

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE
CHIUSO "INVEST REAL SECURITY"

31 DICEMBRE 2012

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

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"

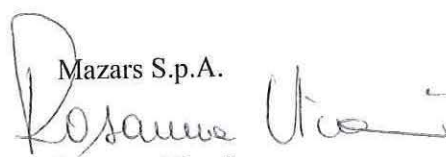
1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "INVEST REAL SECURITY", costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 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 13 marzo 2012.

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 2012 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005; 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.
4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori, in conformità a quanto previsto dal Provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005, 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 2012.

Milano, 1 marzo 2013

Mazars S.p.A.

Rosanna Vicari
Socio - Revisore Legale



FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

INVEST REAL SECURITY



RENDICONTO DI GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2012

SOMMARIO

INFORMAZIONI SOCIETARIE.....	3
INFORMAZIONI GENERALI	5
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI.....	6
1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO.....	6
1.1 QUADRO MACROECONOMICO.....	6
1.2 ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE.....	8
1.3 MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI	12
2. ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO.....	13
2.1 ANDAMENTO DELLA GESTIONE	13
2.2 INVESTIMENTI, DISINVESTIMENTI E ATTIVITÀ DI LOCAZIONE	14
2.3 OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI	14
2.4 EVENTI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO	15
RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2012	16
SITUAZIONE PATRIMONIALE	16
SEZIONE REDDITUALE	18
NOTA INTEGRATIVA.....	19
PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA.....	19
PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....	22
SEZIONE I – CRITERI DI VALUTAZIONE.....	22
SEZIONE II – LE ATTIVITÀ	23
SEZIONE III – LE PASSIVITÀ.....	29
SEZIONE IV – IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....	32
SEZIONE V – ALTRI DATI PATRIMONIALI	33
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	34
SEZIONE I – RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI (ESCLUSI INTERESSI)	34
SEZIONE II – BENI IMMOBILI.....	35
SEZIONE III – CREDITI	35
SEZIONE IV – DEPOSITI BANCARI	35
SEZIONE V – ALTRI BENI	35
SEZIONE VI - ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI	35
SEZIONE VII – ONERI DI GESTIONE	36
SEZIONE VIII – ALTRI RICAVI ED ONERI.....	37
SEZIONE IX – IMPOSTE	38
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI.....	39

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

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

Collegio Sindacale

<i>Presidente</i>	Rag. Francesco d'Ardia di Corsi
<i>Sindaci effettivi</i>	Dr. Marcellino Bortolomiol
	Dr. Mauro Pastore
<i>Sindaci supplenti</i>	Dr. Roberto Longo
	Dr. 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
Durata del Fondo	10 anni dall'avvio dell'operatività del Fondo con scadenza al 31 dicembre successivo al 10° anno, oltre a 3 anni di Periodo di Grazia (facoltativo)
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 delle quote	Euro 2.500
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2012	Euro 125.567.215
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2012	Euro 2.226,369
Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2012	Euro 141.700.000
Quotazione	MIV, Segmento Fondi Chiusi, Borsa Italiana

Si segnala che il 9 novembre 2012 il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili Gestioni SpA – SGR ha deliberato la proroga di tre anni della durata del fondo, già prevista dal Regolamento al 31 dicembre 2013, posticipandola al 31 dicembre 2016.

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 2012 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*.

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

Il rendiconto al 31 Dicembre 2012 è oggetto di revisione legale da parte della Società Mazars S.p.A.

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

1. Quadro economico e andamento del mercato

Quadro macroeconomico

Secondo l'analisi del quadro macroeconomico mondiale condotta da Banca d'Italia, alla fine del 2012 persiste la debolezza del contesto internazionale. Se infatti nel primo trimestre 2012 l'economia mondiale aveva continuato a espandersi a ritmi contenuti, anche se frenata dalla stagnazione in Europa e dal rallentamento negli Stati Uniti e nei paesi emergenti, nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno l'economia mondiale ha nuovamente rallentato, risentendo dell'indebolimento dell'attività sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti e il commercio internazionale ha perso vigore. I rischi per l'economia mondiale si sono attenuati nel quarto trimestre a seguito dell'accordo raggiunto negli Stati Uniti per evitare il *fiscal cliff*, dell'allentamento delle tensioni finanziarie nell'area dell'euro e del miglioramento delle prospettive nei paesi emergenti, ma permangono segnali di debolezza. Le stime di crescita del commercio internazionale formulate dai principali previsori per il 2013 sono state riviste al ribasso e nelle previsioni degli analisti l'espansione del prodotto mondiale dovrebbe rafforzarsi non prima del 2014.

Area Euro

Nell'area dell'euro l'attività economica ha continuato a perdere vigore nell'ultimo trimestre del 2012. Le conseguenze delle tensioni finanziarie che hanno colpito, nel corso dell'anno, alcuni paesi dell'area e gli effetti del necessario consolidamento dei bilanci pubblici si sono trasmessi anche alle economie finora ritenute più solide e l'Eurosistema ha rivisto significativamente al ribasso le previsioni di crescita per il 2013. Sono, tuttavia, migliorate le condizioni dei mercati finanziari, il cui deterioramento aveva finora rappresentato un ostacolo alla ripresa ciclica nell'area. I rendimenti dei titoli di Stato sono scesi nei paesi maggiormente interessati dalle tensioni e gli afflussi di capitali verso alcune delle economie più colpite dalla crisi del debito sovrano sono ripresi. A questi sviluppi favorevoli hanno contribuito gli effetti delle recenti decisioni prese a livello europeo. In particolare, in novembre l'Eurogruppo ha rinnovato il sostegno alla Grecia e l'operazione del governo greco di riacquisto di titoli del proprio debito in circolazione, terminata l'11 dicembre, ha implicato una riduzione del debito di circa dieci punti percentuali del prodotto. Inoltre, il Consiglio dei ministri economici e finanziari dei paesi dell'Unione europea ha raggiunto un accordo sull'istituzione di un meccanismo unico di vigilanza bancaria, volto a impedire il circolo vizioso tra debito sovrano e condizioni del sistema bancario. Questi progressi sono stati resi possibili dalla credibilità acquisita dall'azione dei governi nazionali. Le condizioni sui mercati restano però incerte e va confermato l'impegno a proseguire nell'adozione delle misure necessarie a garantire la coesione dell'Unione.

Il miglioramento dei mercati del debito sovrano si è riflesso positivamente sulle condizioni monetarie e finanziarie nei paesi interessati dalle tensioni. Persistono tuttavia divari nei tassi bancari attivi, che riflettono sia i ritardi con cui le variazioni delle quotazioni dei titoli di Stato si trasmettono alle condizioni del mercato del credito, sia l'effetto dello sfavorevole quadro congiunturale sul merito di credito della clientela bancaria. In Italia e in Spagna il costo medio di finanziamento di famiglie, imprese e intermediari finanziari ad ottobre 2012 era ancora superiore di circa 110 punti base a quello osservato nei paesi dell'area meno colpiti dalla crisi.

Italia

La fase recessiva dell'economia italiana è proseguita nella seconda metà dello scorso anno, attenuandosi lievemente. Non emergono però ancora segnali di un'inversione ciclica nei mesi iniziali del 2013; un ritorno a ritmi modesti di crescita potrebbe osservarsi nel secondo semestre, con un'uscita dalla recessione tra fine 2013 e inizio 2014. A un più rapido ritorno alla crescita può contribuire un miglioramento delle condizioni del credito e del clima di fiducia.

Prodotto Interno Lordo – Secondo gli indicatori congiunturali la dinamica del PIL è stata negativa anche nel quarto trimestre dell'anno, sebbene la diminuzione sia stata più contenuta (-0,2%) rispetto a quello osservato nei tre periodi precedenti, e rimarrà debole anche nel primo trimestre 2013. La stima per il 2013 è stata rivista al ribasso (da -0,2 a -1,0 %), per effetto del peggioramento del contesto internazionale e del protrarsi della debolezza dell'attività nei mesi più recenti. Sono tuttavia emersi lievi segnali di stabilizzazione e si è arrestata la prolungata fase di deterioramento dei giudizi delle imprese sulle prospettive dell'economia. La domanda estera continua a fornire un contributo positivo all'attività economica e, negli

ultimi mesi, l'aumento delle esportazioni è stato sostenuto dalle vendite verso i paesi esterni alla UE. La domanda interna si è, al contrario, contratta, riflettendo la perdurante debolezza dei consumi delle famiglie e degli investimenti fissi lordi.

Occupazione – L'occupazione si è mantenuta pressoché stabile nel secondo semestre 2012, ma il maggior numero di persone attive rispetto a un anno fa, si è riflesso quasi interamente in un aumento del tasso di disoccupazione che si è spinto sopra il 10 %. Le retribuzioni lorde si sono ridotte in termini reali. Le informazioni più recenti e le inchieste qualitative presso le imprese prefigurano un quadro occupazionale ancora sfavorevole. Gli effetti della recessione non si sono finora riflessi in una caduta dell'occupazione, ma hanno determinato soprattutto un maggiore ricorso alla cassa integrazione e un aumento delle persone in cerca di lavoro che ha spinto verso l'alto il tasso di disoccupazione, in particolare quello giovanile. Nel terzo trimestre del 2012 quest'ultimo era superiore di oltre sei punti percentuali rispetto a un anno prima. A fronte di un significativo aumento della partecipazione al mercato del lavoro, già osservato nella prima parte del 2012, il tasso di disoccupazione si porterebbe al di sopra dell'11 % nel 2013.

Inflazione – Il graduale calo dell'inflazione al consumo negli ultimi mesi (al 2,3 % in dicembre) riflette in larga parte l'allentamento delle spinte provenienti dalle quotazioni petrolifere e l'esaurirsi dell'impatto delle manovre sulle imposte indirette varate nell'autunno del 2011. La debolezza della domanda e le minori pressioni dal lato dei costi dovrebbero continuare a moderare la crescita dei prezzi nel 2013.

Credito – Le condizioni del credito hanno beneficiato, nel corso dell'anno, della graduale rimozione dei vincoli di liquidità che gravavano sulle banche italiane, anche grazie alle politiche attuate dall'Eurosistema. L'offerta di finanziamenti è tuttavia ancora frenata dall'elevato rischio percepito dagli intermediari, in relazione agli effetti della recessione sui bilanci delle imprese. I crediti deteriorati sono aumentati in misura significativa.

Sistema bancario – Con le operazioni di rifinanziamento a tre anni dell'Eurosistema sono stati rimossi i rischi che si potessero verificare problemi nella liquidità delle banche e che questi potessero innescare una crisi sistemica. Le condizioni del credito bancario hanno beneficiato della riduzione dei tassi ufficiali di luglio e, nel terzo trimestre dell'anno, del calo degli spread sovrani. I tassi sui prestiti a famiglie e imprese sono lievemente scesi in agosto; i criteri di concessione dei finanziamenti sono divenuti più favorevoli rispetto a quelli assai restrittivi di inizio anno. I criteri di offerta di prestiti alle imprese sono rimasti comunque restrittivi, riflettendo un aumento del rischio percepito, connesso con il deterioramento delle prospettive dell'attività economica in generale e di particolari settori. Ne consegue che i prestiti bancari al settore privato hanno continuato a ridursi; nei tre mesi terminanti in novembre sono diminuiti del 2,6 %. La flessione ha riguardato soprattutto i prestiti alle imprese (-4,0 %, contro il -0,8 % di quelli alle famiglie). L'andamento del credito risente della debolezza, sia pure in attenuazione, della domanda da parte di imprese e famiglie – legata alla congiuntura economica sfavorevole e al peggioramento del mercato immobiliare – e di condizioni di offerta ancora tese.

Prospettive di crescita – Lo scenario attuale prefigura un ritorno alla crescita nella seconda metà del 2013, sia pure su ritmi modesti e con ampi margini di incertezza. La svolta ciclica sarebbe resa possibile dalla graduale ripresa degli investimenti, a seguito della normalizzazione delle condizioni di finanziamento e del recupero della domanda nell'area dell'euro, nonché del parziale miglioramento del clima di fiducia. In tale quadro la dinamica del prodotto resterebbe comunque negativa nella media del 2013 e tornerebbe lievemente positiva nel 2014. I maggiori fattori di rischio al ribasso sono legati all'andamento della domanda interna e alle condizioni del credito: il ritorno a tassi positivi di accumulazione potrebbe essere ritardato da un'evoluzione meno favorevole delle aspettative delle imprese; gli effetti sull'attività delle banche del deterioramento dei bilanci bancari e dell'accresciuta rischiosità della clientela potrebbero essere più persistenti. Un'evoluzione più positiva potrebbe invece derivare da un ulteriore rafforzamento delle prospettive per l'area dell'euro. Requisiti indispensabili per un ritorno alla crescita sono il continuo miglioramento dell'offerta di credito, condizioni favorevoli sui mercati dei titoli di Stato e un recupero della fiducia che consenta di riavviare gli investimenti. Resta essenziale garantire che i progressi finora realizzati in questi ambiti grazie all'azione congiunta di tutte le politiche economiche, nazionali ed europee, siano duraturi. In Italia è indispensabile consolidare il riequilibrio dei conti pubblici e intensificare lo sforzo di riforma volto a rilanciare la competitività e a innalzare il potenziale di crescita dell'economia.

1.1 Andamento del mercato immobiliare

Andamento del mercato immobiliare in Europa

Il fatturato immobiliare riferibile ai 27 paesi dell'area Euro continua ad avere segno positivo, sebbene la crescita sia notevolmente rallentata rispetto al passato. Il 2012 si dovrebbe chiudere con un aumento dell'1,2%, rispetto al 2,8% del 2011 e al 2,6% dell'anno precedente. Il ritmo di crescita dovrebbe aumentare nel 2013, con una previsione intorno al 3%. Contrariamente, il fatturato immobiliare dei cinque principali paesi europei dovrebbe registrare nell'anno una flessione intorno all'1,3% rispetto al 2011, mentre per il 2013 si attende una ripresa di circa l'1,6%. Secondo i recenti dati di CBRE Group (*European Investment Quarterly_Q4_2012*), nell'ultimo trimestre 2012, il mercato europeo degli investimenti immobiliari ha mostrato una forte accelerazione, sia rispetto al trimestre precedente (+48%) sia rispetto allo stesso periodo del 2011 (+16%). Il dato annuo si conferma in linea con quello del 2011, pari a circa 120 miliardi di Euro, pur nascondendo dinamiche molto differenti da Paese a Paese. Infatti, l'aumento dei volumi nei Paesi più solidi dell'Europa Occidentale ha compensato il rallentamento delle attività nei paesi del Sud-Europa e di quelli della zona CEE, nonostante il buon risultato di fine anno per Russia e Polonia. Da sottolineare che, per la Polonia, il quarto trimestre 2012 è stato il più dinamico dal 2006. Tutti i principali paesi europei hanno evidenziato un calo del fatturato nel corso dell'ultimo anno rispetto all'anno precedente, fatta eccezione per la Germania, che ha rilevato un aumento di circa il 4,4%. In particolare, nel corso del 2012 sono state confermate le dinamiche emerse alla fine del 2011: *flight to quality* degli investitori, sempre più avversi al rischio, e ritorno d'interesse per mercati secondari con valori resi appetibili dal *repricing* avvenuto dalla crisi ad oggi. Fino ad ora la maggior parte dei mercati immobiliari ha mostrato una buona tenuta dei prezzi e la "bolla immobiliare", con conseguenze pesanti sui sistemi economici, non è fortunatamente scoppiata né in Italia né negli altri principali Paesi. Nelle nazioni in cui questo è avvenuto, come Spagna e Irlanda, la situazione era decisamente più critica, soprattutto a causa di eccessi nelle nuove costruzioni.

Dall'analisi dell'andamento dei prezzi negli ultimi cinque anni, si nota che la Spagna ha registrato il crollo più consistente in tutti i comparti. Flessioni analoghe sono riscontrate in Inghilterra, dove gli aumenti erano stati particolarmente consistenti negli anni precedenti la crisi. Flessioni più contenute sono riscontrabili in Francia e in Germania, mentre la media dei cinque principali Paesi europei segna un calo variabile dal 14% del commerciale al 24% del residenziale. I prezzi, dunque, hanno già subito un ridimensionamento consistente in tutti i mercati, facendo pensare che la fase più bassa del ciclo sia stata raggiunta. Nel 2013 in Francia tutti i mercati vedranno quotazioni in lieve crescita, mentre la Germania dovrebbe evidenziare aumenti più consistenti. In Inghilterra si prevede un aumento dei prezzi degli uffici, mentre in Spagna si prevedono ulteriori ribassi. La tendenza per il 2014 è di stabilità delle quotazioni nella maggior parte dei mercati, con qualche aumento in alcuni segmenti e Paesi.

Andamento del mercato immobiliare italiano

Il 2012 è stato segnato da un importante e progressivo rallentamento del mercato immobiliare, almeno per quanto riguarda il numero di transazioni registrate, indice che ne rivela la dinamicità e che ha registrato un andamento fortemente negativo con una flessione del dato di variazione su base annua pari a -24%. Si tratta sicuramente della flessione più importante registrata nell'ultimo triennio, il quale era stato caratterizzato da una forte alternanza che non aveva particolarmente pregiudicato il livello di transazioni immobiliari registrate nell'arco del periodo. Segnali di miglioramento si sono registrati nel quarto trimestre 2012, che ha registrato investimenti per € 455 milioni, un aumento del 30% rispetto al trimestre precedente, ma comunque una diminuzione del 54% rispetto al volume dello stesso periodo. Rispetto alla media trimestrale degli ultimi tre anni, il volume è ancora inferiore del 61%. Il risultato dell'ultimo trimestrale è stato influenzato da due grandi transazioni *core* che hanno interessato uffici a Roma e Milano, effettuate da investitori istituzionali.

Nel complesso dell'anno 2012, il volume totale degli investimenti in immobili si attesta sul livello di €2,6 miliardi, uno dei volumi più bassi registrati da oltre dieci anni. Da evidenziare, inoltre, che l'incidenza delle compravendite italiane sul totale europeo passa dal 3,7% del 2011 all'1,6%.

Le ragioni di questa "fuga" vanno individuate non solo nel rallentamento del mercato immobiliare italiano, ma anche, e soprattutto, in fattori di natura esogena al mercato immobiliare: la crisi sul debito sovrano, che ha fatto schizzare a livelli record lo spread tra BTP e BUND, con effetto principale quello di allontanare definitivamente gli investitori internazionali dall'Italia; la nuova tassa sugli immobili (IMU), che ha lasciato in attesa fino alla fine del 2012 gli investitori sia domestici sia internazionali; l'incertezza politica ed i timori legati ad una possibile uscita dall'Euro. L'effetto principale di questa combinazione di fattori è stato quello di allontanare gli investitori internazionali dall'Italia. Infatti la vendita di *asset* e/o quote di veicoli proprietari di *asset* immobiliari da parte di investitori stranieri in Italia è stata nel 2012 pari a circa 1,1

miliardi di euro, il 9.1% in più rispetto al 2011. Dall'analisi sulla nazionalità degli investitori emerge che nel 2012 il capitale straniero investito in Italia è stato pari a circa €1.4 miliardi. Rispetto alla media annua registrata nel periodo 2006-2008, gli investimenti stranieri sono ancora su un livello inferiore del 54%.

In merito alla distribuzione settoriale, nel 2012 il settore *retail* ha rappresentato il 53% del volume totale investito, seguito dagli uffici con il 33% e da i settori "misto" con il 7% e "altro" con il 6%. Rientrano nella categoria "altro" le centraline telefoniche (€42 m), gli *Hotels* (€71 m), le caserme, RSA ed altro (€ 47 m). Nella parte restante, la tipologia mista (€173 m) e quella industriale (€ 35 m).

La forte flessione del numero di transazioni registrate non ha comportato effetti della stessa importanza sull'andamento dei valori immobiliari di vendita. Dalle rilevazioni effettuate da Nomisma emerge infatti che la tendenza registrata nell'ultimo semestre del 2011 risulta essenzialmente confermata. Unico settore in cui, nel corso del primo semestre 2012, si registra una variazione del livello dei prezzi di vendita di intensità maggiore rispetto al semestre precedente è il settore residenziale, il quale riporta un calo del -1,77% contro il -0,71% (dato del II° semestre 2011).

Sull'andamento dei prezzi incide fortemente la localizzazione: valori positivi 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 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 che continua a registrarsi una generale riduzione in tutti i comparti; infatti dal 2009 ad oggi i diversi segmenti hanno visto un calo del valore medio annuo delle locazioni compreso tra il -1,5% e il -1,9%. Nel semestre appena concluso l'unico settore immobiliare che ha registrato una flessione non compresa nella forbice sopra indicata è stato il residenziale, comparto che più degli altri ha segnato un andamento discontinuo.

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 dei canoni di locazione rispetto ai relativi valori di compravendita.

Da evidenziare, infine, che il mercato immobiliare italiano è caratterizzato da una tradizionale bassa volatilità. Infatti, i rendimenti immobiliari sono cresciuti lievemente e in maniera ben minore rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato italiani. Questa situazione ha creato un'attesa per una correzione dei prezzi che ha reso impossibile l'incontro tra la domanda e l'offerta. Ne risulta pertanto un mercato bloccato nel quale si registrano poche operazioni. Inoltre, non si è assistito a vendite forzate in quanto i proprietari immobiliari hanno potuto adottare un atteggiamento attendista. Questa esiguità di compravendite rende difficile l'analisi dei rendimenti prime, che però continuano la loro leggera progressione.

Mercato residenziale

Il mercato immobiliare residenziale italiano permane in una situazione di forte difficoltà e molteplici sono i fattori che ne ostacolano la ripresa. Il 2012, già dai primi mesi, è stato caratterizzato da un crollo delle compravendite: in base ai dati ad oggi disponibili si chiuderà totalizzando circa 460 mila compravendite e cioè con volumi di mercato ridotti di circa un quarto rispetto a quelli già esigui del 2011. Nei prossimi 2 anni difficilmente si supereranno le 500.000 transazioni annuali, ritornando su posizioni di metà anni '90. Negli ultimi 12 mesi i prezzi medi delle abitazioni hanno perso circa il 4% in termini nominali e il 12% da inizio crisi: non si è verificato quindi nessun crollo delle quotazioni né lo scoppio della tanto temuta bolla come si è verificato in altre Nazioni. A differenza dei precedenti anni di crisi nel 2012, però anche i prezzi delle abitazioni di pregio sono leggermente diminuiti, segno che nessuna nicchia di mercato è esente dalla crisi. La resistenza dei prezzi è probabilmente una delle ragioni dello stallo delle compravendite: domanda e offerta sono molto distanti e il mercato appare profondamente cambiato. La lieve decrescita dei valori è un carattere comune all'intero mercato, riconducibile ad un eccesso di offerta diffuso in tutte le zone 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, prolungata per gli *assets* secondari, che non trovano o faticano a trovare compratori e per i quali pertanto i valori hanno subito sconti maggiori. L'offerta è maggiormente cresciuta, infatti, nelle zone periferiche delle grandi città; la domanda, di contro, è sempre più selettiva e attenta alla qualità dell'immobile, alla disponibilità di servizi nel quartiere in cui è localizzato e, in un'ottica di risparmio, anche all'efficienza energetica. Nel 2012 la stretta creditizia non si è allentata tenendo lontani dal mercato le giovani famiglie e gli immigrati, categorie che fino al 2007 erano state il motore della crescita del comparto immobiliare. Non è solo l'erogazione di mutui che è diminuita, si è contratta fortemente anche la domanda di credito: il mattone non è più considerato un investimento privo di rischi e la difficile situazione economica del Paese, con una disoccupazione crescente, mina la fiducia della classe media. L'entrata in vigore dell'IMU ha colpito il 72,4% delle famiglie italiane proprietarie dell'abitazione in cui vivono e in occasione del saldo di fine anno inoltre il 30% dei comuni ha decretato il rialzo delle aliquote per la prima casa. Ciò contribuisce a rimandare ulteriormente la ripresa del mercato

immobiliare residenziale e l'effetto psicologico derivante dalla sua introduzione si esaurirà solo nel lungo periodo. Per quanto riguarda l'investimento immobiliare a rendita, rilanciato dall'introduzione della cedolare secca, l'IMU è risultato essere molto penalizzante e il mercato delle seconde case ha subito un brusco rallentamento.

Nella prima parte del 2013 il numero di compravendite dovrebbe ulteriormente contrarsi per poi stabilizzarsi nella seconda parte dell'anno mentre per il 2014 si prevede una lenta ripresa: nelle zone periferiche delle città e nei piccoli centri si potrebbero registrare ulteriori e sensibili segni negativi nel volume degli scambi; la domanda per i cantieri in fase di ultimazione dovrebbe registrare un buon andamento così come il mercato delle grandi città. I prezzi delle abitazioni usate, anche recenti, non risultano competitivi rispetto al nuovo prodotto, più efficiente dal punto di vista energetico. La domanda per investimento risulterà ancora frenata sia dall'IMU che dalla situazione economica generale. Per tutto il 2013 si prevede solo un lieve allentamento della stretta creditizia mentre per quanto riguarda i prezzi non si dovrebbero registrare variazioni significative in termini reali ma solamente una lenta discesa.

Mercato retail

Il comparto commerciale è tra tutti il più eterogeneo nei suoi diversi segmenti: negozi, centri commerciali, *retail box*. Il terzo semestre dell'anno 2012, con poco meno di € 200 mln investiti, ha fatto registrare una consistente diminuzione del numero delle transazioni, inferiore di circa il 62% alla media trimestrale degli ultimi 3 anni, valore questo mitigato se si considera il dato aggregato dei primi nove mesi del 2012, pari a circa a € 1,3 mld. Nell'economia italiana il commercio, così come il settore terziario, è quello che presenta le maggiori difficoltà e di conseguenza il mercato immobiliare, nel suo segmento *retail*, è quello che ha incrementato la propria "rischiosità" locativa determinando un allontanamento degli investitori non solo istituzionali. Il crescente rischio legato al comparto commerciale nell'ultimo semestre ha prodotto riduzioni dei valori di vendita e dei canoni di locazione sostanzialmente allineate tra di loro; questo determina che il rendimento offerto da questa tipologia di investimenti resta sostanzialmente allineato a quanto osservato nel semestre precedente; dall'altra parte questo livello di rendimento non è pienamente condiviso dagli investitori istituzionali, i quali attribuiscono all'investimento in immobili a destinazione commerciale un profilo di rischio più elevato con la diretta conseguenza che le loro scelte di impiego di capitali ricadono su altre tipologie di investimento.

Nel segmento negozi si continua inoltre a registrare un'importante forbice tra i valori di locazione *prime* (zone centrali e di passaggio) e *location* secondarie. Nel primo caso le richieste permangono a livelli importanti con una conseguente stabilizzazione degli *yield* (dove i massimi rincari si attestano a 25bp). Nella seconda fattispecie, dove il livello di *vacancy* resta importante, corrisponde un calo – anche importante – dei canoni di locazione delineando conseguentemente un ulteriore innalzamento dei rendimenti. Così come avviene per il comparto residenziale, bisogna analizzare la composizione dei dati di sintesi appena rappresentati facendo preciso riferimento alla localizzazione degli immobili, la quale costituisce una variabile di importanza tale da causare un disallineamento delle tendenze di mercato appena rappresentate. Se infatti per le *High Street* si registrano rendimenti leggermente in salita sempre compresi tra il 5,0 e il 6,0 % con massima frequenza che si attesta al 5,6 %, per le location meno prestigiose i rendimenti possono essere superiori all'8 %.

L'interesse dei *brand* internazionali nelle *high street* delle città principali si conferma sostenuto. A cercare spazi *prime* sono sia *retailers* ancora non presenti in Italia sia *retailers* già presenti, non solo internazionali ma anche domestici, che vogliono rafforzare e/o migliorare la loro localizzazione/posizionamento. Le riqualificazioni ed il ripensamento di certi spazi che oggi stanno interessando sia negozi esistenti, sia edifici che subiranno un cambio di destinazione d'uso ma localizzati nelle vie centrali delle città, stanno creando nuove opportunità per i *retailers*.

Forze di natura diversa agiscono invece sugli altri due segmenti del comparto commerciale: centri commerciali e *retail box*; in questi segmenti, infatti, oltre alla localizzazione, che deve poter garantire determinati livelli di bacini di utenza, diventa centrale l'affidabilità dei singoli conduttori e il "track record" della struttura; per questo motivo nella scelta dell'investimento vengono preferiti immobili a reddito con flussi consolidati rispetto a nuove aperture che presentano maggior incertezza. Per lo stesso motivo al momento i progetti di sviluppo in questo ambito destano scarso interesse negli investitori istituzionali che preferiscono strategie più conservative di tipo *core*.

Per quanto riguarda le strutture di vendita di grande superficie localizzate a ridosso delle due più grandi città italiane si registrano *yield* tra il 6,75 e il 7,00 per cento. Infine, relativamente ai canoni di locazione, lo stesso periodo ha visto una revisione dei canoni ed il comparto *retail*, con una riduzione fino al -25% per strutture di recente apertura situate in location secondarie.

Mercato terziario

Nel terzo trimestre 2012 il comparto terziario ha fatto registrare un ulteriore forte calo nel numero delle transazioni, con una riduzione del -27,6% (dato che potrebbe essere considerato positivo se confrontato con

quello del trimestre precedente, -32,6%). Il volume degli investimenti si è assottigliato progressivamente dall'inizio dell'anno e le difficoltà interessano anche le grandi città e le zone centrali.

Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di location e qualità edilizio-architettonica. Segnali divergenti arrivano invece dal mercato delle locazioni, il quale è mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione, motivo per cui i potenziali conduttori continuano a guardare con molto interesse immobili di recente costruzioni con elevate caratteristiche qualitative (classe energetica, funzionalità degli spazi etc). Questo trend del mercato degli utilizzatori contribuisce a delineare una generalizzata crescita del livello di *vacancy* su tutto il mercato italiano, la cui composizione vede un forte divario tra immobili di classe A, per i quali si registrano nuovi contratti di locazione, e immobili di classe B, con livelli di occupazione sempre minori. Segnali negativi arrivano anche dall'andamento dei valori dei prezzi di compravendita e di locazione del comparto, i quali si attestano entrambi intorno al -2%; da questa corrispondenza deriva una sostanziale stabilità dei rendimenti di mercato che, per la tipologia prime office, si attestano tra il 5,75% ed il 6,75% nelle principali città italiane. La diminuzione dei valori immobiliari è anche motivata dall'introduzione dell'IMU, la quale ha avuto un riflesso diretto sull'innalzamento della redditività lorda richiesta dai nuovi investitori soprattutto per quei Comuni che hanno optato per una addizionale massima: in questi casi l'aumento richiesto dagli investitori si attesta allo 0,5% circa rispetto all'anno precedente.

Il mercato è tornato a concentrarsi nelle 2 principali città italiane, Milano e Roma, che da sole raccolgono il 20% del totale del mercato terziario italiano e il 50% degli investimenti corporate

Mercato terziario – Roma

Come volume complessivo nell'intero 2012, a Roma, sono stati investiti nel settore direzionale € 236 milioni, il 60% in meno rispetto al 2011. Il volume ha rappresentato il 28% del volume totale investito nel settore uffici in Italia nel 2012. Il totale del volume investito in tutti i settori, ha superato di poco i 500 mln di euro, una contrazione del 30% rispetto al 2011. Quasi la metà ha interessato uffici (47%) ed il resto due transazioni con oggetto negozi in posizioni prime ed un edificio ad uso misto che probabilmente sarà valorizzato come residenza di lusso.

Andando a guardare la tipologia degli investitori, i fondi immobiliari italiani ed i privati sono sempre stati molto attivi, mentre gli investitori esteri hanno sempre "disertato" la piazza romana.

Come risultato annuo, volume complessivo assorbito si attesta sul livello di quasi 63.000 mq, con una forte contrazione di quasi il 70% sul 2011. Rispetto all'assorbimento medio annuo degli ultimi quattro anni, il volume del 2012 è inferiore del 58%. Il livello di *vacancy* rate si mantiene poco superiore all' 8%.

La domanda potenziale di società private che oggi cercano attivamente spazi direzionali a Roma è stimata pari a circa 35.000 mq. I driver principali della domanda si confermano la razionalizzazione/consolidamento ed il miglioramento. Il driver della riduzione dei costi invece, è alla base del trend crescente delle rinegoziazioni. Alla domanda da parte di privati va aggiunta quella da parte di società legate al pubblico, che nel corso del 2013, potrebbero da sole realizzare un assorbimento tra i 60 - 80.000 mq.

I segnali di flessione registrati nel primo semestre 2012 sono stati confermati e amplificati nel semestre successivo; infatti l'introduzione della "*spending review*" ha portato ad un drastico calo del livello degli affitti di uffici specie nel centro della capitale (-8,0%), dove è maggiormente concentrata la presenza di sedi di enti statali. I **valori** immobiliari sono conseguentemente ridotti anche se con intensità inferiore nelle zone di pregio (centro, EUR) come nelle zone di importanza secondaria; questo dato è motivato non solo dai provvedimenti del Governo in materia di spesa pubblica, ma anche dall'inasprimento della fiscalità sul possesso degli immobili. I **canoni prime** nel CBD sono rimasti stabili anche nel quarto trimestre dell'anno, sul livello di € 410 mq anno, così come i canoni prime nelle altre aree della città. Nella zona EUR, dove si è concentrata la maggiore attività della domanda nell'anno appena trascorso, il canone prime si attesta sul valore di € 320 mq anno. Stabile anche il canone *prime* del sotto-mercato del Torrino, pari a € 270 mq anno. In queste aree, negli ultimi mesi dell'anno, l'aumento di disponibilità è stato compensato da un leggero miglioramento della domanda. Alcune società stanno considerando anche soluzioni di *pre let* nello sviluppo di Europarco Business Park, dove esiste ancora una superficie potenziale da sviluppare.

I valori dei **rendimenti prime** rispetto al trimestre precedente sono stati stimati in aumento. In centro il rendimento si attesta sul 5,80%.

Mercato terziario – Milano

Il volume annuo investito negli uffici a Milano è stato poco meno di €400 milioni, in contrazione del 26% rispetto allo scorso anno, ma anche rispetto alla crisi immobiliare precedente. Si tratta di uno dei volumi più bassi nella storia del mercato milanese. L'81% del volume investito nel settore immobiliare nel 2012 è stato diretto nel settore degli uffici. Nell'ultimo trimestre, il volume degli investimenti è stato sostenuto da transazioni unicamente nel settore degli uffici, con un volume di circa €145 Milioni.

Il volume annuo di assorbimento si attesta sul valore di 245.300 mq, il 27% inferiore al volume dello scorso anno ed il 17% al di sotto della media annua degli ultimi sette anni. Il consolidamento, la rilocalizzazione e il

cost saving si confermano i driver principali della domanda. Anche nell'ultimo trimestre c'è stata una contrazione del 27% rispetto al trimestre precedente.

Il *vacancy rate* è proseguito nella crescita, portandosi sul livello dell' 11,6%, prevalentemente come effetto del nuovo stock realizzato (incluse anche le ristrutturazioni). Infatti, la superficie di progetti completata è aumentata considerevolmente.

I **canoni prime** (CBD), fermi dal terzo trimestre 2009, hanno mostrato una leggera contrazione, pari al 2%, nell'ultimo trimestre dell'anno, rimanendo comunque al di sopra della soglia dei € 500 mq anno. Ciò conferma il momento particolarmente difficile per le aziende che, in un clima di generale incertezza economica, continuano a rimandare possibili piani di espansione/rilocalizzazione. I canoni prime nelle altre aree di Milano si sono confermati stabili rispetto ai trimestri precedenti: €400 mq anno nel centro, €360 mq anno nel semicentro, €260 mq anno nella periferia. Stabili i valori anche nei principali mercati dell'Hinterland, sostenuti dalla maggiore attività della domanda nell'ultimo trimestre dell'anno.

In realtà, la stabilità dei canoni prime nasconde un crescente ricorso agli incentivi, bilanciato da una durata del contratto superiore allo standard di 6 anni (è sempre più comune il contratto di durata 9+6 anni). Infatti, soprattutto per immobili non prime e non ben localizzati, la differenza tra canoni prime ed effettivi oscilla tra il 10-15%. Le nuove locazioni sono sempre dettate dalla ricerca da parte dei conduttori di un maggior rapporto tra qualità ed efficienza degli spazi e canone richiesto. Tutto questo nonostante nel corso dell'anno siano stati completati nuovi spazi per una superficie superiore a 100.000 mq, di cui ben 50.000 mq dal completamento del progetto di Porta Nuova. Inoltre, tra il quarto trimestre 2012 e l'inizio dell'anno 2013, si aspetta la consegna di ulteriori 170.000 mq concentrati principalmente nel semicentro cittadino.

I **valori immobiliari** continuano a scendere seppur con una lieve intensità, trainati principalmente dal calo diffuso dei canoni di locazione in tutte le zone di Milano e dall'importante offerta di spazi di nuova realizzazione. I rendimenti lordi prime sono diminuiti, riflettendo il ritorno alla normalità sui mercati finanziari, e tornati sul livello del 6.00%, comunque ancora elevato rispetto alla media storica del mercato milanese. I rendimenti per *asset* secondari rimangono stabili sul livello del 7.75% lordo.

Mercato industriale

Nel primo semestre del 2012 la crisi economica ha iniziato a farsi sentire sui nuovi sviluppi, con un conseguente rallentamento nelle *completion*, con un totale di circa 100.000 mq di nuovo spazio destinato a magazzini consegnati, di cui ben 18.000 mq erano concentrati in un singolo schema speculativo nella regione Lombardia. Questo rallentamento è stato registrato nella maggior parte dei paesi europei e, abbinato alla relativamente vivace attività di assorbimento, ha influito sui *vacancy rate* nelle prime location.

In linea con gli altri segmenti del mercato immobiliare, si è registrato per il quarto trimestre consecutivo una flessione del numero delle compravendite, attestandosi su un livello di circa 2.200 transazioni, in diminuzione di quasi 800 unità rispetto allo stesso rilievo effettuato l'anno precedente (-25,9%). Nonostante ciò, quello industriale è il segmento che nell'arco del 2012 ha registrato la minore flessione del numero di transazioni in termini relativi (-20,8%). La scarsa dinamicità di questo segmento di mercato è controbilanciata da un andamento stabile, in termini di valore dei prezzi e dei rendimenti, per i *prime asset* (definiti tali per caratteristiche costruttive e localizzazione) presenti nei principali nodi della rete di trasporti del Paese (Milano, Bologna, Piacenza, Roma). Dato questo caratterizzato dalla forte incidenza delle logistiche che costituiscono il segmento più importante di questo comparto. I rendimenti offerti da questa tipologia di investimenti rimane stabile e non vengono registrate importanti differenze geografiche, con rendimenti di mercato intorno tra il 7,75% e l'8,00% per Roma e Milano e tra l'8,00% e l'8,50% per le location secondarie.

1.2 Mercato dei fondi immobiliari

Il rapporto semestrale sui fondi immobiliari realizzato da Assogestioni e IPD evidenzia un generale rallentamento dell'industria dei fondi immobiliari italiani. La raccolta nel primo semestre del 2012 è stata pari a oltre €1,4 miliardi, mentre il volume delle attività si è attestato sopra la soglia dei €42 miliardi con un incremento del 4,2% rispetto al semestre precedente. Il patrimonio netto dei 185 fondi immobiliari censiti rimane stabile, pari a circa €26 miliardi. Nel corso del semestre sono stati istituiti 4 nuovi fondi non speculativi, tutti costituiti mediante apporto e destinati a investitori qualificati. L'offerta del settore è costituita per l'88% da fondi riservati, che detengono un patrimonio di circa €21 miliardi. Ai fondi *retail*, il 12% dell'offerta, spetta la gestione di un patrimonio superiore a €5 miliardi. La composizione delle attività è costituita per il 90% da immobili e diritti reali immobiliari. Restano invariate le percentuali sul fronte delle destinazioni d'uso, dove il 54% degli investimenti è concentrato nel settore degli immobili a destinazione uffici. Gli immobili a destinazione *retail* pesano il 16%. È pari al 9% la categoria residenziale, mentre gli altri investimenti (caserme, centraline telefoniche e terreni) sono pari all'8%. A livello geografico il nord ovest (45%) e il centro (33%) sono le aree in cui si registrano i principali investimenti. Si rileva inoltre nel corso del semestre la crescita della percentuale investita nel nord est e all'estero.

Per quanto riguarda i fondi immobiliari italiani quotati, si confermano i problemi collegati alla scarsa liquidità del settore e all'elevato sconto dei valori di quotazione in borsa dei fondi rispetto al Nav.

L'incertezza legislativa dei 2 anni precedenti ha minato la fiducia soprattutto degli investitori stranieri mentre molti fondi che stavano per giungere a scadenza hanno scelto di usufruire del periodo di grazia di 3 anni o di prorogare la scadenza. Molti fondi riservati di piccola dimensione stanno iniziando un percorso di liquidazione che nei prossimi 2 anni dovrebbe portare all'immissione sul mercato di immobili per un valore superiore ai 3 miliardi mentre nei prossimi mesi si dovrebbe assistere alla nascita dei fondi di immobili pubblici. Nel quadro del risparmio gestito, i fondi immobiliari, pur occupando una quota marginale poco superiore al 4%, rappresentano un segmento in crescita sia nel breve sia nel medio periodo, facendo registrare una raccolta media annua di 1,5 miliardi di euro (dato 2009-2011: €2,3 miliardi).

2. Attività di Gestione del Fondo

2.1 Andamento della Gestione

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2012 ammonta a Euro 125.567.215 (Euro 133.887.252 nel 2011), corrispondente ad un valore unitario delle quote pari a Euro 2.226,369 (Euro 2.373,887 nel 2011), con un decremento rispetto al precedente esercizio del 6,21%.

La riduzione del valore complessivo del Fondo è dovuta al risultato negativo dell'esercizio di Euro 8.320.037, determinato sostanzialmente dall'impatto delle svalutazioni del portafoglio immobiliare (Euro 11.300.000). Tali valutazioni, oltre a riflettere l'impatto negativo dell'IMU e il rilascio anticipato di un immobile ad uso direzionale, hanno risentito principalmente delle incertezze del mercato nel settore dei centri commerciali, con conseguente penalizzazione degli immobili aventi tale destinazione.

Le attività del Fondo al 31 dicembre 2012 sono rappresentate principalmente da:

- investimenti immobiliari pari a complessivi Euro 141.700.000 (97,06% del totale attività). Il portafoglio è costituito da sei immobili ubicati ad Andria, Bologna, Cinisello Balsamo, Milano, Rutigliano e Torino, con destinazione prevalente commerciale e logistica. Tra i principali investimenti vi sono i centri commerciali di Andria e Bologna, maggiormente interessati dalla generale crisi dei consumi, nonché l'immobile a uso direzionale di Torino rilasciato anticipatamente. Tali circostanze hanno determinato svalutazioni immobiliari di detti *asset* per Euro 10.000.000 (-10,67%), mentre le contenute svalutazioni sugli altri immobili, pari a Euro 1.300.000 (-2,19%) sono essenzialmente dovute al richiamato impatto IMU.
La valutazione del portafoglio del Fondo, espressa dall'Esperto indipendente e condivisa dal Consiglio di Amministrazione e dal Collegio Sindacale, è riportata in appendice al rendiconto;
- partecipazioni totalitarie in Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l., iscritte per un valore complessivo di Euro 522.050. Tali società gestiscono i rami d'azienda esercitati nei centri commerciali di proprietà del Fondo, i cui risultati sono stati ovviamente condizionati dalla citata contrazione dei consumi;
- liquidità pari complessivamente a Euro 1.844.250, formata dalle disponibilità sui conti bancari al 31 dicembre 2012;
- crediti v/clienti per canoni di locazione ed oneri accessori, per Euro 1.733.748, importo al netto delle svalutazioni effettuate e relativo principalmente alle società controllate per Euro 1.138.529.

Il valore dei finanziamenti ipotecari in essere al 31 dicembre 2012 è pari ad Euro 17.588.751, corrispondente al 12,41% dell'intero portafoglio immobiliare (circa il 16% del valore degli immobili a garanzia dei finanziamenti). A copertura del rischio di oscillazione dei tassi d'interesse, sono stati stipulati alcuni contratti swap, per i dettagli dei quali si rinvia alle Sezioni III.H e V della Nota integrativa.

Sotto il profilo reddituale, la variazione del risultato dell'esercizio rispetto al precedente (perdita di Euro 8.320.036 contro una perdita 2011 di Euro 3.438.612) è stata determinata principalmente dalle maggiori svalutazioni degli immobili (Euro 11.300.000 contro Euro 7.020.817). Depurando i risultati dei due esercizi a confronto dell'effetto negativo delle valutazioni immobiliari si passerebbe da un utile di Euro 3.582.205 ad un utile di 2.979.964 con una variazione negativa pari a Euro 602.241.

In particolare la gestione dei beni immobili ha generato un risultato positivo per l'esercizio 2012, al netto dell'effetto delle valutazioni, pari a Euro 6.392.125 (Euro 7.388.944 nel 2011). La flessione di tale risultato rispetto al precedente esercizio, è relativa, principalmente: i) ad un decremento dei canoni di locazione, al

netto dei costi immobiliari per Euro 660.722 causati prevalentemente dal rilascio anticipato di un immobile ad uso direzionale e da riduzioni dei canoni degli immobili commerciali; ii) all'effetto negativo dell'IMU che passa da Euro 268.242 a Euro 604.208.

La gestione delle società partecipate, a causa delle richiamate difficoltà nella conduzione dei centri commerciali, ha registrato delle perdite, riflesse nel rendiconto del Fondo attraverso la svalutazione pari a Euro 416.090, (Euro 120.000 nel 2011), effettuata per adeguare il valore delle partecipazioni al patrimonio netto delle stesse.

Gli oneri finanziari, maggiorati degli oneri relativi ai contratti di copertura del rischio di tasso, registrano un decremento rispetto all'esercizio precedente (Euro 934.196 contro Euro 1.061.442), per effetto principalmente di una riduzione nell'esercizio 2012 dell'indebitamento medio e dei tassi d'interesse, per la parte dei finanziamenti non coperti che nel 2012, a seguito della scadenza nel 2011 di alcuni contratti di copertura, è aumentata rispetto al precedente esercizio.

Sempre con riguardo alla gestione finanziaria, i proventi finanziari passano da Euro 188.834 ad Euro 110.185 principalmente per una riduzione della giacenza media di liquidità nei due esercizi a confronto.

Gli Oneri di Gestione del Fondo presentano una riduzione rispetto allo scorso esercizio (-7,19%), passando da complessivi Euro 2.677.766 a Euro 2.485.136: la variazione è in massima parte l'effetto della riduzione delle provvigioni riconosciute alla S.G.R. (-151.094 Euro).

Gli Altri Ricavi e Oneri presentano un deciso risultato positivo rispetto al 2011 (+434.868 contro -43.219 Euro) e sono significativamente influenzati dall'avvenuto incasso di crediti precedentemente svalutati.

2.2 Investimenti, disinvestimenti e attività di locazione

Il portafoglio del Fondo, come detto, è costituito da sei immobili con destinazione prevalentemente commerciale e logistica e tra i principali investimenti vi sono i centri commerciali di Andria e Bologna, maggiormente interessati dalla generale crisi dei consumi. Le società di gestione dei centri commerciali si sono trovate quindi ad affrontare tale complessa situazione ed al fine di salvaguardare i livelli di occupazione hanno effettuato una serie di rinegoziazioni dei contratti di locazione, con allineamento dei canoni alle attuali condizioni di mercato, ricorrendo anche ad incentivi sotto forma di *free rent* iniziali, ovvero all'applicazione di canoni ad incremento progressivo nel tempo. Le difficoltà incontrate dalle società partecipate nella gestione di tali centri hanno richiesto interventi da parte del Fondo sia in termini di riduzioni temporanee dei canoni di locazione applicati alle partecipate, che di copertura di perdite.

Anche il comparto della logistica ha risentito in modo decisivo della congiuntura economica non favorevole e della crisi delle imprese industriali. Nell'esercizio appena concluso la domanda di spazi logistici è rallentata, facendo aumentare il livello dei volumi sfitti e inducendo una riduzione dei canoni medi per metro quadro; ad ogni modo, il fondo ha comunque sottoscritto un contratto di locazione per una superficie di 2.500 mq per l'immobile di Rutigliano.

Tra gli altri eventi significativi che hanno interessato l'attività locatizia, si evidenzia che si è perfezionata una transazione con il conduttore di un immobile a uso direzionale sito in Torino via Marocchetti a seguito del recesso per gravi motivi.

La Società di Gestione intende proseguire l'attività di valorizzazione del portafoglio immobiliare ed è orientata alla ricerca di opportunità di locazione e/o disinvestimento che possano soddisfare i target di rendimento che il Fondo si prefigge, riducendo l'attuale tasso di *vacancy*. In questa ottica, si evidenzia che sono stati conclusi accordi per il supporto all'attività di vendita con due primari *advisor* internazionali specializzati nel settore retail e nel mercato immobiliare logistico.

2.3 Obiettivi e politiche in materia di gestione dei rischi

Al fine di minimizzare il rischio connesso alla gestione immobiliare la Società di Gestione 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.

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 28 febbraio 2012 e pubblicate sul sito internet della Società, www.bsg-sgr.com nella sezione *Corporate Governance* – Documenti Societari.

Rischi di mercato

Il mercato immobiliare è soggetto ad un andamento ciclico dei valori degli affitti e dei prezzi degli immobili ed è funzione delle dinamiche macroeconomiche, peraltro condizionate dalle condizioni economiche specifiche delle aree in cui gli immobili sono localizzati.

I fattori macroeconomici che maggiormente influenzano i valori immobiliari sono :

- andamento dei tassi d'interesse;
- andamento dei mercati degli investimenti alternativi a quello immobiliare;
- crescita economica.

Le politiche d'investimento del Fondo sono finalizzate a gestire queste variabili in modo da poter massimizzare i ritorni dell'investimento attraverso:

- scelta di conduttori di primario "standing";
- contratti di locazione di lungo periodo;
- "location" in grosse aree urbane;
- basso livello di "vacancy";
- massimizzazione dello "yield", cioè del rapporto tra canone e valore del bene.

Per quello che concerne le vendite, il costante monitoraggio dei prezzi di mercato consente di cogliere le opportunità offerte dalle contingenti situazioni del mercato.

Rischio di credito

Come precisato precedentemente, la scelta di conduttori con merito del credito elevato consente di minimizzare, generalmente, il rischio di credito. Le procedure di monitoraggio dei conduttori sia in fase di acquisizione che durante la normale operatività del contratto consente di ridurre ulteriormente il rischio derivante dalla gestione dei contratti di locazione.

Rischio Tasso d'interesse

In relazione ai finanziamenti accesi dal Fondo, la società di gestione ha attivato una politica di copertura del rischio finanziario, in particolare per quello che concerne il rischio tasso, mediante contratti di Interest Rate Swap. 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 tasso 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.

2.4 Eventi successivi alla chiusura dell'esercizio

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

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione
Roma, 28 febbraio 2013

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2012
SITUAZIONE PATRIMONIALE

SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2012		Situazione al 31/12/2011	
	valore complessivo	in perc. dell'attivo	valore complessivo	in perc. dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>	522.050	0,36	452.140	0,29
A1. Partecipazioni di controllo	522.050	0,36	452.140	0,29
A2. Partecipazioni non di controllo	-	-	-	-
A3. Altri titoli di capitale	-	-	-	-
A4. Titoli di debito	-	-	-	-
A5. Parti di OICR	-	-	-	-
<u>Strumenti finanziari quotati</u>	-	-	-	-
A6. Titoli di capitale	-	-	-	-
A7. Titoli di debito	-	-	-	-
A8. Parti di OICR	-	-	-	-
<u>Strumenti finanziari derivati</u>	-	-	-	-
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	141.700.000	97,06	153.000.000	97,02
B1. Immobili dati in locazione	141.700.000	97,06	153.000.000	97,02
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'	1.844.250	1,26	2.234.000	1,42
F1. Liquidità disponibile	1.844.250	1,26	2.234.000	1,42
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	-	-	-
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	-	-	-
G. ALTRE ATTIVITA'	1.926.247	1,32	2.016.432	1,28
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	-	-	-
G2. Ratei e risconti attivi	129.344	0,09	48.204	0,03
G3. Risparmio d'imposta	-	-	-	-
G4.1 Crediti vs clienti	1.733.748	1,19	1.628.262	1,03
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso	-	-	-	-
G4.3 Altre	63.155	0,04	339.966	0,22
TOTALE ATTIVITA'	145.992.547	100,00	157.702.572	100,00

SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2012	Situazione al 31/12/2011
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	17.588.751	20.410.054
H1. Finanziamenti ipotecari	17.588.751	20.410.054
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'	2.836.581	3.405.266
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	1.923.369	2.563.590
M2. Debiti di imposta	12.755	11.705
M3. Ratei e risconti passivi	104.009	74.357
M4. Debiti verso altri		
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	796.448	755.614
TOTALE PASSIVITA'	20.425.332	23.815.320
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	125.567.215	133.887.252
Numero delle quote in circolazione	56.400,00	56.400,00
Valore unitario delle quote	2.226,369	2.373,887
Rimborsi distribuiti per quota	0,00	25,00
Proventi distribuiti per quota	0,00	0,00

SEZIONE REDDITUALE

SEZIONE REDDITUALE (Valori in Euro)				
	Rendiconto al 31/12/2012		Rendiconto al 31/12/2011	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
A1. PARTECIPAZIONI	-416.090		-120.000	
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili / perdite da realizzo				
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-416.090		-120.000	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili / perdite da realizzo				
A2.3 plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili / perdite da realizzo				
A3.3 plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-99.779		-331.263	
A4.1 di copertura	-99.779		-331.263	
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		-515.869		-451.263
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	-4.919.482		364.442	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	7.953.418		9.121.545	
B2. Utile/perdite da realizzo				
B3. Plusvalenze/minusvalenze	-11.300.000		-7.020.817	
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	-968.692		-1.468.044	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Comunale sugli Immobili	-604.208		-268.242	
Risultato gestione beni immobili		-4.919.482		364.442
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 realizzo				
E3. plusvalenze / minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		-5.435.351		-86.821
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			99.373	
G1. Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate			99.373	
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli				
Risultato lordo della gestione caratteristica		-5.435.351		12.552
H. H. ONERI FINANZIARI	-834.417		-730.179	
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	-775.809		-687.070	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-775.809		-687.070	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. Altri oneri finanziari	-58.608		-43.109	
Risultato netto della gestione caratteristica		-6.269.768		-717.627
I. ONERI DI GESTIONE	-2.485.136		-2.677.766	
I1. Provvigione di gestione SGR	-2.257.241		-2.408.335	
I2. Commissioni banca depositaria	-66.944		-68.868	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-24.000		-29.500	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-10.714		-13.824	
I5. Altri oneri di gestione	-126.237		-157.239	
L. ALTRI RICAVI E ONERI	434.868		-43.219	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	110.185		89.461	
L2. Altri ricavi	418.567		143.950	
L3. Altri oneri	-93.884		-276.630	
Risultato della gestione prima delle imposte		-8.320.036		-3.438.612
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.1 Risparmio di imposta				
M3.1 Altre imposte				
Utile / perdita dell'esercizio		-8.320.036		-3.438.612

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

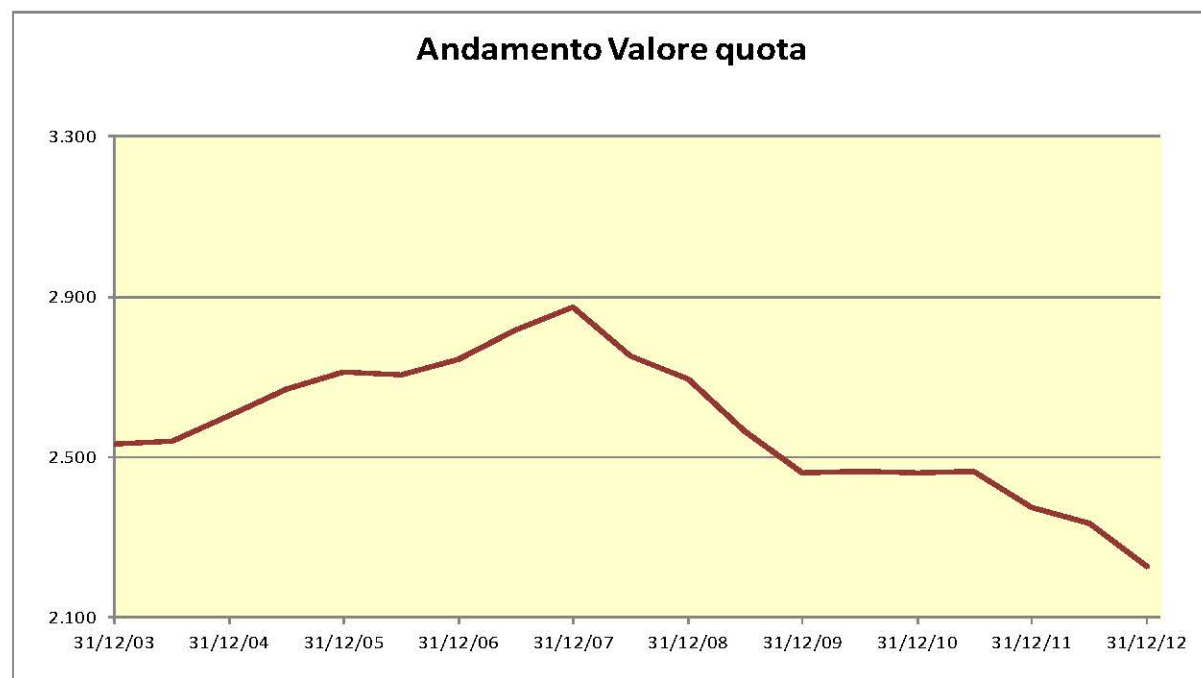
Il Fondo Invest Real Security ha iniziato la propria operatività il 29 settembre 2003 con un valore nominale della quota pari ad Euro 2.500.

Alla data del presente rendiconto, il valore della quota risulta essere pari ad Euro 2.226,369, registrando un decremento del 6,21% rispetto al valore al 31 dicembre 2011. Il tasso di rendimento è stato calcolato, così come indicato da Assogestioni, con il metodo Dietz Modificato.

In coincidenza con le date dei rendiconti, il valore della quota ha raggiunto in seguito i seguenti valori:

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	154.673.478
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	2.226,369	125.567.215
31/12/2011	56.400	2.373,887	133.887.252
31/12/2012	56.400	2.226,369	125.567.215

L'andamento è rappresentato dal grafico sottostante:



Sulla variazione del valore della quota nell'esercizio 2012 ha influito il risultato del periodo, pari a Euro - 8.320.036, con riferimento al quale si rimanda a quanto illustrato al paragrafo "Andamento della Gestione" della Relazione degli Amministratori.

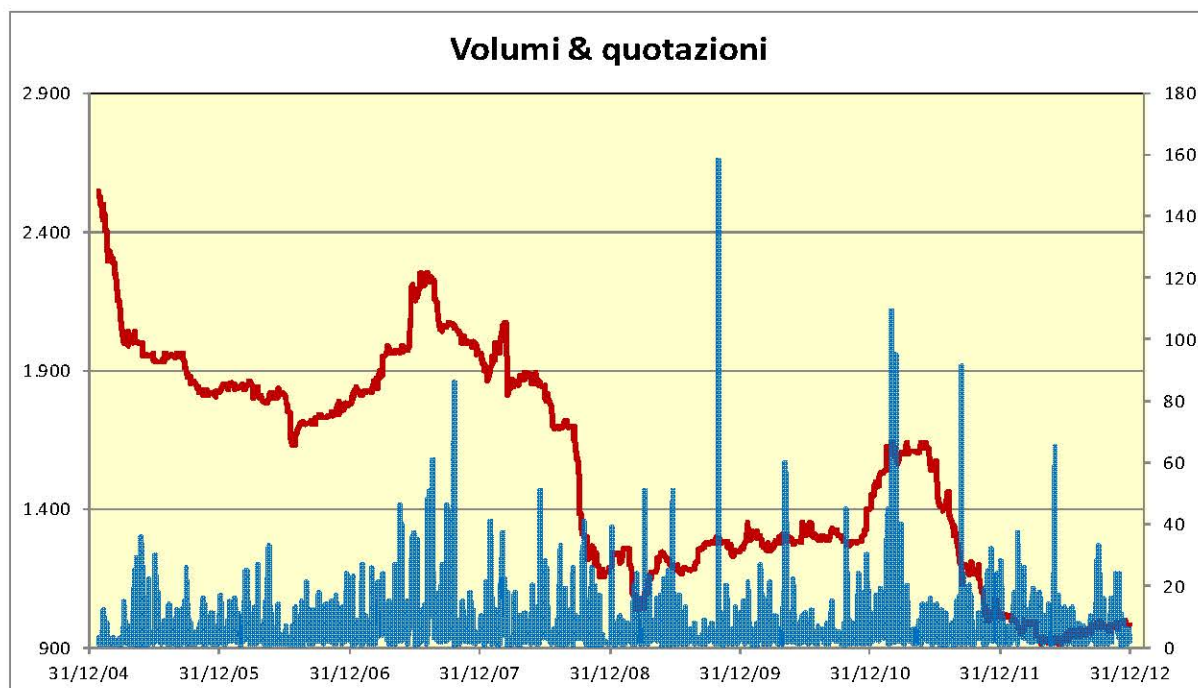
Le quote del Fondo sono negoziate nel mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana a far data dal 24 gennaio 2005.

Le transazioni dell'esercizio 2012 hanno interessato n. 1.405 quote, con una media di 7,06 quote al giorno. La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo pari ad Euro 1.025 il 2 gennaio 2012 e quello minimo di Euro 915 il 13 ed il 18 giugno 2012.

La quotazione dell'ultimo giorno di Borsa aperta al 31 dicembre 2012 è stata pari ad Euro 982.



Di seguito viene rappresentato graficamente l'andamento dei volumi e dei prezzi dalla data di collocamento al 31 dicembre 2012:

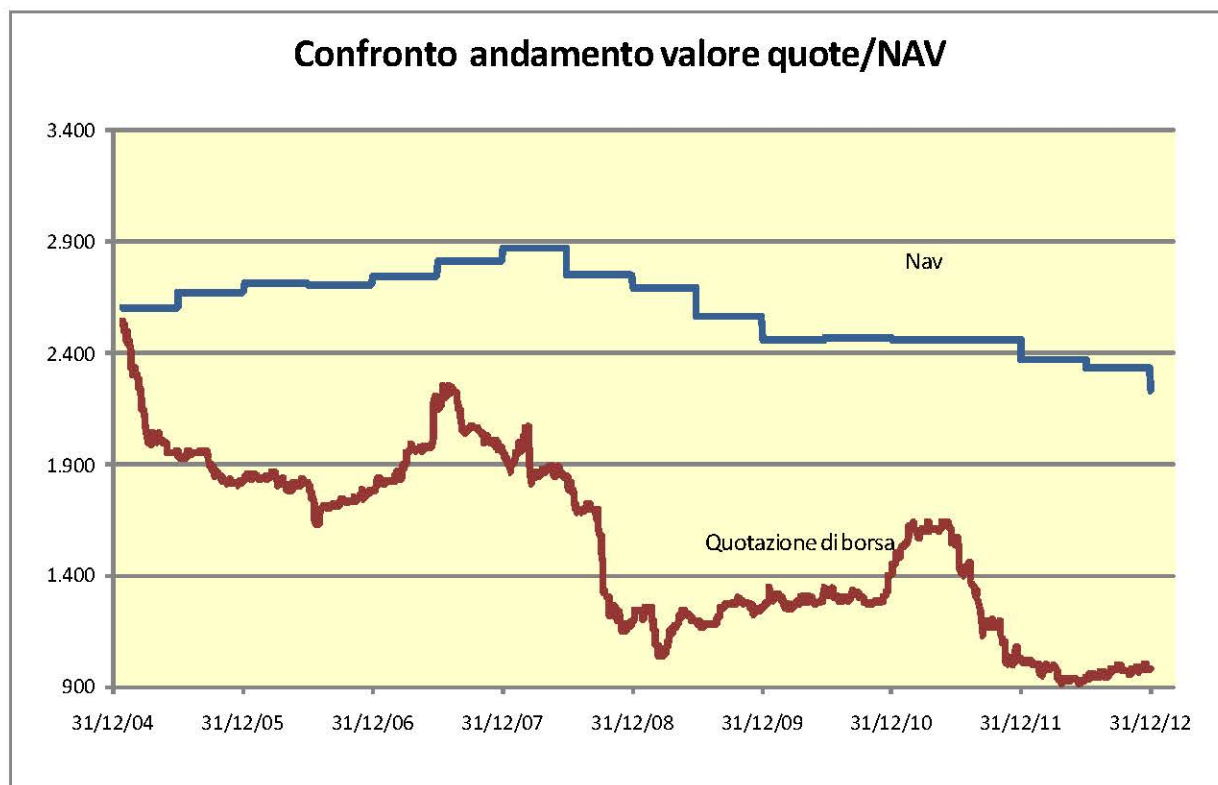


In generale nel mercato quotato dei Fondi immobiliari i prezzi differiscono in misura rilevante rispetto al NAV. Nello specifico a fine anno le quote scontavano il 55,89 % rispetto al NAV al 31 dicembre 2012.

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 2012 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 è riferito 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 di quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 8 maggio 2012, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti).

L'esperto indipendente ha valutato, alla data del 31 dicembre 2012, gli immobili vincolati al patrimonio del Fondo con il metodo del *Discounted Cash Flow* 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 il flusso di cassa viene capitalizzato a un preciso tasso, ottenendo un valore di uscita. Sia i costi di valorizzazione sia il valore di vendita capitalizzato sono stati attualizzati a tassi che tengono conto della rischiosità relativa al singolo *asset*. Il risultato di tale processo permette di ottenere un valore attuale per ogni singolo immobile appartenente al Fondo.

Per poter costruire i flussi di cassa relativi ad ogni immobile l'esperto indipendente ha recepito le informazioni relative ad ogni singolo contratto di locazione in termini di qualità del conduttore, di flussi finanziari previsti per l'incasso dei canoni, di durata contrattuale e di meccanismi d'indicizzazione.

L'esperto ha inoltre proceduto ad ispezionare gli immobili vincolati al Fondo per verificare le informazioni ricevute dalla società su consistenze e destinazioni d'uso nonché le condizioni immobiliari intrinseche ed estrinseche, comprese le infrastrutture di zona, alla data di riferimento del rendiconto.

L'esperto indipendente ha inoltre confrontato le risultanze dei propri modelli valutativi con le informazioni del mercato di riferimento del singolo immobile per poter determinare dati rilevanti quali canoni, prezzi correnti, livelli di domanda e offerta, tempi di attesa degli operatori onde poter esprimere le considerazioni finali sulla valutazione.

Le valutazioni dell'Esperto Indipendente sono effettuate *asset by asset* e quindi non tengono conto di eventuali sconti che potrebbero derivare dalle cessioni in blocco degli immobili.

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 (Bat).

Di tali immobili si fornirà dettaglio nella sezione dedicata.

Saldo al 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
522.050	452.140

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 (BA) 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	294.668	242.140
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 (da specificare)					

Si precisa che nel corso dell'esercizio 2012 il valore di carico di tale partecipazione ha subito la seguente movimentazione:

Saldo al 31/12/2011	242.140
Ripianamenti perdite in corso di formazione	420.000
Svalutazioni	-367.472
Saldo al 31/12/2012	294.668

La Società ha ricevuto nell'ottobre 2012 due avvisi di accertamento, relativi alle annualità 2007 (importo richiesto Euro 424.993) e 2008 (importo richiesto Euro 286.500): 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; è in corso la procedura di accertamento con adesione, al termine della

quale, nel caso di esito negativo, sarà proposto ricorso in Commissione Tributaria, ritenendo fondate le ragioni della Società e non probabile l'insorgere di una passività.

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	1.370.685	2.003.998	1.195.567
2) partecipazioni	155	155	155
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	1.069.585	1.732.124	801.088
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	294.668	244.174	337.867
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
◦ capitale circolante lordo	1.066.140	1.666.830	827.384
◦ capitale circolante netto	-3.445	-65.294	26.296
◦ capitale fisso netto	296.688	323.802	351.090
◦ posizione finanziaria netta	196.269	475.184	330.458
Dati reddituali	Ultimo esercizio (31/12/2012)	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato	2.124.132	2.763.945	2.835.131
2) margine operativo lordo	-359.826	-66.182	-238.865
3) risultato operativo	-386.940	-93.470	-267.371
4) saldo proventi/oneri finanziari	4.092	11.002	5.295
5) saldo proventi/oneri straordinari	13.342	-4.032	268.075
6) risultato prima delle imposte	-369.506	-86.500	5.999
7) utile (perdita) netto	-369.506	-93.692	5.999
8) ammortamenti dell'esercizio	-27.114	-27.288	-28.506

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	227.382	210.000
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 (da specificare)					

Si precisa che nel corso dell'esercizio 2012 il valore di carico di tale partecipazione ha subito la seguente movimentazione:

Saldo al 31/12/2011	210.000
Ripianamenti perdite in corso di formazione	66.000
Svalutazioni	-48.618
Saldo al 31/12/2012	227.382

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

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio (31/12/2012)	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	664.138	891.422	602.792
2) partecipazioni			0
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	436.373	663.769	331.951
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	227.382	227.414	270.089
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
° capitale circolante lordo	548.955	765.837	465.073
° capitale circolante netto	112.582	102.068	133.122
° capitale fisso netto	114.329	124.491	136.696
° posizione finanziaria netta	62.375	153.479	67.825
Dati reddituali	Ultimo esercizio (31/12/2012)	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato	367.844	586.174	645.749
2) margine operativo lordo	-62.947	-29.927	-207.793
3) risultato operativo	-73.110	-42.132	-222.709
4) saldo proventi/oneri finanziari	487	-107	2.161
5) saldo proventi/oneri straordinari	6.592	3.265	219.891
6) risultato prima delle imposte	-66.031	-38.974	-657
7) utile (perdita) netto	-66.031	-42.675	-657
8) ammortamenti dell'esercizio	-10.163	-12.205	-14.916

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.

F) Altre informazioni

Non si segnalano informazioni relativamente a questo aspetto.

Nel periodo di riferimento non ci sono state movimentazioni relative ad acquisti o vendite e non sono stati effettuati disinvestimenti dall'avvio ad oggi.

I valori delle partecipazioni sono stati incrementati per l'avvenuta costituzione, in entrambi i casi, di fondi per copertura perdite, mediante parziali rinunce ai crediti; si è quindi proceduto alla svalutazione per allinearne il valore a quello dei rispettivi patrimoni netti; il dettaglio delle svalutazioni è contenuto a commento della Sezione I, Parte C, della presente nota.

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 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
141.700.000	153.000.000

Il saldo al 31 dicembre 2012 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	Importo
Valore di acquisto originario	174.547.860
Spese accessorie di acquisto	1.837.421
Capitalizzazioni	2.879.963
Totale costo storico	179.265.244
Valutazioni	-37.565.244
Totale	141.700.000

Le movimentazioni dell'esercizio sono rappresentate esclusivamente dalle svalutazioni effettuate.

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

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	2.006	14.021					51.635.871	4.853.816	
					386	621	Affitto	25/03/2018	Impr. Comm.le			
					2.840	158	Affitto	31/03/2018	Impr. Comm.le			
					83	428	Affitto	25/03/2018	Impr. Comm.le			
					6.423	113	Affitto	31/12/2015	Impr. Comm.le			
					4.146	112	Affitto	01/01/2022	Impr. Comm.le			
	Lombardia											
2	MILANO	212-A01 VIA BROLETTO 16	UFFICI	1961/1968	8.174					37.469.973	6.475.001	Vinc. L. 1089/39
					82	434	Affitto	31/03/2017	Impr. Comm.le			
					224	496	Affitto	30/09/2017	Impr. Comm.le			
					118	670	Affitto	30/09/2017	Regione			
					7.750	336	Affitto	24/11/2015	Impr. Comm.le			
3	CINISELLO BALSAMO	212-A10 VIALE FULVIO TESTI 124	UFFICI	1.990,00	5.007					7.610.622		
					1.132	146	Affitto	31/12/2014	Impr. Ind.le			
					401	158	Affitto	31/07/2016	Impr. Ind.le			
					667	136	Affitto	14/02/2014	Impr. Ind.le			
					652	126	Affitto	31/08/2014	Impr. Ind.le			
	Piemonte											
4	TORINO	212-A08 VIA C. MAROCCHETTI 11	UFFICI	1.968,00	19.827					18.012.822		
	Puglia											
5	ANDRIA	212-A12 CONTRADA BARBADA D'ANGELO	COMMERCIALE	1.999,00	12.184					52.166.855	6.259.934	
					38	270	Affitto	31/03/2017	Impr. Comm.le			
					12.146	235	Affitto	15/02/2018	Impr. Comm.le			
6	RUTIGLIANO	212-A13 Via Adelfia snc	LOGISTICA	2.007,00	12.706					12.369.101		
					10.144	0	Affitto	31/10/2009				
Totali										179.265.244	17.588.751	

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 e canoni
Fino 1 anno	528.129	66.282		66.282	0,83
DA oltre 1 a 3 anni	58.438.480	3.666.106		3.666.106	45,75
DA oltre 3 a 5 anni	2.438.709	236.213		236.213	2,95
DA oltre 5 a 7 anni	49.737.661	3.580.646		3.580.646	44,69
oltre 9 anni	8.280.068	463.312		463.312	5,78
A) Totale beni Immobili locati	119.423.046	8.012.559		8.012.559	100,00
B) Totale beni Immobili Non locati	22.276.954	0		0	0,00

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

A far data dal 1 luglio 2012, risulta non locata una porzione dell'immobile sito in Torino – Via Marocchetti per recesso anticipato del conduttore per gravi motivi.

Si inserisce 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 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
1.844.250	2.234.000

La voce, interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile", è relativa alla disponibilità liquida in giacenza sul conto corrente bancario del patrimonio di *Invest Real Security* acceso presso Iccrea Banca S.p.A. quale banca depositaria del Fondo per l'importo Euro 1.843.173 e al conto cambiali presso la BCC per il saldo contabile di Euro 1.077 alla data del 31 dicembre 2012.

II.9. Altre attività

Saldo al 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
1.926.247	2.016.432

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata:

Descrizione	Importo
Ratei e risconti attivi	129.344
Crediti verso clienti	1.733.748
Altre	63.155
<i>Spese su Mutuo</i>	<i>33.108</i>
<i>Depositi cauzionali da fornitori</i>	<i>3.840</i>
<i>Oneri pluriennali da ammortizzare</i>	<i>15.049</i>
<i>Erario c/Iva</i>	<i>11.158</i>
Totale	1.926.247

Nella voce Ratei e risconti attivi sono presenti i ratei per Euro 6.244 relativi principalmente alle quote dei canoni attivi di locazione di competenza dell'anno, i risconti per Euro 47.504 relativi alle imposte di registro gravanti sui contratti di locazione e di competenza dell'anno successivo e le commissioni sui finanziamenti

per l'importo di Euro 81.840 riscontate annualmente fino alla data di scadenza dei relativi contratti di finanziamento.

I crediti verso clienti sono dettagliati nel modo seguente:

Descrizione	Importo
Crediti verso clienti inquilini al netto degli anticipi	3.100.378
Cambiali attive	288.000
Fatture da emettere	51.408
Note di credito da emettere	-1.300.223
Fondo svalutazione crediti	-405.815
Totale	1.733.748

Come indicato nella tabella, i crediti verso locatari sono stati prudenzialmente svalutati per tenere conto dei rischi connessi all'incasso degli stessi.

I crediti verso inquilini si riferiscono a Euro 1.610.719 ed Euro 817.810 a crediti per canoni di locazione rispettivamente verso Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l. 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'esercizio 2012, una riduzione dei rispettivi canoni di locazione. Tale riduzione di ammontare complessivamente pari a Euro 1.290.000 è inclusa tra le note di credito da emettere.

Le spese su mutuo e 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 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
17.588.751	20.410.054

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. (per Euro 27.000.000), Popolare di Milano (per Euro 29.000.000) e Banca Iccrea S.p.A. (per Euro 16.000.000), ed è correlata agli acquisti effettuati nell'esercizio 2006 degli immobili rispettivamente siti ad Andria e Bologna, nonché all'acquisto dell'immobile a Milano in via Broletto; contestualmente ai mutui è stata iscritta ipoteca sugli immobili a favore dei creditori.

Di seguito sono riportate le condizioni applicate su tali finanziamenti.

a) mutuo ipotecario concesso dalla Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. di originari Euro 27 milioni

stipulato in data 16 febbraio 2006
scadenza 10 ottobre 2015
indicizzato al tasso Euribor a 6 mesi più 4,50% di spread.

b) mutuo ipotecario concesso dalla Banca Popolare di Milano di originari Euro 29 milioni

stipulato in data 31 marzo 2006
scadenza 31 dicembre 2015
indicizzato al tasso Euribor a 3 mesi relativo al mese solare precedente quello di applicazione più 3,5% di spread.

c) mutuo ipotecario concesso da Banca Iccrea S.p.A./BCC di Roma di originari Euro 8 milioni

stipulato in data 23 dicembre 2008
scadenza 31 dicembre 2013
indicizzato al tasso Euribor 6 mesi/base 360 più 1,40% spread

d) mutuo ipotecario concesso da Banca Iccrea S.p.A./BCC di Roma di Euro 8 milioni

stipulato in data 8 ottobre 2009
scadenza 31 dicembre 2013
indicizzato al tasso Euribor 6 mesi/base 365 più 2,00% spread

A copertura del rischio di oscillazione dei tassi di interesse sono attualmente in essere i seguenti contratti di swap, come meglio precisato alla sezione V – Altri dati patrimoniali. Tali contratti di copertura sono allineati con il piano d'ammortamento dei finanziamenti sottostanti e sono stati stipulati alle sottoelencate rispettive condizioni.

- a) Interest rate swap plain vanilla
Durata 4,5 anni
Scadenza: 31 dicembre 2013
Nozionale 31 dicembre 2012: Euro 1.750.370
Fondo paga: tasso fisso 2,4175%
Iccrea Banca SpA paga: tasso variabile Euribor a 6 mesi
Frequenza e base: Semestrale, base act/365
- b) Interest rate swap plain vanilla
Durata 4 anni
Scadenza: 31 dicembre 2013
Nozionale 31 dicembre 2012: Euro 4.777.986
Fondo paga: tasso fisso 2,510%
Banca Popolare di Verona S.p.A. paga: tasso variabile Euribor a 6 mesi
Frequenza e base: Semestrale, base act/365

III.M. Altre passività

Saldo al 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
2.836.581	3.405.266

La voce si compone delle seguenti sottovoci:

M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati

Saldo al 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
1.923.369	2.563.590

Si fornisce di seguito la composizione:

Descrizione	Importo
Debiti v/fornitori al netto degli anticipi e note di credito	68.433
Fatture da ricevere	259.713
Ritenute a garanzia sui SAL	37.173
Debiti per commissioni	1.558.050
Totale	1.923.369

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

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

Descrizione	Importo
Spese di funzionamento	49.942
Manutenzione ed esercizio ordinari	9.522
Manutenzione ed esercizio straordinari	103.436
Spese per servizi	13.936
Capex fabbricati	28.423
Prestazioni e consulenze	8.954
Esperti indipendenti	14.500
Revisione	11.000
Spese di commercializzazione	7.500
Specialist Borsa	12.500
Totale	259.713

M2. Debiti di imposta

Saldo al 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
12.755	11.705

La voce esposta si riferisce principalmente all'importo del debito IVA in sospensione.

M3. Ratei e risconti passivi

Saldo al 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
104.009	74.357

La voce iscritta in bilancio si riferisce a ratei passivi per Euro 79.805 relativi agli interessi passivi e commissioni sui mutui ipotecari e risconti passivi per Euro 24.204 per fatture emesse per canoni e altri ricavi della gestione immobiliare per le quote di competenza dell'anno 2013.

M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni

Saldo al 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
796.448	755.614

I debiti sono relativi ai depositi cauzionali versati dai locatari per Euro 776.452 a garanzia dei contratti di affitto, aumentati degli interessi maturati dalla costituzione del deposito alla data del 31/12/2012, calcolati al tasso contrattualmente previsto, per l'importo di Euro 19.996.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (29 SETTEMBRE 2003) FINO AL 31 DICEMBRE 2012

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31 dicembre 2012, è risultato pari ad Euro 125.567.215 che corrisponde ad un valore pro-quota di Euro 2.226,369

Tale valore si scompone nelle voci riportate nella 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	-536.090	-0,38%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	1.845.393	1,31%
B. Risultato complessivo gestione immobili	43.335.588	30,73%
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	-10.694.862	-7,59%
I. Oneri di gestione complessivi	-26.595.256	-18,86%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	-287.905	-0,20%
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	7.851.959	5,57%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2012	125.567.215	89,05%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	0,63%	

Sezione V – Altri dati patrimoniali

- 1) Il Fondo ha in essere, al 31 dicembre 2012, due contratti di swap su tassi d'interesse con finalità di copertura ai fini dei rischi di volatilità dei tassi passivi applicati sui mutui ipotecari.

	Ammontare dell'impegno	
	Valore assoluto	% del Valore Complessivo Netto
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	6.528.356	5,20%
Operazioni su tassi di cambio: - Future su valute e altri contratti simili - Opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili - Swap e altri contratti simili		
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 e contratti simili - Opzioni e contratti simili - Swap e contratti simili		

Il rapporto tra il valore assoluto degli strumenti finanziari derivati assunti dal fondo e l'importo del debito residuo dei relativi finanziamenti ipotecari al 31.12.2012 è pari al 37,12%.

Il valore di mercato di tali degli strumenti derivati, al 31 dicembre 2012 è negativo e pari a Euro - 125.089.

- 2) In bilancio sono iscritte attività nette nei confronti delle società partecipate Andria Mongolfiera S.r.l. per Euro 770.719 e Minganti Srl per Euro 367.810 relativamente ai crediti derivanti dalle fatture dei 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 1.541.314.
- 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 31/12/2012	Saldo al 31/12/2011
467.590	1.230.253

Trattasi di fidejussioni rilasciate da alcuni locatari.

- 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. 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 367.472 e della partecipazione in Minganti per Euro 48.618.

Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/ Perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/ Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate:				
1. Di controllo			-416.090	
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 ha in essere due contratti di swap su tassi d'interesse con finalità di copertura. I differenziali passivi di competenza dell'esercizio 2012 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	99.779			
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 dettagliato il risultato dell'esercizio che per i beni immobili include le minusvalenze da valutazione, pari ad Euro – 4.919.482.

Descrizione	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
1. Proventi	0	0	0	0	0
1.1 Canoni di locazione non finanziaria	0	7.459.974	121.102	0	0
1.2 Canoni di locazione finanziaria	0	0	0	0	0
1.3 Altri proventi	0	372.156	186	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	-10.900.000	-400.000	0	0
3.2 Diritti reali immobiliari	0	0	0	0	0
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI (inclusa IMU)	0	-1.528.727	-44.173	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 604.208.

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 2012, 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 775.809.

La voce Altri oneri finanziari, esposta in bilancio per un totale pari ad Euro 58.608, è relativa alle commissioni accessorie collegate ai mutui per Euro 23.007 ed alle spese su mutuo ed oneri pluriennali per le quote di ammortamento dell'anno per un valore complessivo di Euro 35.601.

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	2.257	1,74%	1,55%		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	67	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	1.573	1,21%	1,08%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	14	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)	101	0,08%			0	0,00%		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER)	4.058	3,13%			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							
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	832			4,73%	0	0,00%		0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
TOTALE SPESE	4.890	3,77%			0	0,00%		

(*) Calcolato come media del periodo

Provvigioni di gestione

La commissione di gestione 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.

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 di revisione.

Compenso spettante agli esperti indipendenti

Per quanto concerne il compenso spettante agli esperti indipendenti il valore esposto si riferisce agli oneri per la società nominata quale Esperto indipendente relativamente alle valutazioni previste dalla vigente normativa.

Oneri per la gestione degli immobili

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

Descrizione	Importo
Spese condominiali	556.115
Spese di funzionamento	159.212
Manutenzioni	100.341
Assicurazioni	34.640
Imposte e tasse diverse	4.964
Imposta di registro	94.313
Interessi su depositi cauzionali	19.108
Imposta IMU	604.208
Totale	1.572.901

Altri oneri gravanti sul Fondo

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

Descrizione	Importo
Altre prestazioni	22.429
Consulenze notarili	409
Borsa Italiana	15.246
Specialist Borsa	25.000
Altre spese	14.487
Oneri bancari	663
Contributi Consob	4.287
Svalutazione clienti e perdite su crediti	18.735
Totale	101.256

VII.2 Provvigioni di incentivo

Ai sensi delle previsioni regolamentari non sono presenti provvigioni di incentivo.

Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto:

Voce	Descrizione	Importo
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	110.185
L2.	Altri ricavi	
	- Sopravvenienze attive	322.631
	- Rimborsi assicurativi	91.990
	- Proventi finanziari diversi	3.946
L3.	Altri oneri	
	- Sopravvenienze passive	-93.884
	Totale	434.867

Le sopravvenienze attive sono attribuibili principalmente a crediti svalutati in esercizi precedenti per Euro 216.000 e per Euro 73.000 al canone di locazione addebitato al conduttore a titolo d'indennità di occupazione relativo all'annualità precedente.

Gli altri oneri riguardano sopravvenienze passive 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 2012 è fissata nella misura proporzionale dello 0,1% del *Net Asset Value* al 31/12/2012, con un minimo di euro 34,20 e un massimo fissato in euro 1.200,00.

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 2011 redatta dall'esperto indipendente DTZ Italia S.p.A..
- **Allegato 2:** relazione della società di revisione Mazars S.p.A.

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 2012**

31 Dicembre 2012

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 VAI 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 2012	6
13	Confidenzialità e Raccomandazioni	7
	Appendice 1. TERMINI, CONDIZIONI E ASSUNZIONI GENERALI	8

Privato e Confidenziale

Dicembre 2012

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 2012.

DTZ Italia S.p.A., per lo svolgimento dell'incarico affidato, ha utilizzato personale interno qualificato per il compito. 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 2012

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 il soggetto responsabile del processo di valutazione è l'architetto Enrico Rocca, Esperto Indipendente avente 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 – 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 31.12.2012 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 2012.

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 14 Aprile 2005 (e successive modifiche).

Inoltre DTZ ha effettuato la valutazione anche in conformità dei principi guida RICS in quanto compatibili con il Provvedimento Banca d'Italia del 14 Aprile 2005.

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

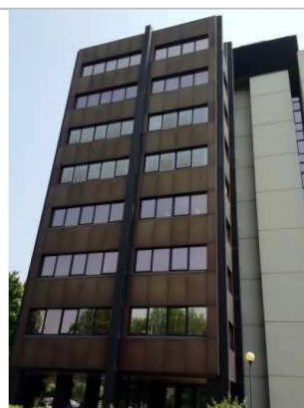
9 Caratteristiche del Portafoglio IRS

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).



13 MILANO VIA BROLETTO



12 CINISELLO BALSAMO VIALE FULVIO TESTI



15 TORINO VIA MAROCCHETTI



11 BOLOGNA VIA DELLA LIBERAZIONE



14 BARI RUTIGLIANO



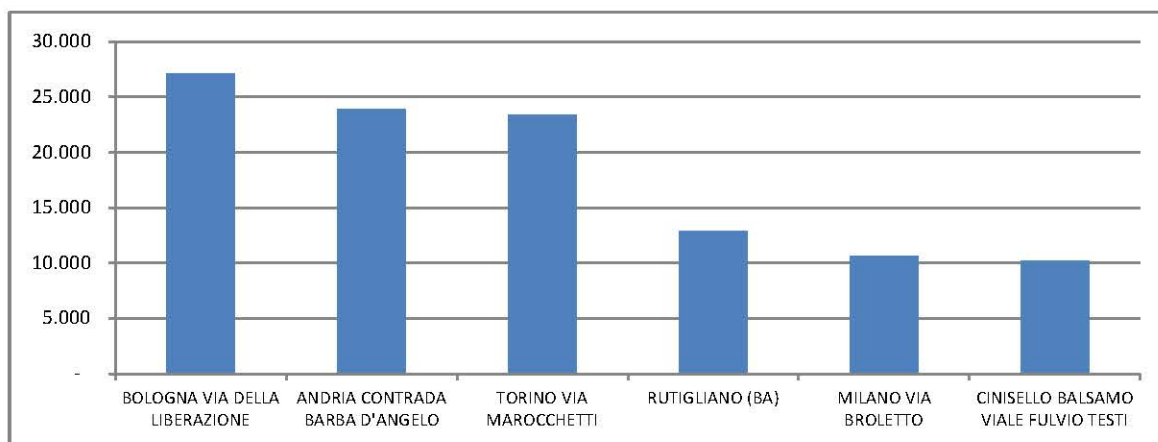
10 ANDRIA CONTRADA BARBA D'ANGELO

10 Superficie Lorda Portafoglio IRS

La superficie lorda complessiva² del Portafoglio IRS è pari a mq **108.147,00** 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	10.161
MILANO	VIA BROLETTO	10.614
RUTIGLIANO	VIA ADELFA	12.879
TORINO	VIA MAROCCHETTI	23.402
TOTALE		108.147

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, cortili, 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 2012, 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 14 Aprile 2005, 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 2012

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 2012, pari a:

VALORE DI MERCATO PORTAFOGLIO IRS AL 31.12.2012	€ 141.700.000,00 (CENTO QUARANTUNO MILIONI SETTECENTO MILA EURO)
--	--

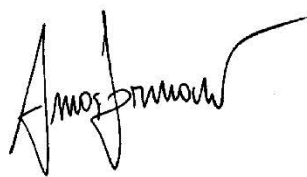
13 Confidenzialità e Raccomandazioni

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.

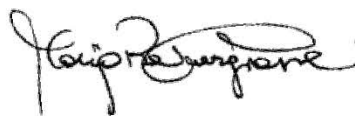


Amos Sormani MRICS

Director

Advisory & Valuations

DTZ Italia S.p.A.

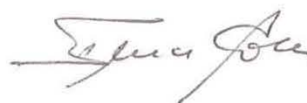


Arch. Maria Pia Forgione MRICS

Associate Director

Advisory & Valuations

DTZ Italia S.p.A.



Arch. Enrico Rocca

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, conguagli 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 Cespiti. 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 è 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.