta dall'Esperto Indipendente DTZ Italia S.p.A.
- **Allegato 2:** prospetto di flussi di cassa

INTRODUZIONE

PER



BENI STABILI GESTIONI S.P.A. S.G.R.
VIA PIEMONTE, 38
00187 ROMA

FONDO IRS

“INVESTMENT REAL SECURITY”

AGGIORNAMENTO VALORI

31 DICEMBRE 2013

31 Dicembre 2013

Privato e Confidenziale

					
10 ANDRIA CONTRADA BARBA D'ANGELO	11 BOLOGNA VIA DELLA LIBERAZIONE	12 CINISELLO BALSAMO VIALE FULVIO TESTI	13 MILANO VIA BROLETTO	14 BARI RUTIGLIANO	15 TORINO VIA MAROCCHETTI

SOMMARIO

1	Introduzione	1
2	Documentazione Esaminata	1
3	Data della Valutazione	2
4	Indipendenza del valutatore ed esclusione di conflitto di interessi	2
5	Scopo della Valutazione	2
6	Base del Valore	2
7	Titolo di Proprietà	2
8	Limiti della presente valutazione	3
9	Caratteristiche del Portafoglio IRS	4
	9.1 Distribuzione Geografica	4
10	Superficie Lorda Portafoglio IRS	5
11	Metodo di Valutazione adottato	6
12	Valore di Mercato Portafoglio IRS al 31 Dicembre 2013	6
13	Confidenzialità e Raccomandazioni	7

Privato e Confidenziale

Dicembre 2013

1 Introduzione

DTZ Italia S.p.A. ha ricevuto da Beni Stabili Gestioni S.p.A. S.G.R. (il Cliente), l'incarico di effettuare la valutazione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare "Investment Real Security" (d'ora in poi IRS), aggiornata al 31 Dicembre 2013.

Per adempiere al mandato, oltre ad informazioni in proprio possesso o disponibili presso fonti accreditate di settore, sono stati utilizzati dati e documenti forniti dal Cliente.

Il Portafoglio IRS è costituito da 6 proprietà ubicate ad Andria, Bologna, Cinisello Balsamo, Milano, Bari e Torino, come schematicamente riportato di seguito:

10	ANDRIA	CONTRADA BARBA D'ANGELO	CENTRO COMMERCIALE
11	BOLOGNA	VIA DELLA LIBERAZIONE	CENTRO COMMERCIALE
12	CINISELLO BALSAMO	VIALE FULVIO TESTI	UFFICIO
13	MILANO	VIA BROLETTO	UFFICIO E COMMERCIALE
14	BARI	RUTIGLIANO	LOGISTICO
15	TORINO	VIA MAROCCHETTI	UFFICIO

Portafoglio IRS – al 31 Dicembre 2013

DTZ Italia S.p.A., per lo svolgimento dell'incarico affidato, ha utilizzato personale interno qualificato per il compito. A tal proposito si comunica che DTZ ITALIA S.p.a. possiede i requisiti di cui al D.M. 228/1999 e che sono intervenuti concretamente nelle valutazioni del Portafoglio IRS i seguenti soggetti:

- Dott. Amos Sormani – Director – Head of Advisory & Valuation Department;
- Arch. Maria Pia Forgione – Associate Director - Advisory & Valuation Department.

2 Documentazione Esaminata

Per adempiere al mandato, oltre ad informazioni in proprio possesso o disponibili presso fonti accreditate di settore, sono stati utilizzati dati e documenti forniti dal Cliente, di seguito brevemente elencati:

- Planimetrie e tavole Catastali, (Tavole Tecniche);
- Schede e Dati Catastali;
- Contratti di locazione;
- *Rent roll* aggiornato al 31.12.2013 con dettaglio di eventuali rinnovi e/o disdette;
- Documentazione Tecnica disponibile (Certificazioni, Manutenzioni impianti..ecc.);
- Inquadramento urbanistico;
- Calcolo IMU;
- Assicurazioni globali fabbricati;
- Eventuali Capex previsti per gli Immobili appartenenti al Fondo.

Nel caso in cui qualsiasi di tali informazioni si verificasse inesatta o non aggiornata alla data di valutazione, i risultati della valutazione potrebbero subire variazioni e andrebbero dunque adeguatamente riesaminati.

3 Data della Valutazione

La valutazione si riferisce al giorno 31 dicembre 2013.

4 Indipendenza del valutatore ed esclusione di conflitto di interessi

Si conferma che la valutazione del Portafoglio IRS è stata svolta in qualità di Esperto Indipendente del Fondo, con il rilascio di dichiarazioni richieste dal Cliente per il possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità, indipendenza ed assenza di conflitti di interesse così come previsto dalla normativa vigente.

5 Scopo della Valutazione

Scopo delle presenti valutazioni è la determinazione del valore di mercato dell'intero Portafoglio IRS, sulla base delle assunzioni speciali di seguito dettagliate.

DTZ Italia S.p.A. in qualità di Esperto Indipendente ha svolto la valutazione del portafoglio immobiliare in oggetto su richiesta del Cliente e secondo i criteri di valutazione ammessi dal Provvedimento di Banca d'Italia del 08 Maggio 2012.

Inoltre DTZ ha effettuato la valutazione anche in conformità dei principi guida RICS in quanto compatibili con il Provvedimento Banca d'Italia del 08 Maggio 2012.

DTZ Italia S.p.A. autorizza il Cliente a riprodurre il presente rapporto, o parte di esso e di riferirne i contenuti a terzi limitatamente agli scopi previsti dalla Legge, ma non accetta nessuna responsabilità nei confronti di terze parti in relazione ai contenuti del presente rapporto di valutazione sia nella sua interezza che per porzioni dello stesso.

6 Base del Valore

DTZ Italia S.p.A. ha effettuato la valutazione degli immobili costituenti il Portafoglio IRS, sulla base del Valore di Mercato¹.

7 Titolo di Proprietà

DTZ Italia S.p.A. non ha effettuato verifiche autonome relative alla posizione giuridica della proprietà. Come richiesto dal Cliente si è assunto, ai fini delle valutazioni, che gli immobili in portafoglio siano di esclusiva e piena proprietà, che non esistano iscrizioni e trascrizioni pregiudizievoli e che non risultino gravami di sorta.

¹ Cfr. *Appendix 1 e Rics, VS 3.2.*

8 Limiti della presente valutazione

Il presente rapporto di valutazione è stato effettuato assumendo altresì i seguenti limiti:

- A supporto della valutazione si è esaminata la documentazione tecnica fornitaci dal Cliente da cui in particolare abbiamo rilevato le informazioni catastali, le consistenze edilizie e la destinazione urbanistica dell'area in esame, senza effettuare alcuna ulteriore specifica verifica;
- Non sono state effettuate verifiche della struttura degli immobili;
- Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente illustrato nelle seguenti pagine;
- Le indicazioni delle indagini di mercato da noi effettuate sul locale mercato immobiliare sono a nostro parere rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione;
Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta propri di alcune delle attività esaminate e tali da modificare, ma non sensibilmente, l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento;
- La nostra valutazione è basata sulle informazioni e sui documenti ricevuti dal Cliente; i dati di locazione sono stati forniti dal Cliente e non sono stati da noi verificati in sede di sopralluogo;
- Il computo delle superfici e tutti i dati relativi alle consistenze sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dal Cliente;
- Si precisa che, in conformità all'incarico affidatoci non abbiamo effettuato alcuna autonoma verifica circa i titoli di proprietà, servitù, vincoli, ipoteche, verifica delle strutture, autorizzazioni relative a concessioni edilizie, condoni, VVFF, Ufficio d'Igiene, né alcuna indagine presso gli enti competenti e che, pertanto, DTZ Italia non si assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia espressa o sottintesa, circa la completezza, veridicità e correttezza delle informazioni ricevute, sia scritte che verbali;
- La valutazione ha presupposto che i beni siano pienamente conformi alle legislazioni vigenti (regolarità edilizia, sicurezza e prevenzione incendi), fatto salvo nei casi espressamente indicati dal Cliente;
- Non sono state considerate le eventuali passività ambientali gravanti sugli Immobili;
Per "passività ambientali" si intende l'insieme dei costi da sostenere sia per evitare danni all'ambiente, sia per sanare situazioni non conformi a quanto prescritto dalle vigenti normative in materia ambientale;
- I valori espressi non comprendono l'IVA.

Si rimanda all' **Appendice 1** per ulteriori dettagli

9 Caratteristiche del Portafoglio IRS

9.1 Distribuzione Geografica

Gli immobili del Portafoglio IRS sono ubicati: a Milano in via Broletto (immobile ad uso uffici), a Cinisello Balsamo, in viale Fulvio Testi (immobile ad uso uffici), a Torino in Via Marocchetti (immobile ad uso uffici), a Bologna in via della Liberazione e Andria in Contrada Barba d'Angelo (centri commerciali) ed infine a Rutigliano (Provincia di Bari, immobile ad uso logistico).

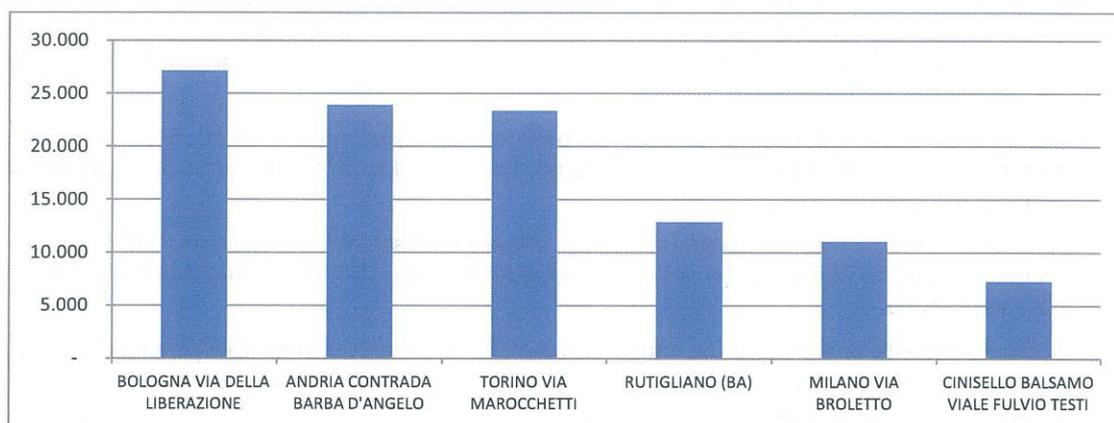


10 Superficie Lorda Portafoglio IRS

La superficie lorda complessiva² del Portafoglio IRS è pari a mq **105.675** come espresso in dettaglio nella tabella sotto riportata.

SUPERFICIE LORDA		
CITTA'	INDIRIZZO	mq
ANDRIA	CONTRADA BARBA D'ANGELO	23.928
BOLOGNA	VIA DELLA LIBERAZIONE	27.164
CINISELLO BALSAMO	VIALE FULVIO TESTI	7.264
MILANO	VIA BROLETTO	11.038
RUTIGLIANO	VIA ADELFA	12.879
TORINO	VIA MAROCCHETTI	23.402
TOTALE		105.675

In termini di superficie lorda, i principali immobili del Portafoglio IRS sono i due centri commerciali ubicati in Via della Liberazione a Bologna (mq. 27.164) e ad Andria in Contrada Barba d'Angelo (mq. 23.928) e l'immobile ad uso terziario ubicato a Torino in Via Marocchetti (mq. 23.402).



² escluse le pertinenze esterne (parcheggi scoperti, aree esterne).

11 Metodo di Valutazione adottato

Al fine di determinare il più probabile valore di mercato, DTZ Italia S.p.A. ha compiuto nel 2013, un sopralluogo negli immobili costituenti il Portafoglio IRS, per sincerarsi della situazione generale, in particolar modo della loro qualità edilizia, del livello di vetustà e dello stato conservativo in cui attualmente essi versano.

Le informazioni relative alla consistenza delle superfici e relative destinazioni d'uso sono state desunte dalla documentazione messa a disposizione dal Cliente.

Tra i metodi di valutazione ammessi dal Provvedimento Banca d'Italia del 08 Maggio 2012, si è ritenuto più congruo utilizzare il metodo:

- *Metodo Reddittuale dei Flussi di Cassa Attualizzati*: basato sull'attualizzazione (per un periodo complessivo di 10 - 15 annualità) dei futuri redditi netti derivanti dalla locazione dell'immobile. Alla fine di tale periodo abbiamo capitalizzato il reddito netto a regime. I flussi di cassa (ricavi-costi) sono stati considerati a moneta corrente.

L'adozione di un approccio reddituale come base della valutazione di immobili / unità commerciali e terziarie risulta una metodologia diffusa e ampiamente riconosciuta nel settore.

Siamo dell'opinione che tale approccio sia il più adeguato per la valutazione degli immobili in oggetto in quanto essi sono beni a reddito.

La scelta di tale approccio è basata sull'assunzione che il valore di mercato dell'unità sia espresso dal valore attuale dei flussi di cassa netti attesi dall'investimento immobiliare, generati dai redditi attesi dalla locazione dell'immobile al netto dei costi necessari a carico della proprietà per la gestione e l'amministrazione dello stesso.

Tali flussi di cassa attesi sono scontati su base annua, assumendo che siano percepiti a metà di ciascuna annualità in quanto rappresenta la migliore modellizzazione dei flussi di cassa derivanti dei contratti di locazione vigenti.

Al termine dell'orizzonte temporale decennale, il flusso di cassa dell'ultimo anno è stato capitalizzato a un tasso di uscita, ottenendo un valore di uscita dall'investimento, da attualizzare anch'esso alla data della valutazione.

Abbiamo assunto una crescita dei canoni di locazione di mercato stimati (ERV) in misura pari al **100%** dell'inflazione annua attesa ed una crescita annua del canone di locazione contrattuale in misura pari al **75%** dell'inflazione annua attesa.

L'inflazione annua attesa sul periodo decennale considerato è stata stimata pari al **2%**.

12 Valore di Mercato Portafoglio IRS al 31 Dicembre 2013

Sulla base delle analisi svolte e delle assunzioni speciali espresse nella presente introduzione, si ritiene congruo stimare il valore di mercato del portafoglio immobiliare oggetto di valutazione, in data 31 Dicembre 2013, pari a:

VALORE DI MERCATO PORTAFOGLIO IRS AL 31.12.2013	€ 134.500.000 (CENTO TRENTA QUATTRO MILIONI CINQUE CENTO MILA EURO)
--	---

13 Confidenzialità e Raccomandazioni

Le informazioni contenute in questa introduzione sono da considerarsi riservate e destinate al Cliente sopra indicato.

DTZ Italia S.p.A. autorizza il Cliente a riprodurre questa introduzione, o parte di essa, ovvero riferirla a terze parti, tuttavia DTZ Italia S.p.A. non si assume alcuna responsabilità nei confronti di qualsiasi altro soggetto a cui venga mostrata e/o trasmessa questa introduzione nella sua interezza o in alcune parti.

Per questo motivo risulta vietato, se non previa autorizzazione, la riproduzione e la duplicazione di tale introduzione per scopi diversi da quelli sopra descritti se non accompagnato da lettera di fiducia e/o "Reliance Letter" sottoscritta da DTZ Italia S.p.A.

Raccomandiamo al Cliente, prima che qualsiasi transazione finanziaria venisse intrapresa basandosi sulle presenti valutazioni e sulle considerazioni contenute nella presente introduzione, di ottenere la verifica delle informazioni forniteci per lo svolgimento della valutazione e dunque sulla validità delle assunzioni considerate.



Douglas Babington Smith MRICS

Amministratore Delegato
DTZ Italia S.p.A.



Maurizio Ferrato MRICS

Membro del Consiglio di Amministrazione
DTZ Italia S.p.A.

APPENDICE 1. **TERMINI, CONDIZIONI E ASSUNZIONI GENERALI**

Trattasi di termini, condizioni e assunzioni generali su cui le nostre valutazioni e relazioni sono normalmente preparate e costituiscono parte integrante del nostro incarico insieme con la nostra Lettera di Incarico ed i *DTZ Terms e Conditions*.

Queste condizioni ed assunzioni si applicano alla valutazione che è oggetto di questo incarico. Abbiamo fatto alcune assunzioni in relazione a fatti, condizioni o situazioni che interessano il bene oggetto della nostra valutazione (o l'approccio ad essa) che non abbiamo verificato come parte del processo di valutazione, ma piuttosto, secondo il glossario del RICS Valuation - Professional Standards 2012 ("Red Book"), abbiamo considerato come veritiere. Nel caso in cui una di queste ipotesi si riveli inesatta, allora la nostra valutazione dovrà essere rivista.

1. Basi della Valutazione

In accordo con le istruzioni ricevute dal Cliente, il bene immobiliare è stato valutato sulle seguenti basi:

- **VALORE DI MERCATO;**
- **CANONE DI MERCATO.**

2. Titoli di proprietà e affini

Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente indicato altrove.

Qualora forniti, i contenuti dei titoli di proprietà sono stati riflessi nel rapporto di valutazione. Si assume che la piena proprietà dell'immobile sia libera da ipoteche, servitù, vincoli, dispute o altri gravami di sorta.

Si precisa che non sono state effettuate autonome verifiche circa i titoli di proprietà, servitù, vincoli, ipoteche, verifica delle strutture, autorizzazioni relative a concessioni edilizie, condoni, VVFF, Ufficio d'Igiene, né alcuna indagine presso gli enti competenti e che, pertanto, DTZ Italia non si assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia espressa o sottintesa, circa la completezza, veridicità e correttezza delle informazioni ricevute, sia scritte che verbali.

Qualora fosse richiesta una verifica di tali informazioni, si assume incarichiate i vostri consulenti legali.

3. Condizioni delle strutture e dei servizi, materiali dannosi, impianti e macchinari

Si è prestata la dovuta attenzione alle condizioni dell'immobile e all'apparente stato di manutenzione. Tuttavia, non sono state visitate alcuni spazi dell'immobile, né parti della struttura che risultano coperti, invisibili o inaccessibili. Non è quindi possibile confermare che l'immobile sia strutturalmente stabile e libero da difetti.

Si presume che l'immobile non sia oggetto di processi di putrefazione, infestazione, né di trattamenti chimici tossici o difetti strutturali e progettuali al di fuori di quelli eventualmente indicati nel presente rapporto di valutazione e nelle relative appendici.

Non sono previste ulteriori verifiche per determinare l'eventuale presenza o utilizzo di materiali dannosi impiegati nella costruzione o nel corso di susseguenti modifiche, e non è quindi possibile confermare che l'immobile non presenti rischi. Ai fini della presente valutazione, si assume che l'effettuazione tali verifiche non rivelerebbe la presenza di tali materiali dannosi.

Non sono state svolte altre verifiche geologiche, minerarie, o di altro genere per accertare che il sito sia libero da difetti nelle fondamenta. Si presume che le qualità portanti del sito su cui insiste l'immobile siano sufficienti per sostenere gli edifici ivi costruiti.

Si assume inoltre che non esistano condizioni anormali nel suolo, né reperti archeologici tali da poter condizionare negativamente l'occupazione, lo sviluppo oppure il valore di mercato presente o futuro dell'immobile. Nessuna verifica è stata svolta sul corretto funzionamento degli impianti elettrico, elettronico, idrico, e di riscaldamento, né su altre attrezzature o servizi. Ciò nonostante, si presume che tutti i servizi funzionino in maniera soddisfacente.

Non si è tenuto conto nella presente valutazione di impianti o macchinari che non siano a servizio diretto dell'immobile. Sono state appositamente escluse tutte le parti di impianti, macchinari, e attrezzature installati interamente o in diretta connessione alle attività dei conduttori. Sono anche stati esclusi mobili, arredamenti, accessori, veicoli, eventuali giacenze e attrezzature varie. Nel fornire consulenze e valutazioni riguardo al valore dell'immobile, DTZ Italia, le società collegate e i suoi dipendenti qualificati richiedono espressamente che il cliente e/o eventuali terze parti accettino il fatto che il presente rapporto di valutazione non offre alcun riferimento né fornisce alcuna garanzia riguardo alla condizione della struttura, delle fondamenta, del suolo e dei servizi dell'immobile oggetto di valutazione.

4. Impianti e macchinari

Non è stata considerata nessuna indennità per tutti gli impianti o macchinari che non fanno parte degli impianti di servizio dell'immobile. In particolare abbiamo escluso tutti gli impianti, macchinari ed attrezzature installati interamente o principalmente in relazione a qualsiasi delle attività degli occupanti. Sono stati anche esclusi mobili e arredi, veicoli, eventuale magazzino e attrezzi.

5. Superfici e sopralluoghi

Il Cliente ha fornito a DTZ Italia le superfici necessarie per la valutazione. Si assume che le superfici fornite siano state calcolate in conformità alla prassi italiana e che possano quindi essere utilizzate come base per le analisi svolte al fine della determinazione dei canoni di locazione attesi di mercato e del valore di mercato dell'immobile in oggetto.

Le ispezioni sono effettuate su base concordata. Al fine delle rivalutazioni senza nuova ispezione, a meno che non sia richiesto altrimenti, si assume (come definito nel Red Book) che nessuna modifica rilevante si è verificata in ordine alle caratteristiche fisiche della proprietà e della zona in cui è situata.

6. Questioni ambientali, inclusi rischi di inondazioni

DTZ Italia non ha eseguito verifiche in relazione alla presenza effettiva o potenziale di contaminazione nel sottosuolo o negli edifici ed ai rischi di inondazione. Si assume che, qualora venissero eseguite delle verifiche a tale scopo, non produrrebbero risultati tali da incidere sul valore dell'immobile. Non è stata svolta alcuna verifica da parte della scrivente circa gli usi passati dell'immobile stesso o degli immobili circostanti, per stabilire la contaminazione potenzialmente causata da tali usi e tali siti, e quindi si presume l'assenza di alcuna forma di contaminazione.

Nel corso di una trattativa di acquisizione, gli eventuali acquirenti potrebbero richiedere ulteriori verifiche per accertare ogni rischio prima di chiudere la transazione. Se a seguito di tale attività si verificasse la presenza di contaminazione nell'immobile o nei terreni circostanti, oppure si verificasse che gli spazi siano stati usati o siano tuttora utilizzati per attività contaminanti, il valore riportato nel presente rapporto potrebbe subire una consistente riduzione.

7. Concessioni edilizie ed urbanistiche

Come richiesto, si presume che l'immobile in oggetto sia stato edificato in totale conformità con le norme urbanistiche e con tutte le necessarie concessioni edilizie; si presume altresì che l'immobile non sia soggetto a

questioni rimaste in sospeso in relazione a costruzione, utilizzo o occupazione. In caso contrario ciò potrebbe incidere sul valore di mercato dell'immobile in oggetto.

Si prega di notare il fatto che i dipendenti dei servizi urbanistici forniscono informazioni informali ed officiose e che si devono intraprendere ricerche formali qualora siano necessarie informazioni ufficiali.

Si assume che, qualora dobbiate fare affidamento su questioni urbanistiche, incarichiate, informando DTZ Italia, i vostri consulenti legali di effettuare tali ricerche formali.

8. Canoni di locazione

Qualora forniti, sono stati visionati i contratti di locazione ed i relativi documenti. Si assume che le copie di tutti i documenti inviati siano complete ed aggiornate.

Non sono state effettuate indagini sulla solidità finanziaria degli inquilini. A meno che non ci siano evidenze contrarie, si presuppone che:

- se una proprietà è occupata con un contratto di locazione, gli inquilini siano finanziariamente in grado di adempiere ai loro obblighi;
- non ci siano arretrati di spese di affitto o di spese condominiali ("service charges"), violazioni dei contratti, controversie con gli inquilini presenti o previste.

Tuttavia, la nostra valutazione riflette la percezione generale del mercato riguardo alla solidità finanziaria del tipo di conduttore attualmente insediato, o responsabile dell'adempimento dei contratti di locazione, o che potrebbe insediarsi.

Si assume che rinegoziazioni di affitto o rinnovi di locazione siano in corso o imminenti e che tutte le notifiche di sfratto siano state notificate efficacemente entro i termini prescritti.

9. Aspetti legali

Aspetti giuridici, ed in particolare l'interpretazione delle questioni relative ai titoli di proprietà ed alle locazioni, possono avere un impatto significativo sul valore di un immobile. Nessuna responsabilità sarà accettata per la vera interpretazione della posizione giuridica del nostro cliente o di altri soggetti.

Quando esprimiamo un parere su questioni giuridiche che interessano la valutazione, tale parere deve essere quindi oggetto di verifica da parte del cliente con un avvocato qualificato. In queste circostanze, non ci assumiamo alcuna responsabilità per la vera interpretazione della posizione giuridica del cliente o di altri soggetti per quanto riguarda la valutazione della proprietà.

10. Informazioni

Si assume che tutte le informazioni fornite dal cliente sull'immobile siano complete e corrette. Si assume inoltre che i dettagli di tutte le questioni che possono incidere sul valore di cui il cliente è a conoscenza, quali i futuri contratti di affitto, indicizzazioni dei canoni di affitto e questioni in sospeso in ambito legislativo ed edilizio, siano stati forniti a DTZ Italia e che siano aggiornati.

11. Costo di ricostruzione

Qualora richiesto, si è tenuto conto del tipo e della natura dell'edificio con una stima del costo di ricostruzione come parte del nostro esercizio di valutazione. Non abbiamo effettuato una stima formale dei costi di ricostruzione tramite la nostra divisione di "Building Consultancy".

Qualora la stima sia richiesta per fini assicurativi, deve essere considerata come una indicazione e non deve essere usata come riferimento ed essere usata ai soli fini comparativi per la polizza di ricostruzione proposta del mutuatario. Qualora sorgano delle discrepanze, il cliente dovrebbe commissionare una stima formale dei costi di ricostruzione.

I dati riportati nel rapporto di valutazione rappresentano la nostra stima del costo di ricostruzione della proprietà alla data di valutazione.

Qualora la stima sia richiesta per fini assicurativi, sono incluse voci per la demolizione, rimozione delle macerie, armature di sostegno provvisorie, spese professionali che possono essere sostenute per la ricostruzione.

Non è stato incluso alcun importo per l'IVA. Se non è possibile recuperare totalmente l'IVA, o è possibile recuperarne solo una parte, il cliente dovrebbe richiedere ai propri assicuratori di aumentare in maniera appropriata l'importo base assicurato. Le voci non includono alcuna indennità per la perdita del canone di locazione durante il periodo di ricostruzione, né per l'inflazione, né per bonificare qualsiasi contaminazione che possa essere presente e debba essere trattata prima della ricostruzione. La stima non fornisce alcuna consulenza in materia di copertura danni a seguito di atti terroristici e pertanto il cliente dovrebbe consultare i propri assicuratori in relazione a questo aspetto.

Si assume che l'edificio ripristinato, ed il suo utilizzo e funzione, sarà simile a quello esistente e che sarà quanto più possibile fedele al progetto originale, costruito in materiali odierni, con tecniche odierne ed adatto agli standard odierni.

12. Detrazione delle spese di acquisto

Il valore di mercato che si attribuisce alla proprietà è la cifra che consideriamo potrebbe apparire in un contratto di vendita, fatte salve le ipotesi appropriate di questa base del valore. Se appropriato, è stato fatto un riferimento in materia di imposta di bollo e spese dell'acquirente. Nessuna rettifica è stata apportata per riflettere eventuali oneri accessori (diritti notarili, commissioni di intermediazione, costi di due diligence, ecc.) a carico del potenziale acquirente: il valore indicato è quindi da intendersi al netto di tali imposte ed oneri accessori.

E' stata apportata una sola rettifica per riflettere eventuali oneri accessori connessi all'uscita dall'investimento, stimati nella misura del 2,0% circa sul prezzo di vendita.

13. Tassazione

Non è stato fatto alcun riferimento per tener conto di eventuali responsabilità fiscali che possano insorgere al momento della dismissione, né per eventuali costi connessi alla dismissione sostenuti dal proprietario. Inoltre, non è stata considerata nessuna indennità per eventuali responsabilità di rimborso a qualsiasi ente o altri soggetti, congruagli fiscali o finanziamenti che possano sorgere al momento della dismissione.

Il valore di mercato dell'immobile ed i canoni di locazione indicati nel presente rapporto di valutazione non tengono in considerazione l'ammontare dell'imposta sul valore aggiunto e sono pertanto da considerarsi come valori IVA esclusa.

14. Mercato immobiliare di riferimento

Le indicazioni delle indagini di mercato da noi effettuate sul locale mercato immobiliare sono a nostro parere rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione. Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta propri di alcune delle attività esaminate e tali da modificare l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento.

15. Controllo

La conformità delle valutazioni con il RICS Valuation – Professional Standards 2012 può essere oggetto di controllo da parte delle RICS secondo le sue norme disciplinari.

DEFINIZIONI DELLE BASI DELLA VALUTAZIONE

VALORE DI MERCATO

DTZ Italia S.p.A. ha fatto riferimento ai criteri di valutazione riportati al Titolo V - Capitolo IV della Banca d'Italia 14/04/2005 in particolare al paragrafo 2.5 - Beni Immobili.

Il Valore di Mercato si valuta in conformità al Valuation Standard 3.2 del RICS Valuation - Professional Standards 2012 ("Red Book") ed alla definizione e struttura concettuale dell'International Valuation Standards Council (IVSC). In accordo con il VS 3.2, il Valore di Mercato rappresenta l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni.

Commenti

- a) Nell'applicazione del valore di mercato è necessario tenere in considerazione la struttura concettuale riportata nei paragrafi 31–35 del IVS Framework, incluso il requisito per cui il valore stimato deve rispecchiare lo stato e la situazione effettiva del mercato alla data di valutazione.
- b) Il valore di mercato è una definizione riconosciuta a livello internazionale. Rappresenta l'importo che apparirebbe in un ipotetico contratto di compravendita alla data di valutazione. I valutatori devono garantire che la base del valore sia sempre definita chiaramente sia nelle istruzioni, sia nel rapporto.
- c) Il valore di mercato non prende in considerazione nessuna ipoteca, obbligazione o altro gravame relativo alla proprietà.
- d) Escludendo i casi in cui si configura un valore speciale (vedere definizione nei paragrafi 44-47 dell' IVS Framework), quando il prezzo offerto dai potenziali acquirenti sul mercato ordinario rispecchia un'aspettativa di futura variazione delle circostanze della proprietà, questo elemento di "valore atteso" è riflesso nel valore di mercato. Alcuni esempi in cui l'aspettativa di ottenere un maggiore valore in futuro influisce sul valore di mercato sono:
 - a. la possibilità di edificare dove attualmente non sia consentito;
 - b. la possibilità che in futuro emerga un valore complementare (vedere definizione al paragrafo 48 del IVS Framework), in seguito alla fusione con un'altra proprietà o con altri diritti/titoli all'interno della stessa proprietà.
- e) Le linee guida GN 2, GN 4 e GN 5 contengono direttive sull'applicazione del valore di mercato agli specifici tipi di cespiti.

Considerazioni pubblicate nell'IVS Framework (paragrafi 31-35):

31 - Si utilizza il termine Proprietà in quanto l'elemento centrale di questi standard è la valutazione delle proprietà immobiliari. Poiché gli Standard comprendono la rendicontazione finanziaria, per un'applicazione più generale della definizione si può utilizzare il termine Cespite. Ogni elemento della definizione ha una propria rilevanza concettuale.

- a) "L'ammontare stimato " si riferisce a un prezzo espresso in termini monetari (di solito nella valuta locale) pagabile per la proprietà a fronte di una transazione a condizioni concorrenziali. Il Valore di Mercato si misura come il prezzo più probabile che si può ragionevolmente ottenere sul mercato alla data di valutazione, attenendosi alle condizioni di cui alla definizione di Valore di Mercato. È il prezzo migliore che il venditore può ragionevolmente ottenere e il prezzo più vantaggioso che l'acquirente può ragionevolmente pagare. Questa valutazione esclude specificamente un valore stimato incrementato o decrementato a causa di condizioni o circostanze speciali, come termini di finanziamento/pagamento, accordi atipici, operazioni di sale and leaseback , considerazioni o concessioni particolari accordate da una qualsiasi persona correlata alla vendita o qualsiasi elemento riconducibile al concetto di Valore Speciale.
- b) "una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata" fa riferimento al fatto che il valore di una proprietà è un ammontare stimato, anziché un prezzo di vendita predeterminato o effettivo. È il prezzo a cui il mercato prevede che debba concludersi, alla data di valutazione, una transazione che soddisfa tutti gli altri elementi della definizione di Valore di Mercato.
- c) "alla data di valutazione" richiede che il Valore di Mercato stimato sia riferito a un momento specifico, cioè a una data determinata. Poiché i mercati e le condizioni di mercato possono mutare, in un diverso momento il valore stimato può essere non più corretto o appropriato. L'ammontare della valutazione deve rispecchiare lo stato attuale e le circostanze del mercato alla data effettiva di valutazione e non ad una data passata o futura. La definizione presume anche che la compravendita e il perfezionamento del relativo contratto avvengano simultaneamente, senza alcuna variazione del prezzo che potrebbe altrimenti aver luogo.
- d) "tra un acquirente interessato" fa riferimento a una persona motivata, ma non costretta, ad acquistare. Questo tipo di acquirente non è né troppo desideroso, né determinato ad acquistare a qualsiasi prezzo; inoltre, effettua gli acquisti in conformità alle condizioni reali e alle aspettative del mercato corrente, anziché di un mercato immaginario o ipotetico di cui non si può dimostrare o prevedere l'esistenza. Il presunto acquirente non pagherebbe un prezzo superiore a quello imposto dal mercato. L'attuale proprietario è compreso tra coloro che costituiscono "il mercato". Il valutatore non deve formulare assunzioni non realistiche riguardo alle condizioni del mercato, né presupporre un Valore di Mercato di livello superiore a quello ragionevolmente ottenibile.
- e) "un venditore interessato" non è un venditore troppo desideroso, né costretto a vendere e quindi pronto ad accettare qualsiasi prezzo, né disposto ad attendere eccessivamente per ottenere un prezzo non considerato ragionevole sul mercato del momento. Il venditore interessato è motivato a vendere la proprietà alle condizioni e al miglior prezzo ottenibile sul (libero) mercato dopo un'adeguata commercializzazione, a prescindere dal prezzo specifico. Le circostanze reali del proprietario effettivo non rientrano tra queste considerazioni, perché il "venditore interessato" è un proprietario ipotetico.
- f) "in una transazione a condizioni concorrenziali" si tratta di una transazione che avviene tra parti fra le quali non intercorre un rapporto particolare o speciale (come, per esempio, tra una società capogruppo e una controllata, o tra un proprietario e un inquilino) a motivo del quale il livello di prezzo può essere inusuale per il mercato o incrementato a causa di un elemento del Valore Speciale (vedere IVS 2, paragrafo 3.8). Si presume che la transazione al Valore di Mercato avvenga tra parti non collegate, ciascuna delle quali agisce in modo indipendente.
- g) "dopo un'adeguata commercializzazione" questa espressione significa che la proprietà deve essere offerta sul mercato nel modo più indicato a consentirne la vendita al miglior prezzo ragionevolmente ottenibile, in conformità alla definizione di Valore di Mercato. La durata del periodo in cui la proprietà è messa sul mercato può variare a seconda delle condizioni del mercato stesso, ma deve essere sufficiente a permettere di sottoporre la proprietà all'attenzione di un numero adeguato di potenziali acquirenti. Il periodo in cui la proprietà è messa in vendita deve essere anteriore alla data di valutazione.

- h) "in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela" questa definizione presume che sia l'acquirente interessato che il venditore interessato siano ragionevolmente informati sulla tipologia e le caratteristiche della proprietà, i suoi impieghi effettivi e potenziali e le condizioni del mercato alla data di valutazione. Si presume inoltre che ciascuno di essi agisca nel proprio interesse con conoscenza e con cautela, in modo da realizzare il prezzo migliore per la rispettiva posizione nella transazione. La cautela si valuta facendo riferimento alle condizioni del mercato alla data di valutazione, non avvalendosi di conoscenze e informazioni maturate successivamente alla data di valutazione. Non è necessariamente incauto per un venditore cedere la proprietà su un mercato in calo a un prezzo inferiore rispetto ai livelli precedenti. In tali casi, e ciò vale anche per altre situazioni di acquisto e vendita su mercati caratterizzati da prezzi variabili, l'acquirente o il venditore cauto agisce in conformità alle migliori informazioni commerciali disponibili al momento.
- i) "e senza coercizioni" Questa espressione indica che ciascuna parte è motivata a intraprendere la transazione, ma non è obbligata né indebitamente costretta a portarla a termine.

32 - Il concetto di valore di mercato presuppone un prezzo negoziato in un mercato aperto e competitivo in cui i partecipanti agiscono liberamente. Il mercato per un'attività potrebbe essere un mercato internazionale o di un mercato locale. Il mercato potrebbe essere costituito da numerosi acquirenti e venditori, o potrebbe essere caratterizzato da un numero limitato di partecipanti al mercato. Il mercato in cui è il bene in vendita è quello in cui il bene viene normalmente scambiato (vedere paragrafi 16-20).

33 - Il valore di mercato di un asset rifletterà il suo *highest and best use*. L'*highest and best use* rappresenta l'uso che massimizza la sua produttività e che è possibile, legalmente ammissibile e finanziariamente fattibile. L'*highest and best use* può essere per la continuazione di un uso esistente o per qualche uso alternativo. Questo è determinato dall'uso che un operatore del mercato avrebbe in mente per l'asset nel formulare il prezzo che sarebbe disposto ad offrire.

34 - L'*highest and best use* su una base stand-alone può essere diverso dal suo *highest and best use* come parte di un gruppo, quando si deve considerare il suo contributo al valore complessivo del gruppo.

35 - La determinazione dell'*highest and best use* comporta le seguenti considerazioni:

- (a) per stabilire se un uso sia possibile, si dovrà considerare quello che sarebbe stato considerato ragionevole dai partecipanti al mercato;
- (b) in modo da riflettere l'obbligo di essere legalmente ammissibile, ogni restrizione legale all'uso del bene, ad esempio le destinazioni urbanistiche, deve essere presa in considerazione;
- (c) il requisito che l'uso sia economicamente fattibile tiene conto del fatto che un uso alternativo, fisicamente possibile e legalmente ammissibile, sarà sufficientemente remunerativo per un tipico operatore del mercato, dopo aver tenuto conto dei costi di conversione a tale uso, oltre al ritorno al suo attuale uso.

Per Valore di Mercato si intende il valore di una proprietà stimata al netto dei costi di vendita o di acquisizione e degli oneri fiscali correlati (IVS Framework 36).

CANONE DI MERCATO

Il Canone di Mercato si valuta in conformità al Valuation Standard 3.3 del Red Book. In accordo con il VS 3.3, il Canone di Mercato rappresenta l'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere locata, alla data di valutazione, da un locatore a un conduttore privi di legami particolari, entrambi interessati alla transazione,

sulla base di termini contrattuali adeguati e a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni.

Commenti

- 1) La definizione di canone di mercato è una variazione della definizione di valore di mercato; i paragrafi C10 e C11 nell'IVS 230 forniscono ulteriori informazioni in merito.
- 2) Il canone di mercato varia in modo significativo a seconda delle condizioni del contratto di locazione assunto come riferimento. Gli adeguati termini contrattuali rispecchiano solitamente la comune pratica sul mercato in cui la proprietà si trova, sebbene per determinati scopi possa essere necessario stipulare condizioni diverse da quelle abituali. Il canone di mercato è influenzato da fattori come la durata della locazione, la frequenza degli aggiornamenti del canone e la responsabilità delle parti in materia di manutenzione e spese. In alcuni Paesi, determinati aspetti legislativi potrebbero limitare i termini contrattuali o influire sul loro impatto. Tali aspetti devono essere presi in considerazione, ove necessario.
- 3) Nella determinazione del canone di mercato, i valutatori devono quindi definire chiaramente i principali termini contrattuali che si assumono come riferimento. Se è abituale, in un particolare mercato, includere un pagamento o una concessione da una parte all'altra quale incentivo per stipulare un contratto di locazione e ciò si riflette sul livello generale dei canoni, anche il canone di mercato deve essere espresso su tale base. La tipologia dell'incentivo assunto deve essere dichiarata dal valutatore, insieme ai relativi termini contrattuali.
- 4) Il canone di mercato è normalmente utilizzato per indicare l'importo per cui una proprietà libera possa essere locata, oppure il valore per cui una proprietà locata possa essere nuovamente affittata alla scadenza dell'attuale contratto di locazione. Il canone di mercato non rappresenta una base adeguata per la definizione del canone di locazione in caso di rinegoziazione anticipata del canone stesso, poiché è necessario prendere in considerazione le specifiche condizioni del contratto precedentemente in vigore.

Fondo Invest Real Security		Allegato 2	
Prospetto dei flussi di cassa			
	2013	2012	
A. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' E DEPOSITI BANCARI	1.844.250	2.234.000	
- Valore Iniziale -			
B. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' DI ESERCIZIO			
Utile (Perdita) dell'esercizio	(5.982.339)	(8.320.036)	
(Plusvalenza)/Minusvalenza da valutazione immobili	7.200.000	11.300.000	
Ammortamento cespiti	38.317	35.601	
svalutazione crediti e partecipazioni	88.797	(53.969)	
Rilascio fondi e passività			
Risultato dell'attività di esercizio prima delle variazioni del capitale circolan'	1.348.513	3.031.506	
(Aumento) Diminuzione dei crediti vs clienti incluso utilizzo fondo svalut.crediti	635.452	(121.427)	
Aumento (Diminuzione) dei debiti vs fornitori e provvigioni passive	(740.296)	(640.221)	
Variazione di altre voci delle Altre Attività	52.205	160.069	
Variazione di altre voci delle Altre Passività	(14.623)	71.536	
Totale B.	1.281.251	2.501.463	
C. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' DI INVESTIMENTO			
(Investimenti) Disinvestimenti in immobilizzazioni:			
Immateriali e Materiali			
Investimenti Immobiliari			
Disinvestimenti Immobiliari			
Finanziarie			
Partecipazioni			
Totale C.	(3.738)	(69.910)	
D. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' FINANZIARIE E DI			
Rimborso finanziamenti	(2.390.143)	(2.821.303)	
Finanziamenti ricevuti			
Rimborso quote			
Distribuzione di utili			
Totale D.	(2.390.143)	(2.821.303)	
E. FLUSSO MONETARIO DEL PERIODO (B+C+D)	(1.112.630)	(389.750)	
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' E DEPOSITI BANCARI	731.620	1.844.250	
-Valore Finale-			