



FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO
INVEST REAL SECURITY



RELAZIONE SEMESTRALE AL 30/06/2014

Approvata dal Consiglio di Amministrazione
della Beni Stabili Gestioni SGR S.p.A.
in data 30 luglio 2014

INDICE

INFORMAZIONI SOCIETARIE	3
NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2014	4
I. DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	4
II. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO	5
1. <i>QUADRO MACROECONOMICO</i>	5
2. <i>ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE</i>	6
3. <i>MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI</i>	8
III. ATTIVITA' DI GESTIONE	13
1. <i>ANDAMENTO DELLA GESTIONE</i>	13
2. <i>ATTIVITA' DI INVESTIMENTI E DISMISSIONI</i>	14
3. <i>PARTECIPAZIONI</i>	14
4. <i>BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI</i>	15
5. <i>POSIZIONE FINANZIARIA</i>	15
6. <i>OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI</i>	16
7. <i>ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA</i>	18
8. <i>ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI MERCATO NEL CORSO DEL SEMESTRE</i>	20
EVENTI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DEL SEMESTRE	22
ALTRE INFORMAZIONI	22
SITUAZIONE PATRIMONIALE	23
SITUAZIONE REDDITUALE	25
PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI	27
ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI	27



INFORMAZIONI SOCIETARIE

Società di Gestione

Beni Stabili Gestioni S.p.A. – Società di Gestione del Risparmio

Iscrizione n.71 all'Albo di cui all'articolo 35, primo comma, del Decreto Legislativo 58/98

Sede legale e uffici: via Piemonte 38 – 00187 Roma

Tel. 06 36222.1 – Fax 06 36222233

Capitale sociale 16.820.000 i.v.

Partita IVA e Registro Imprese di Roma 05571911006

Gruppo Beni Stabili

Consiglio di Amministrazione

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

Collegio Sindacale

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

Società di Revisione

Mazars S.p.A.

NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2014

La Relazione semestrale al 30 giugno 2014 del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso "Invest Real Security", è redatta in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche ed integrazioni, recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio". Essa si compone di una Situazione Patrimoniale, di una Situazione Reddittuale ed è accompagnata dalla presente Nota illustrativa.

I. 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 MIV segmento fondi chiusi della Borsa Italiana.

Tipologia	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
Data avvio operatività del Fondo	29 settembre 2003
Scadenza del Fondo	31 dicembre 2016 - periodo di grazia di 3 anni dal 31 dicembre 2013
Tipologia patrimonio immobiliare	Immobili con varia destinazione , prevalentemente di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
Banca Depositaria	ICCREA Banca S.p.A.
Esperto Indipendente	DTZ Italia S.p.A.
Società di revisione	Mazars S.p.A.
Fiscalità	Fiscalità prevista per tali strumenti finanziari, come da D.L. 351/2001 del 25 settembre 2001, convertito con modificazioni dalla Legge n. 410/2001, e successive modifiche, da D.L. 112/2008 e da D.L. 78/2010 convertito con modificazioni dalla Legge n. 122/2010 e dal D.L. 70/2011 convertito con modificazioni dalla Legge n. 106/2011.
Valore del Fondo al collocamento	Euro 141.000.000
Numero di quote collocate	56.400
Valore nominale originario delle quote Valore nominale delle quote al 30 giugno 2014	Euro 2.500 Euro 2.475
Valore complessivo netto del Fondo al 30 giugno 2014	Euro 111.936.442
Valore unitario delle quote al 30 giugno 2014	Euro 1.984,689
Valore di mercato degli immobili al 30 giugno 2014	Euro 126.100.000
Quotazione	MIV, Segmento Fondi Chiusi, Borsa Italiana

II. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1. QUADRO MACROECONOMICO

Secondo l'analisi del quadro macroeconomico mondiale condotta da Banca d'Italia (Bollettino Economico n. 3 – luglio 2014), l'espansione dell'attività economica mondiale e del commercio, dopo una battuta d'arresto nel primo trimestre, sembra aver recuperato vigore, in particolare negli Stati Uniti, dove è ripresa la crescita, e in Cina, dove si è interrotto il rallentamento. La crescita rimane, comunque, modesta e con intensità difforme tra le principali regioni e con segnali di debolezza in alcuni paesi emergenti. In particolare pesano i rischi derivanti dalle tensioni in diverse aree del mondo e soprattutto in alcuni paesi produttori di petrolio, dove un eventuale inasprimento avrebbe ripercussioni sull'offerta e sul prezzo dei prodotti energetici. L'impatto delle tensioni con la Russia a seguito della crisi ucraina è stato finora contenuto, ma potrebbe ripercuotersi sull'area dell'euro attraverso i prezzi e le forniture di energia e, in misura minore, mediante gli scambi commerciali con la Russia.

Area Euro

Nell'area dell'euro la crescita rimane contenuta, discontinua e diseguale tra paesi. Nel primo trimestre del 2014 il PIL ha continuato a crescere (0,2% sul periodo precedente) ma in misura modesta e diseguale tra paesi. L'attività economica è aumentata marcatamente in Germania, beneficiando del forte rialzo dei consumi mentre in Francia il PIL ha ristagnato. Le proiezioni diffuse in giugno, prefigurano una crescita dell'1,0 % nel 2014 e un'accelerazione all'1,7 nel 2015.

L'inflazione al consumo sui dodici mesi, sistematicamente inferiore all'1% dallo scorso ottobre, si è attestata allo 0,5% in giugno. Secondo le ultime proiezioni, si manterrebbe bassa anche nel prossimo biennio (0,7% per l'anno in corso e all'1,2% per il 2015 e 1,4% nel 2016), su un livello non coerente con la definizione di stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo della BCE è intervenuto per allentare ulteriormente le condizioni monetarie e sostenere l'erogazione del credito. Per la prima volta il tasso di interesse applicato sui depositi delle banche presso l'Eurosistema è diventato negativo, per incentivare la circolazione della liquidità e contrastare l'apprezzamento del cambio. Le banche potranno accedere a nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine, erogate a condizioni vantaggiose, ma subordinate all'espansione del credito a famiglie e imprese. Il Consiglio direttivo della BCE è determinato a ricorrere anche a strumenti non convenzionali, come l'acquisto di titoli sul mercato, per contrastare i rischi di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione.

Sui mercati finanziari dell'area dell'euro si sono accentuati l'aumento dei prezzi delle obbligazioni e la riduzione dei premi per il rischio; vi hanno contribuito soprattutto il venir meno dei timori di disgregazione dell'Unione monetaria e i progressi nell'aggiustamento delle economie nazionali, ma anche gli ingenti afflussi di capitali in uscita dai paesi emergenti alla ricerca di investimenti più sicuri.

Italia

La ripresa dell'economia italiana, pur in presenza di segnali di maggiore fiducia delle imprese, stenta ancora ad avviarsi. Il principale sostegno al prodotto continua a provenire dall'andamento dell'interscambio con l'estero, anche se emergono prime indicazioni di miglioramento di alcune componenti della domanda interna.

Prodotto Interno Lordo – L'attività economica ha continuato a crescere moderatamente nei primi mesi dell'anno. La ripresa resta differenziata tra categorie di imprese e sul territorio nazionale, ma andrebbe estendendosi: secondo i sondaggi il miglioramento delle prospettive delle aziende industriali di maggiore dimensione e di quelle orientate verso i mercati esteri si accompagna a primi segnali positivi anche per i servizi. Rimane meno favorevole il quadro nelle regioni meridionali. Nel primo trimestre del 2014 il PIL italiano è diminuito dello 0,1% rispetto al periodo precedente e anche nel secondo trimestre è rimasto all'incirca stazionario. Le proiezioni prevedono una crescita intorno allo 0,2% come media del 2014, con rischi però al ribasso; nel 2015 dovrebbe crescere dell'1,3%.

Bilancia commerciale - Le esportazioni di beni e servizi hanno continuato a crescere (nel primo trimestre sono cresciute dello 0,8% rispetto al periodo precedente) con una dinamica positiva della componente delle merci e di quella dei servizi. L'aumento delle nostre vendite di beni ha riguardato sia i mercati dell'Unione europea, sia quelli extra UE. Gli andamenti più favorevoli si sono registrati in Germania, negli Stati Uniti e nell'Asia orientale. Gli indicatori congiunturali prevedono che prosegua al

rialzo l'andamento delle esportazioni. Le prospettive restano nel complesso favorevoli e secondo le imprese gli ordini dall'estero si mantengono in crescita. Sono proseguiti anche gli afflussi di capitali dall'estero; tra gennaio e maggio gli investitori esteri hanno effettuato consistenti acquisti netti di titoli di Stato italiani, sospinti dalla fiducia nelle prospettive dell'Unione monetaria e del nostro paese, ma anche da condizioni finanziarie globali eccezionalmente favorevoli.

Investimenti e consumi – La spesa per investimenti è tornata gradualmente ad aumentare: i giudizi delle imprese sulle condizioni per investire si sono riportati in linea con quelli precedenti la crisi del debito sovrano. Vi sono inoltre segnali di stabilizzazione degli acquisti delle famiglie, con una modesta ripresa delle immatricolazioni di autovetture e con progressi nel clima di fiducia. I consumi sono cresciuti per la prima volta dall'inizio del 2011, anche se marginalmente e restano tuttavia molto al di sotto (quasi l'8%) del livello del 2007.

Occupazione – Il calo dell'occupazione in atto dalla seconda metà del 2012 si è arrestato all'inizio dell'anno. Per effetto di un incremento nella partecipazione al mercato del lavoro, tipicamente associato a fasi di miglioramento ciclico, il numero dei disoccupati è tuttavia ancora aumentato, prevalentemente nella componente a lungo termine e in quella giovanile. Le previsioni confermano la stazionarietà dell'occupazione e prefigurano un assestamento del tasso di disoccupazione.

Inflazione – Nel corso del secondo trimestre l'inflazione è scesa gradualmente, portandosi allo 0,2% in giugno, al di sotto delle attese degli analisti e rispecchiando la decelerazione dei prezzi e la debolezza dell'attività economica e del mercato del lavoro. Sulla base delle previsioni degli operatori, nel prossimo biennio l'inflazione risalirebbe solo lentamente; le proiezioni prevedono una chiusura del 2014 allo 0,6% ed un inizio 2015 all' 1,0%. La moderazione nei prezzi è generalizzata e le pressioni rimangono al ribasso

Condizioni del credito – I prestiti alle imprese sono ancora scesi, risentendo del debole quadro congiunturale. Le indagini presso le aziende segnalano una lieve attenuazione della restrizione nelle condizioni di accesso al credito, anche se le politiche delle banche – soprattutto nei confronti delle aziende piccole e medie – rimangono condizionate dall'elevato rischio di credito. Il costo dei nuovi finanziamenti al settore produttivo sta scendendo, anche se rimane sensibilmente al di sopra di quello medio dell'area dell'euro di circa 70 punti base. Le richieste di mutui da parte delle famiglie sono aumentate, beneficiando del miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. Il tasso medio sui nuovi mutui alle famiglie si è ridotto di un decimo di punto, rimanendo 40 punti base al di sopra di quello medio dell'area

Prospettive di crescita – Nonostante i primi segnali di miglioramento della domanda interna, il quadro economico resta fragile. Per il progressivo riassorbimento della disoccupazione – specie della componente giovanile, più colpita dalla crisi – è necessaria una crescita duratura e un'accresciuta capacità di innovazione delle aziende. Occorre che le politiche economiche sostengano la fiducia di imprese e famiglie, proseguano nella realizzazione delle riforme e assicurino la riduzione del peso del debito sul PIL, la cui velocità non dipende solo dalla gestione prudente delle finanze pubbliche ma anche dall'espansione dell'attività economica. Nell'area dell'euro resta essenziale contrastare l'eccesso di disinflazione.

2. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare in Europa

Il mercato immobiliare europeo si lascia alle spalle la crisi e chiude il primo semestre del 2014 (secondo l'ultimo studio di Scenari Immobiliari Europe) con un incremento del fatturato del 2,7%, rispetto allo stesso periodo del 2013. Per la prima volta dopo diversi anni la tendenza in crescita dei volumi coinvolge tutti i Paesi, compresa la Spagna. Il miglioramento del clima economico, il basso costo del denaro e la ritrovata forza della domanda in quasi tutti i comparti sono alla base di questo incremento generalizzato dei mercati. Nonostante un'accelerazione dell'attività prevista per il secondo semestre 2014, l'anno si dovrebbe chiudere con una crescita inferiore rispetto all'andamento della prima parte dell'anno.

Il trend degli **uffici** è vario, con alcune città in evidente crescita e altre ancora in difficoltà. Ovunque, però, la domanda è dominata dai processi di riorganizzazione delle società, che intendono ridurre i propri spazi al fine di contenere i costi e perseguire obiettivi di maggiore efficienza. La vacancy rate è in calo, per l'effetto combinato dell'aumento della domanda e dalla scarsa attività edilizia degli ultimi anni. Si è registrata anche una crescita dei canoni in ben 17 mercati nella prima metà del 2014, in parallelo con la ripresa dell'Eurozona e una maggiore fiducia da parte degli investitori.

Nel comparto **retail**, l'intensa attività che ha caratterizzato il mercato degli investimenti alla fine del 2013, si è confermata nella prima parte del 2014, con volumi più elevati rispetto agli altri settori ed allo stesso periodo dell'anno scorso. Secondo l'ultima ricerca di Cushman, il volume totale degli

investimenti nell'area EMEA è stato di €10,8 miliardi nel primo trimestre del 2014, rispetto agli €8,5 miliardi registrati nello stesso periodo del 2013. Il settore retail ha rappresentato il 26,2% del mercato totale, in aumento rispetto al 24,5% del 2013, registrando il picco più alto dal 2012.

Il mercato immobiliare in Italia

Il trend negativo registrato nel triennio 2011-2013 ha conosciuto un'inversione di rotta: nel primo trimestre dell'anno in corso si è avuto un incremento delle quantità compravendute, del 7,4% nel segmento abitativo e del 14,9% in quello commerciale, a fronte della perdurante debolezza del segmento direzionale, testimoniata dall'ulteriore riduzione delle attività (-2,6%). Il numero totale delle transazioni di periodo ha raggiunto un valore vicino alle 109 mila unità, che se da un lato si attesta comunque tra i livelli più bassi degli ultimi 3 anni, dall'altro determina una crescita del +3,68% rispetto allo stesso periodo del 2013.

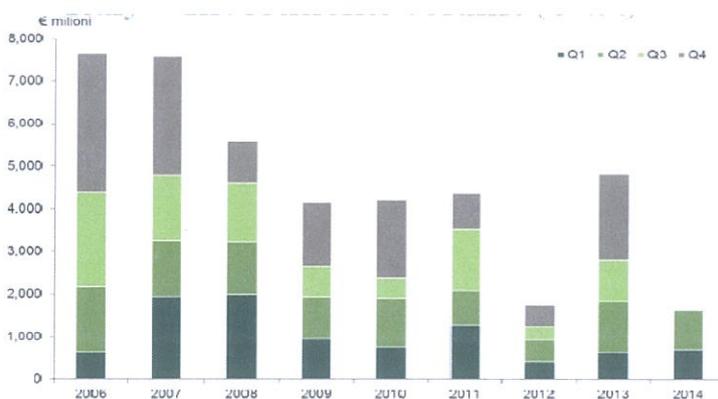
La ripresa del mercato immobiliare si conferma, quindi, ancora lunga, ma si può ritenere che il punto più basso dell'attività transattiva nel settore immobiliare è ormai alle spalle e gli eccessi restrittivi sul fronte creditizio che hanno caratterizzato la fase più acuta della crisi sono superati.

Il primo semestre del 2014 ha registrato investimenti in crescita nel nostro paese, con volumi che si sono attestati su circa 1.8 miliardi di euro, contro 1.5 miliardi dello stesso periodo del 2013 (fonte JLL Italia).

I prodotti che hanno attirato maggior interesse da parte degli investitori sono i prodotti retail, che continuano a segnare un trend positivo grazie all'azione di vari fondi opportunistici e del ritrovato interesse da parte di investitori istituzionali (fondi pensioni e fondi sovrani). Il settore direzionale soffre a causa della mancanza di prodotti con lot size rilevanti che possano garantire l'interesse dei soggetti attivi appena menzionati. Ancora una volta sono stati i capitali stranieri protagonisti nel semestre, portando a sopra il 70% la loro quota sugli investimenti immobiliari in Italia. Inoltre, nel secondo trimestre circa la metà del volume investito ha rappresentato l'acquisizione di portafogli immobiliari, come l'acquisizione del portafoglio pan europeo di gallerie commerciali di Klepierre da parte di un consorzio guidato da Carrefour o l'acquisizione di un portafoglio retail da parte di Blackstone per circa 170 milioni di Euro.

Da evidenziare, infine, che si fa sempre più ampia la gamma di soggetti con differenti propensioni al rischio ed orizzonti temporali differenti interessati ad entrare o rientrare in Italia per investire nel settore uffici, il cui interesse non è però necessariamente verso le aree centrali di Milano e Roma – come fino a poco tempo fa - ma si sta spostando anche verso asset localizzati in distretti consolidati o emergenti ma periferici, purché vi siano fondamentali immobiliari e finanziari solidi.

Volume degli investimenti in Italia per trimestre €/mln



Fonte: BNP Paribas

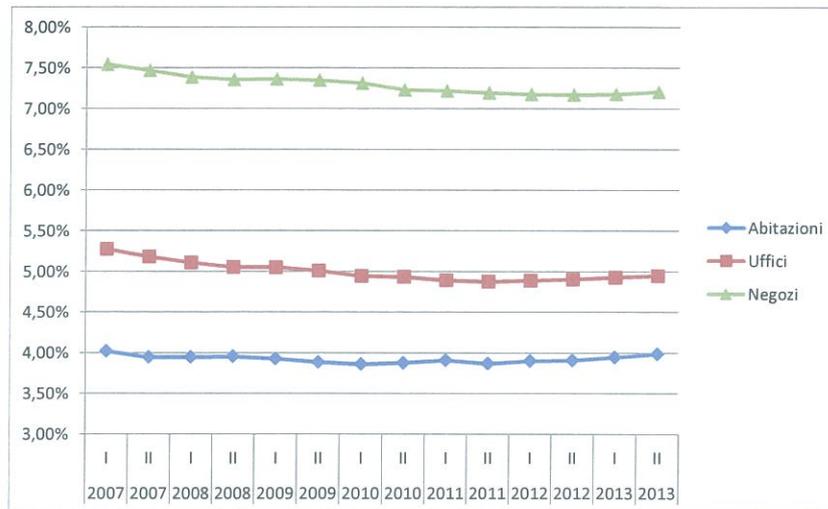
Andamento prezzi e canoni

Nel corso del secondo semestre 2013, le variazioni negative rilevate a livello dei prezzi in tutti i diversi comparti del mercato immobiliare hanno subito una marcata attenuazione registrando la flessione più consistente nel mercato degli uffici (-2,32% rispetto al -3,26% del primo semestre 2013) e variazioni minori per il comparto delle abitazioni (-1,93% contro il -2,93% del primo semestre 2013) e retail (-1,89% contro il -2,49% del primo semestre 2013).

Il dato riportato è la risultante di due forze opposte considerando la localizzazione dei beni immobiliari: dati sostanzialmente stabili o con minima variazione in ribasso sono stati registrati per gli immobili situati in localizzazioni primarie sia a livello macro (Milano e Roma a livello nazionale) sia a

livello micro (vicinanza al centro cittadino a livello locale), mentre una perdita di valore più consistente è stata registrata per immobili di non elevata qualità e situati in posizioni decentrate. Focalizzando l'attenzione sul rendimento lordo dell'investimento immobiliare e, quindi, sull'andamento dei canoni di locazione, si osserva una generale riduzione in tutti i comparti, seppure di intensità leggermente inferiore rispetto agli analoghi valori di compravendita. 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.

Andamento dei *gross yield* nelle 13 grandi città italiane 2007-2013



Fonte: Nomisma

3. MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI

L'andamento degli strumenti di investimento che operano nel settore immobiliare rispecchia lo scenario immobiliare globale e, in qualche caso, lo anticipa. Nella fase economica più negativa la maggior parte dei fondi immobiliari e dei Reit si è limitata a una gestione prudentiale del patrimonio, mentre i primi segnali di ripresa dei mercati immobiliari sono stati accompagnati da un maggiore dinamismo dei fondi, che hanno effettuato aumenti di capitale e hanno ricominciato a investire. In molti Paesi i fondi sono i principali compratori, sapendo approfittare delle occasioni a prezzi di sconto e anticipando le tendenze del mercato. Il mercato dei fondi conferma la sua competitività rispetto alle altre forme di investimento. Negli otto Paesi europei, considerati il numero di fondi operativi è salito, nel corso del 2013, a 1.258 e il Nav ha sfiorato i 379 miliardi di euro, crescendo di circa l'8,4% rispetto all'anno precedente. In generale è migliore l'andamento dei fondi riservati agli investitori istituzionali, che concentrano quasi il sessanta per cento del Nav complessivo, mentre i fondi retail presentano problematiche maggiori. Le previsioni raccolte per il 2014 tra i principali operatori europei sono di una crescita del patrimonio del 5,4% circa, nonostante la prevista uscita dal mercato dei fondi spagnoli e la progressiva liquidazione del patrimonio di alcuni veicoli tedeschi.

In Europa i fondi immobiliari hanno concentrato quasi la metà degli acquisti totali realizzati nel settore immobiliare non residenziale. L'attenzione è sempre più polarizzata sugli immobili di alto livello e sui trophy asset.

Anche in **Italia** il 2013 si è chiuso in modo positivo, con un incremento del Nav del 5,4%. Lieve aumento anche del numero di fondi attivi, pur considerando molte chiusure di quelli cosiddetti "familiari". A fine dicembre 2013 il Nav era pari a 38,3 miliardi di euro; si stima che per fine 2014, il Nav superi i 41 mld di euro. Un tema chiave per il 2014 è quello della scadenza, in tempi relativamente brevi, di molti fondi che potrebbe portare su un debole mercato immobiliare una grande offerta con il rischio di "overdose". Secondo i dati di Banca d'Italia, entro il 2015 saranno posti in liquidazione un elevato numero di fondi retail, riversando sul mercato circa 5 miliardi di euro di immobili. Se si considerano anche i fondi riservati a investitori istituzionali, la massa aumenta in modo esponenziale e nel solo anno 2019 sono previsti 4 mld di euro da immettere sul mercato italiano. Nell'attuale fase di congiuntura economica appare evidente come tale eccesso di offerta non potrà essere efficacemente assorbito dal mercato, a meno di incorrere nel rischio di dover procedere a vendite con procedure di quick sale a valori che influenzeranno negativamente il rendimento del fondo

e dell'equity investita. In tale contesto, appare evidente la necessità di individuare possibili ulteriori soluzioni operative che agiscano a livello sistemico con l'obiettivo di consentire ai fondi immobiliari di evitare dismissioni dell'attivo a valori di mercato eccessivamente penalizzanti, garantendo al contempo che l'operazione sia svolta con il precipuo e unico scopo di tutelare al meglio l'interesse dei quotisti, evitando l'eccessivo detrimento del valore della quota.

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

Mercato terziario

I dati registrati fino al primo trimestre 2014, mostrano un decremento pari al 10,26 su base annua del numero delle transazioni a dimostrare che trattasi di un settore che ancora fatica a stabilizzarsi.

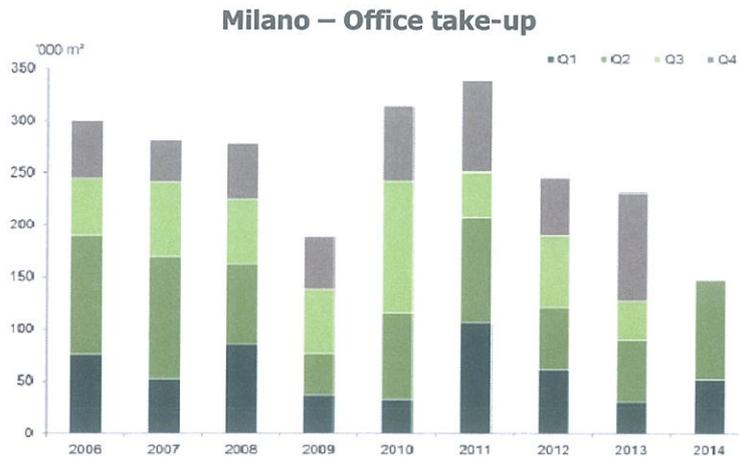
Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di *location* e qualità edilizio-architettonica, i cui contratti di locazione hanno già registrato un riallineamento dei valori alle attuali situazioni di mercato. Il mercato delle locazioni presenta una certa dinamicità in quanto mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione; è infatti in aumento il numero delle società che stanno intraprendendo iniziative di ristrutturazione organizzativa concentrando nei propri *headquarters* tutte le funzioni aziendali, comprese quelle prima delocalizzate sul territorio.

Mercato terziario – Milano

L'assorbimento di spazi ad uso ufficio registrato a Milano nel primo semestre mostra un dato decisamente positivo, con 134.000 mq assorbiti contro i poco più di 70,000 del primo semestre 2013. Segnale incoraggiante è anche rappresentato dalla presenza di numerose transazioni superiori ai 5.000 mq, che conferma le dinamiche di consolidamento e razionalizzazione dei portafogli immobiliari registrate negli ultimi due anni.

È cambiata la distribuzione delle aree più dinamiche: dopo più di un anno l'attività verso le aree centrali ha mostrato un miglioramento, con l'assorbimento che ha rappresentato il 38% del totale. L'attività nelle aree periferiche invece è leggermente peggiorata, pur rimanendo la destinazione preferita per alcune tipologie di utilizzatori. Ciò conferma la tendenza di ritorno verso il centro grazie al livello di canoni che ha raggiunto oggi un picco minimo. Le unità di dimensione media, comprese tra i 1.000 e i 5.000 mq, si confermano essere il target prevalente per la maggior parte degli utilizzatori. La principale tendenza che si osserva nel mercato degli utilizzatori è l'utilizzo di tutte le finestre contrattuali in essere per valutare una relocation o rinegoziare il canone. Il consolidamento si conferma il driver principale nella ricerca di spazi così come la ricerca di qualità.

I canoni *prime* nel CBD, dopo essere rimasti stabili negli ultimi dodici mesi sul valore di €480 mq anno, anche nel primo semestre del 2014 non hanno mostrato variazioni. Nonostante la tenuta dei canoni, i pacchetti di incentivi offerti hanno continuato ad essere molto interessanti per i potenziali conduttori, stabili nell'ordine del 10-15% sul canone. I *prime yield* sono rimasti stabili al 6,00%, mentre la crescente competizione per asset secondari "buoni" – good secondary - ha portato ad una contrazione di 25 bps dei rendimenti, che si attestano sul valore del 7.50%. Il volume investito nel semestre ha raggiunto il valore di 323 €/mln, rappresentando un lieve incremento rispetto al primo semestre dell'anno precedente. Gli spazi vuoti ammontano a circa 1.500.000 mq, con una *vacancy rate* ancora alto, ma stabile al 12,3



Fonte: BNP Paribas

Mercato terziario – Roma

Nel 2013 si è assistito ad un consolidamento del mercato terziario nella capitale verso canoni di locazione inferiori rispetto all'anno precedente dovuta all'avvenuta assimilazione da parte degli operatori delle misure introdotte nel 2012 attraverso la c.d. "spending review", la quale ha portato a un drastico calo del livello delle locazioni di uffici specie nel centro della Capitale dove sono maggiormente concentrate le sedi degli Enti Pubblici. Le attuali dinamiche di questo segmento del settore immobiliare della Capitale confermano la tendenza da parte delle società più strutturate a preferire zone prettamente direzionali anche se più periferiche non soltanto per il livello dei canoni, ma soprattutto per le opportunità di ottimizzazione dell'utilizzo degli spazi offerte dagli immobili di realizzazione più recente.

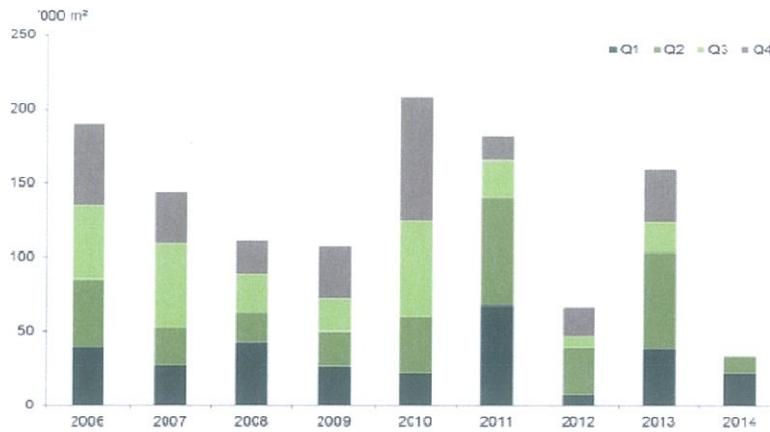
Nel primo trimestre 2014, la stabilità registrata nei valori immobiliari è stata tuttavia accompagnata da una riduzione nelle nuove locazioni: l'assorbimento si è attestato sul livello di 21.800 mq, in diminuzione del 51% sul trimestre precedente e del 53% rispetto al primo trimestre del 2013. Nel secondo trimestre è ulteriormente sceso, attestandosi sugli 11.000 mq, la metà del precedente, e addirittura riducendosi di 1/5 rispetto allo stesso trimestre del 2013. Le transazioni di medie dimensioni (1.000-5.000 mq) si confermano ancora le preferite dagli utilizzatori, rappresentando circa il 40% dell'assorbimento totale, seguite da quelle più grandi con il 28%. Ancora una volta l'EUR si conferma la meta preferita dagli utilizzatori che hanno locato spazi nel primo trimestre, seguita da un ritrovato interesse verso le zone centrali della Capitale. Infatti, nei primi mesi del 2014 la quota di spazi assorbiti in centro ha subito un aumento rispetto ai trimestri passati, attestandosi sul 40% degli spazi totali assorbiti.

I canoni *prime* sono rimasti in linea con i valori del trimestre precedente, sul livello di €400 mq anno nel centro storico e €320 mq anno nell'EUR. In diminuzione il canone medio che raggiunge il valore di €240 mq/anno. I *prime yield* sono rimasti invariati e la tendenza per i prossimi mesi è di un'ulteriore stabilità: lo scarso numero di transazioni in questo mercato rende difficile azzardare previsioni. Nei prossimi mesi però, potrebbe aumentare l'offerta di immobili in vendita a Roma come effetto del crescente numero di portafogli che sta arrivando sul mercato. Gli spazi vuoti sono ancora in aumento, raggiungendo gli 840.000 mq, con un'ulteriore crescita del *vacancy rate* che si attesta all'8,5%.

Il driver principale della domanda si conferma il *cost savings*, spesso ottenuto con una rinegoziazione e meno spesso attraverso il consolidamento degli spazi. Ciò è anche una conseguenza diretta della carenza di immobili efficienti disponibili sul mercato romano, come anche riflesso nella maggiore quota di assorbimento che ha interessato superfici di grado B, pari al 55% del totale.

In totale, gli spazi attualmente in costruzione con consegna attesa durante l'anno in corso, sono circa 30.000 mq. Il mercato dal lato dell'offerta si conferma stabile, non si segnalano nuovi progetti in pipeline, anche se è tornato nell'agenda del settore pubblico il progetto di consolidamento dei propri uffici previsto nell'area Ostiense.

Roma – Office take-up



Fonte: BNP Paribas

Settore residenziale

Nonostante il numero delle transazioni residenziali si sia ulteriormente contratto nell'ultimo trimestre del 2013, nei primi tre mesi dell'anno in corso si è registrata una variazione positiva pari al +4,07% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il volume delle transazioni risulta tuttavia ancora notevolmente inferiore rispetto al primo trimestre 2011 e 2012. L'accenno di ripresa nel numero di transazioni per il comparto residenziale è stato accompagnato da un propedeutico decremento dei prezzi che continuano a registrare quindi una performance negativa.

La decrescita dei valori è un carattere comune all'intero mercato, riconducibile a un eccesso di offerta diffuso in tutte le aree urbane. La differenziazione è nella "velocità" con cui variano i prezzi, ridotta per gli immobili di fascia "alta", i quali hanno minori tempi di permanenza sul mercato, e prolungata per gli asset secondari, che non trovano o faticano a trovare compratori e per i quali, pertanto, i valori hanno subito sconti maggiori.

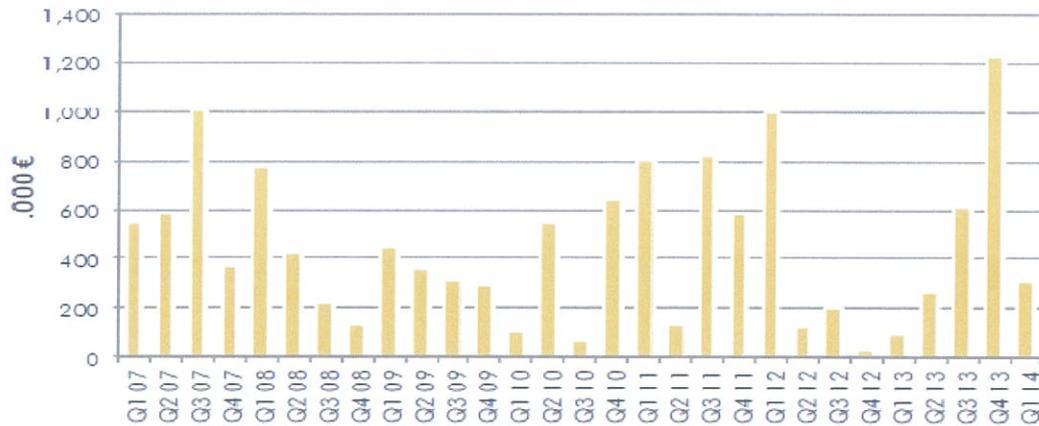
Settore retail

Il volume degli investimenti retail nel primo trimestre del 2014 è tornato su valori contenuti, 313 mln di Euro, dopo il record dell'ultimo trimestre del 2013. Ciò riflette un miglioramento notevole comunque, rispetto al volume del primo trimestre 2013, in cui gli investimenti non hanno superato i 100 milioni di Euro. Il settore si è, inoltre, confermato il settore preferito dagli investitori, con il 44% del volume totale investito in Italia. Quasi la metà degli investimenti retail è stata diretta nel format tradizionale del centro commerciale, seguito dal settore high street con il 33%, dove continua ad avere un peso non trascurabile la cessione di sportelli bancari.

Rispetto ai mesi passati, sta migliorando il sentiment dei retailers verso l'Italia pur se con alcune differenze tra retailers. Infatti, quelli con una presenza consolidata sul mercato, hanno ripreso i piani di espansione del network, pur rimanendo molto selettivi nella scelta delle location dove aprire nuove unità; i retailers che ancora non sono presenti in Italia invece, continuano a rimanere cauti e a ritardare potenziali espansioni del network. I fattori principali che agiscono da freno all'espansione sono la continua debolezza della domanda interna unita alla maggiore maturità del consumatore italiano. Da evidenziare che la maggior parte dei retailers che ha espresso l'intenzione di espandere il network, è di origine europea e poco più del 50% ha affermato di voler aprire più di 40 negozi nell'anno, in particolare nelle categorie del lusso e dell'abbigliamento speciale.

I rendimenti *prime* sono rimasti stabili, così come i canoni di locazione, che si sono stabilizzati anche nei centri secondari. In particolare la tendenza osservata nei primi mesi del 2014 è che le rinegoziazioni dei canoni vengono stipulate allo stesso livello precedente e non più al ribasso come nei mesi scorsi. Inoltre, i proprietari oggi continuano ad essere più propensi ad andare incontro alle richieste dei retailers pur di evitare il rischio di avere unità vuote per lunghi periodi. Ciò si sta traducendo in una riduzione graduale del vacancy anche nei centri secondari, dopo aver raggiunto dei livelli elevati nel corso degli ultimi due anni.

Evoluzione degli investimenti retail



Fonte: CBRE Italy Retail

Settore alberghiero

Il primo quadrimestre si chiude con un segno positivo per tutto il comparto alberghiero, con una crescita media del tasso di occupazione del 4,5% rispetto allo stesso periodo 2013 e del 7% per il fatturato per camera disponibile (RevPar). La media in Italia a fine aprile riporta un tasso di occupazione del 58,1% ed un RevPar di 68,34 euro. In particolare le strutture 5 stelle, trainate dal mercato estero, hanno mostrato le migliori performance; le strutture a 4 stelle, grazie ad una politica di contenimento dei prezzi medi praticati, hanno incrementato sia l'occupazione che il conseguente RevPar.

Settore logistica

L'assorbimento nei primi tre mesi del 2014 nel settore della logistica in Italia è stato di poco superiore a 93.000 mq, corrispondente ad un calo del 50% sul trimestre scorso e ad un calo più contenuto, del 17%, rispetto al primo trimestre dell'anno scorso. Dalla distribuzione geografica si nota che la quasi totalità delle transazioni registrate nel trimestre sono avvenute nel Nord Italia. La regione più dinamica si conferma l'Emilia Romagna, con circa un terzo dell'assorbimento trimestrale. I canoni prime nel settore della logistica sono rimasti stabili: €50 mq/anno a Milano e €55 mq/anno a Roma. Il canone medio registrato negli ultimi 12 mesi è leggermente aumentato, attestandosi intorno a €43 mq/anno. Il volume degli investimenti nel settore logistico è migliorato nel primo trimestre, raggiungendo un totale di €195 mln, rappresentato da due operazioni immobiliari, dove per entrambe l'acquirente Blackstone ha creato un fondo dove sono confluiti gli asset logistici. I rendimenti risultano ancora stabili, pari all'8,25%

III. ATTIVITA' DI GESTIONE

1. ANDAMENTO DELLA GESTIONE

La gestione ordinaria del Fondo nel corso del primo semestre 2014 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

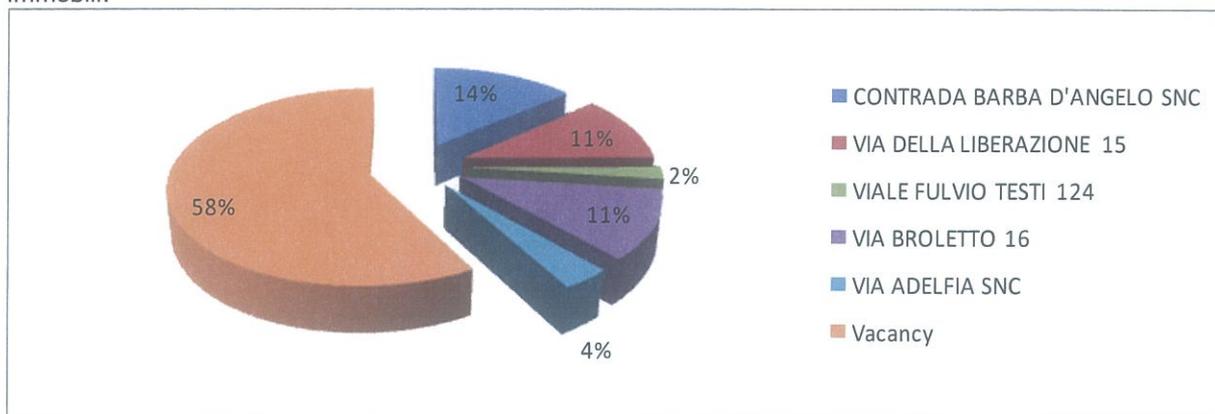
Contratti di locazione

Il livello di occupancy dell'intero portafoglio immobiliare al 30 giugno 2014 è pari a circa il 42% ed è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al 31 dicembre 2013.

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

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

A seguire si riporta la rappresentazione grafica dell'occupancy (%) del Fondo, predisposta considerando il peso di ciascun immobile, in termini di Gross Leasable Area- GLA locata, rispetto alla GLA totale di tutti gli immobili:



- **Andria – Contrada Barba D’Angelo snc**

Il Centro Commerciale di Andria, gestito dalla società partecipata Andria Mongolfiera S.r.l., risente della crisi dovuta alla contrazione dei consumi. Diversi operatori hanno mostrato segni di sofferenza nella gestione dell’attività commerciale con la conseguenza che la società di gestione si è trovata ad accettare rinegoziazioni a ribasso dei canoni per tener conto dell’andamento del mercato e consentire la permanenza degli operatori nel centro in modo da difendere più possibile i livelli di occupancy, fondamentali per le attività di commercializzazione dell’asset. L’attività di commercializzazione finalizzata alla locazione ha portato alla sottoscrizione nel mese di luglio, da parte di Andria Mongolfiera S.r.l. di un preliminare d’affitto di ramo d’azienda con H&M per circa 1.200 mq, ed alla prossima formalizzazione di un contratto d’affitto di ramo d’azienda con altra primaria società per circa 380 mq.

In questa fase di mercato massima attenzione è posta anche al recupero del credito attraverso un costante monitoraggio degli operatori e interventi per negoziare dei piani di rientro.

- **Bologna – Via della Liberazione 15**

Il Centro Commerciale Officine Minganti, gestito dalla società partecipata Minganti S.r.l., risente ancor di più della crisi dei consumi; l’andamento negativo non ha consentito la permanenza degli operatori in difficoltà.

E’ stato affidato mandato ad un primario operatore internazionale specializzato nel settore retail, per la definizione di un programma di rilancio del centro con criteri di sostenibilità e di compatibilità con gli obiettivi di dismissione dell’immobile, che sta portando a degli interessamenti per la locazione di alcuni punti vendita.

- **Cinisello Balsamo – Viale Fulvio Testi 124**

Si è proceduto ad affidare mandato di commercializzazione delle unità sfitte ad una importante società di intermediazione locale.

- **Milano – Via Broletto 16**

Immobile locato al 100%.

- **Rutigliano Via Adelfia snc**

A seguito del recesso contrattuale da parte del conduttore che occupava circa 2.500 mq dell'immobile è in fase di definizione la risoluzione contrattuale ed è stato ripreso in consegna l'immobile nel mese di luglio. Continua l'attività di commercializzazione delle porzioni libere attraverso i) il conferimento di mandati alla vendita e alla locazione a primari broker del settore ii) attività diretta di SGR. Attualmente c'è un interessamento per la locazione dell'intero immobile. **Torino – Via Marochetti 11**

L'immobile è interamente da locare. Si è proceduto ad affidare mandato di commercializzazione per la vendita ad una importante società di intermediazione locale.

Manutenzioni Straordinarie (Capex)

Nel corso del primo semestre del 2014 sono stati effettuati una serie di interventi di ristrutturazione, manutenzione straordinaria e di messa a norma degli asset del Fondo in accordo con il piano delle attività programmate. Sono in corso le seguenti attività:

Andria – Contrada Barba D'Angelo snc: sono stati finalizzati gli interventi sulla copertura per risolvere il problema delle infiltrazioni e si è dato avvio al restyling della galleria commerciale che rientra nell'operazione di rilancio del centro commerciale finalizzato all'inserimento di grandi marchi.

2. ATTIVITA' DI INVESTIMENTI E DISMISSIONI

Il fondo è nella fase di liquidazione e l'attività finalizzata alla dismissione degli asset, in un contesto difficile come quello attuale, è il principale impegno della società di gestione, che ha rafforzato la propria struttura interna e l'attività di commercializzazione con primari operatori del settore.

Per l'immobile di Milano via Broletto è stato affidato a una importante società di intermediazione mandato di commercializzazione alla vendita. Per l'immobile di Torino Via Marochetti, attualmente libero a seguito del rilascio avvenuto nel 2012, si è proceduto a conferire un nuovo incarico di intermediazione per la vendita dell'immobile nello stato di fatto ad una primaria società.

3. PARTECIPAZIONI

Il Fondo detiene i seguenti strumenti finanziari non quotati:

- partecipazione totalitaria nel capitale di Andria Mongolfiera S.r.l. iscritta al valore di Euro 203.517 (Euro 295.844 al 31 dicembre 2013) . Alla data del 30 giugno 2014 si rileva una svalutazione di Euro 92.327 al fine di allineare il valore della partecipazione al patrimonio netto della Società al 30 giugno 2014;
- partecipazione totalitaria nel capitale sociale di Minganti S.r.l. iscritta al valore di Euro 222.600 (Euro 229.944 al 31 dicembre 2013). Alla data del 30 giugno 2014 si rileva una svalutazione di Euro 7.344 al fine di allineare il valore della partecipazione al patrimonio netto della Società al 30 giugno 2014.

Le società controllate Andria Mongolfiera e Minganti gestiscono le licenze di vendita inerenti i negozi presenti nei centri commerciali rispettivamente di Andria e Bologna: nel corso del semestre hanno operato un'intensa attività di commercializzazione degli spazi vacant. A riguardo si rimanda a quanto descritto al precedente par. 1.

Nell'ambito delle altre informazioni riguardanti le società partecipate si evidenzia che le stesse hanno in essere i seguenti contenziosi fiscali. In particolare:

Andria Mongolfiera S.r.l. :ha ricevuto avvisi di accertamento IRES ed IRAP relativi alle annualità 2007, 2008 e 2009 (tale annualità notificata nel mese di maggio 2014) per un importo complessivo richiesto, pari a Euro 392.564 oltre sanzioni ed interessi.

La ripresa a tassazione riguarda la presunta indeducibilità di parte dei canoni di locazione addebitati dal Fondo IRS. Avverso tali avvisi sono stati depositati i ricorsi alla Commissione tributaria provinciale e si è in attesa di fissazione delle rispettive udienze.

Le potenziali passività connesse a tali contenziosi sono, sulla base anche dei pareri fiscali ricevuti, ritenute non probabili.

Minganti S.r.l.: ha ricevuto un avviso di accertamento IRES ed IRAP relativo all'annualità 2008 per un importo complessivo richiesto di euro 7.943 oltre sanzioni ed interessi.

La ripresa a tassazione riguarda la presunta indeducibilità di parte dei canoni di locazione addebitati dal Fondo IRS. Avverso tale avviso è stato depositato ricorso alla Commissione tributaria provinciale e si è in attesa di fissazione dell'udienza. La potenziale passività connesse a tale contenzioso è, sulla base anche dei pareri fiscali ricevuti, ritenuta non probabile.

4. BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI

Saldo al 30/06/2014	Saldo al 31/12/2013
126.100.000	134.500.000

Il valore del patrimonio immobiliare riflette la valutazione espressa dall'Esperto Indipendente, redatta sulla base dei criteri di previsti dal Titolo V, Capitolo 4, paragrafo 2.5 Sezione II del Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e condivisa dal Consiglio di Amministrazione. La relazione di stima dell'Esperto Indipendente,

L'importo della sezione B dello stato patrimoniale risulta interamente allocato nella sottovoce B1 "Immobili dati in locazione" così dettagliata:

Descrizione	Saldo 30/06/2014	Saldo 31/12/2013
Valore di acquisto originario	174.547.860	174.547.860
Spese accessorie di acquisto	1.837.421	1.837.421
Capitalizzazioni	2.879.963	2.879.963
Totale costo storico	179.265.244	179.265.244
Valutazioni	- 53.165.244	- 44.765.244
Totale	126.100.000	134.500.000

Di seguito si riporta la movimentazione del semestre:

Saldo al 31/12/2013	134.500.000
Svalutazioni nette	-8.400.000
Saldo al 30/06/2014	126.100.000

Le svalutazioni derivanti dalle stime semestrali hanno interessato principalmente gli immobili di Andria (BA) e di Bologna Via della Liberazione (per complessivi Euro -4.600.000), legate essenzialmente alla crisi degli operatori nei Centri Commerciali (La Mongolfiera e Officine Minganti), l'immobile di Torino Via Marocchetti, per il perdurare dello stato vacant del 100% dell'immobile, (per Euro -1.700.000) e Milano Via Broletto considerando l'approssimarsi della scadenza del contratto di locazione con il principale conduttore (per Euro -1.300.000).

5. POSIZIONE FINANZIARIA

Liquidità

La liquidità disponibile sui c/c bancari al 30 giugno 2014 ammonta a Euro 596.703 (Euro 731.620 al 31 dicembre 2013).

Finanziamenti

L'indebitamento del fondo è pari ad Euro 15.135.376 (Euro 15.198.608 al 31 dicembre 2013) e presenta le scadenze di seguito riportate:

- > 2014 Euro 63.232
- > 2015 Euro 10.860.823
- > 2016 Euro 4.211.321

Nel corso del primo semestre 2014 si è dato corso al pagamento delle rate di mutuo in scadenza come da piano di ammortamento.

Alla data di chiusura della presente relazione, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo, intesa come il rapporto tra l'indebitamento e la somma tra il valore di mercato degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società di controllo, è pari al 11,96%.

6. OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI

Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR, al fine di implementare un sistema di controllo dei rischi adeguato alla propria struttura organizzativa e all'attività da essa svolta, nonché conforme alla normativa vigente, ha elaborato un proprio modello di gestione dei rischi; la funzione di gestione del rischio, pertanto, provvede alla misurazione, alla gestione ed al controllo dei rischi dei patrimoni gestiti e della SGR.

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

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

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

- Operazioni di investimento e disinvestimento: la Società di Gestione ha adottato delle procedure con l'obiettivo di assicurare alle operazioni di acquisto e vendita di immobili controlli e verifiche tali da mitigare i rischi connessi a tali operazioni. Le attività di analisi svolte dai diversi uffici vengono sintetizzate in un documento che viene condiviso con l'Amministratore Delegato e sottoposto all'attenzione del Comitato Esecutivo, ove previsto, e al Consiglio di Amministrazione. Il documento, oltre a descrivere l'operazione in termini economici, finanziari, catastali, urbanistici e dimensionali, riporta i rischi presenti nell'operazione, in particolare relativamente al rischio *tenant*, al rischio immobiliare (relativamente al territorio, alla destinazione d'uso e alla concentrazione del conduttore) nonché eventuali rischi specifici della stessa.
- Valutazioni immobiliari: in tale ambito, gli incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti, i presidi organizzativi e procedurali adottati da Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti medesimi e l'adesione alle linee-guida in materia di valutazione immobiliare emanate da Assogestioni sono illustrate nel Documento di Trasparenza approvato dal Consiglio di Amministrazione del 13 febbraio 2014 e pubblicate sul sito internet della Società, www.bsg-sgr.com nella sezione *Corporate Governance* – Documenti Societari.
- Copertura assicurativa sui beni immobili: sugli immobili del Fondo vengono stipulate polizze assicurative con una primaria compagnia.
- Contratti di locazione: al fine di ridurre il rischio di insolvenza dei conduttori la funzione di gestione del rischio ha implementato una procedura per la valutazione della solidità economico-finanziaria della controparte. In particolare vengono verificati:
 - i. la sostenibilità del canone di locazione;
 - ii. la presenza di eventuali eventi negativi sull'azienda e sui soggetti ad essa collegati;
 - iii. il rischio connesso al settore di appartenenza;
 - iv. il rischio connesso al numero di consultazioni alla banca dati. A tutela del Fondo i contratti di locazione prevedono il rilascio da parte dei conduttori di garanzie (fidejussioni o depositi cauzionali).
- Posizioni creditorie: la Società di Gestione pone particolare attenzione alle tempistiche di incassi dei canoni e dei rimborsi spese da parte dei conduttori, monitorando eventuali ritardi e sollecitando l'incasso tramite contatti telefonici, formali lettere di sollecito e diffide. La funzione di gestione del rischio con periodicità trimestrale analizza con la funzione legale, il fund manager e il *property* amministrativo le posizioni critiche per porre in essere azioni mirate al recupero del credito.
- Oscillazione del tasso di interesse: La società di gestione è solita attuare una politica di copertura del rischio finanziario, in particolare per quello che concerne il rischio tasso, 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 tassi fisso. In relazione alle caratteristiche del finanziamento e dell'immobile finanziato veniva decisa di volta in volta la strategia di copertura, che può riguardare la copertura parziale del finanziamento sia in termini temporali che di ammontare. Attualmente non è in essere alcuna copertura valutando contenuto il rischio tasso anche in relazione alla durata residua ed al piano di ammortamento del debito sottostante. In merito ai contratti derivati OTC, con l'entrata in vigore del regolamento n. 648/2012 (EMIR), la SGR è assoggettata agli obblighi di *reporting* e *risk mitigation* al fine di (i)

misurare, (ii) monitorare e (iii) attenuare il rischio operativo e di credito di controparte in un'ottica di maggior trasparenza e di riduzione del rischio.

- Indebitamento: la funzione di gestione del rischio monitora il rispetto dei limiti di indebitamento del Fondo previsti dalla normativa vigente e dal regolamento di gestione del Fondo.

La Società di Gestione, infine, ha adottato una struttura di *Corporate Governance* e una policy di gestione dei conflitti di interessi volta ad assicurare la massima visibilità e trasparenza del processo decisionale. Maggiori informazioni sul modello di *Corporate Governance* e sulla Policy sui conflitti d'interesse adottati dalla società si possono richiedere direttamente alla società oppure attraverso il sito internet www.bsg-sgr.com.

7. ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

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

Al 30 giugno 2014 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 139.590.000 (Euro 2.475 per quota). I rimborsi, complessivamente pari a Euro 1.410.000 (Euro 25 pro-quota), sono riepilogati nelle seguenti tabelle:

Valore nominale complessivo delle quote alla sottoscrizione	RIMBORSI		Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi al 30 giugno 2014
	2011	Totale	
141.000.000	(1.410.000)	(1.410.000)	139.590.000

Valore nominale della quota alla sottoscrizione	RIMBORSI		Valore nominale della quota al netto dei rimborsi al 30 giugno 2014
	2011	Totale	
2.500	(25)	(25)	2.475

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

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

La tabella di seguito riportata sintetizza il valore complessivo del Fondo, tenendo conto dei rimborsi di capitale e dei dividendi distribuiti fino al 30 giugno 2014.

Valore iniziale del Fondo	(A)	141.000.000
Rimborsi al 31 dicembre 2013	(B)	(1.410.000)
Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi	(A) + (B)	139.590.000
Risultati cumulati al 31 dicembre 2013	(C)	1.690.828
Risultato primo semestre 2014	(D)	(7.648.434)
Dividendi distribuiti al 30 giugno 2014	(E)	(21.695.952)
Valore complessivo del Fondo al 30 giugno 2014	(A) + (B) + (C) + (D) + (E)	111.936.442

Il valore della quota risultante alla fine di ciascun periodo ed alla data della presente Relazione risulta dalla seguente tabella.

Data rendiconto	N° quote	Valore unitario quote	Valore complessivo quote
29/09/2003	56.400	2.500,000	141.000.000
31/12/2003	56.400	2.532,870	142.853.851
31/12/2004	56.400	2.603,630	146.844.548
31/12/2005	56.400	2.712,540	152.987.524
31/12/2006	56.400	2.742,240	154.662.176
31/12/2007	56.400	2.872,600	162.014.676
31/12/2008	56.400	2.695,160	152.006.934
31/12/2009	56.400	2.459,010	138.688.186
31/12/2010	56.400	2.459,856	138.735.864
31/12/2011	56.400	2.373,887	133.887.252
31/12/2012	56.400	2.226,369	125.567.215
31/12/2013	56.400	2.120,299	119.584.876
Relazione semestrale al 30 giugno 2014	56.400	1.984,689	111.936.442



Alla data della presente relazione semestrale, il valore unitario della quota è pari ad Euro 1.984,689.

Il valore complessivo netto ("NAV") è pari a Euro 111.936.442 (Euro 119.584.876 al 31 dicembre 2013) con una *performance* semestrale negativa (calcolata con il metodo *Dietz* modificato) pari al - 6,40%. Nell'arco del semestre si evidenzia infatti una variazione in diminuzione del NAV di Euro 7.648.434 determinata interamente dalla perdita del periodo.

Tale risultato, depurato delle svalutazioni immobiliari di Euro 8.400.000, è pari ad un utile di Euro 751.566, influenzato dai seguenti principali fattori:

della gestione immobiliare:

- canoni di locazione ed altri proventi per Euro 3.076.477 (Euro 3.302.721 al 30 giugno 2013): la variazione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente è rappresentata dai minori ricavi da locazione sull'immobile di Cinisello Balsamo e sui centri commerciali per disdette intervenute sul finire del 2013 e rinegoziazioni canoni per adeguamento alle attuali condizioni di mercato.
- oneri per la gestione degli immobili e spese per IMU per Euro 852.771 (Euro 840.708);

407

della gestione degli strumenti finanziari e degli oneri finanziari:

- svalutazioni delle partecipazioni di controllo per Euro 99.671;
- oneri finanziari sui finanziamenti ipotecari ed altri oneri per Euro 351.008 (Euro 421.499 al 30 giugno 2013): la variazione in diminuzione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente è rappresentata da un minor indebitamento medio dei due periodi a confronto e da una riduzione dei tassi a seguito della scadenza, già nel precedente esercizio, delle operazioni di copertura.della gestione operativa:
- oneri di gestione per Euro 1.155.479 (Euro 1.302.291 al 30 giugno 2013) rappresentati principalmente dalle commissioni di gestione, ridotte rispetto al precedente semestre, per la riduzione del NAV del fondo;
- altri oneri al netto degli altri ricavi per Euro 134.018 (Euro 85.568 al 30 giugno 2013).

8. ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI MERCATO NEL CORSO DEL SEMESTRE

Le quote del Fondo sono negoziate nel mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana a far data dal 24 gennaio 2005 (codice di negoziazione QFIRS; codice ISIN IT0003187603).

Nel corso del primo semestre 2014 le transazioni hanno interessato n. 1.626 quote con una media di 13,44 quote al giorno. La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo, di Euro 1.147,00, il 28 aprile 2014 e quello minimo, di Euro 921,00, il 7 gennaio 2014.

Nel grafico seguente si evidenzia l'andamento delle quotazioni:



Di seguito viene rappresentato graficamente l'andamento dei volumi e dei prezzi di collocamento al 30 giugno 2014:



In generale, nel mercato quotato dei Fondi immobiliari i prezzi differiscono in misura rilevante rispetto al valore complessivo netto del fondo risultante dal rendiconto (NAV).

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 le plusvalenze maturate 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.

Nello specifico al 30 giugno 2014 il disallineamento ("sconto") tra il valore della quota rilevato sul mercato (Euro 1.014,00) e quello risultante dal NAV (Euro 1.984,689) è pari al 48,91% mentre al 31/12/2013 lo stesso risultava pari al 56,52%.

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



107

EVENTI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DEL SEMESTRE

Non vi sono fatti significativi da segnalare avvenuti dopo la chiusura del semestre.

ALTRE INFORMAZIONI

Il Decreto Legge 66/2014 - convertito, con modificazioni, dalla Legge 23 giugno 2014 n. 89 - ha disposto, a decorrere dal 1 luglio 2014, l'aumento dal 20 al 26 per cento dell'aliquota relativa alla tassazione di taluni redditi di natura finanziaria, tra cui i proventi di ogni tipo derivanti dalla partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) mobiliari e immobiliari.

Sul tema della determinazione dei proventi percepiti in sede di rimborso, liquidazione o cessione delle quote è intervenuto anche il Decreto Legislativo 4 marzo 2014 n. 44, emanato in attuazione della Direttiva 2011/61/UE, semplificando le modalità di determinazione della base imponibile dei predetti redditi, soprattutto con riferimento alla partecipazione ad OICR non immobiliari italiani ed esteri e ad OICR immobiliari esteri. Per effetto delle modifiche apportate da tale provvedimento, ai fini della determinazione dei redditi di capitale derivanti dalla partecipazione ad OICR italiani ed esteri si deve fare riferimento ai valori effettivi di acquisto e vendita e non più ai valori di prospetto.

Le nuove disposizioni del D.Lgs. 44/2014 in tema di calcolo della base imponibile in sede di rimborso, liquidazione o cessione erano, di fatto, già applicabili ai partecipanti ai fondi immobiliari italiani; viceversa, le novità introdotte dal D.L. 66/2014 in tema di incremento dell'aliquota della ritenuta dal 20 al 26 per cento, interessano l'intera platea degli OICR, tanto mobiliari che immobiliari.

Riguardo ai proventi periodici, distribuiti in costanza di partecipazione all'organismo di investimento, la nuova aliquota del 26 per cento si applica ai proventi *esigibili* dal 1° luglio 2014; in buona sostanza, prevale la data di messa in pagamento dei proventi a prescindere dalla data della delibera di distribuzione e da quella di pagamento del provento al partecipante.

Relativamente ai proventi che possono assumere la veste di redditi di capitale (art. 44 DPR 917/86) o redditi diversi (art. 67 del medesimo decreto) realizzati in sede di rimborso, cessione o liquidazione delle quote o azioni, l'aliquota del 26 per cento si applica alle operazioni *realizzate* dal 1° luglio 2014 intendendo per *realizzo* la data di regolamento dell'operazione.

Tuttavia, per effetto di uno specifico regime transitorio riservato agli organismi di investimento collettivo del risparmio, previsto dall'art. 3, comma 12 del D.L. 66/2014, sui proventi realizzati, riferibili a importi maturati al 30 giugno 2014, continuerà ad applicarsi l'aliquota del 20%.

In attesa della riforma della tassazione del settore, prevista a decorrere dal 2015, anche i proventi percepiti dalle casse previdenziali dei liberi professionisti saranno soggetti alla nuova aliquota ma, grazie ad un credito d'imposta, le stesse casse potranno recuperare le maggiori imposte versate nel periodo luglio-dicembre 2014.

Dal punto di vista degli OICR, anche considerato che una buona parte dei redditi di capitale sono percepiti al lordo di ritenute alla fonte o imposte sostitutive, vale a dire da parte dei c.d. soggetti *lordisti*, l'impatto delle novità non è particolarmente significativo.

La Legge 147/2013 (legge di stabilità 2014) ha introdotto tra le novità di carattere tributario, l'imposta TASI il cui presupposto impositivo è il possesso o la detenzione a qualsiasi titolo di fabbricati, compresa l'abitazione principale, e di aree scoperte comprese quelle edificabili a qualsiasi uso adibite. La base imponibile è calcolata con le stesse modalità previste per l'Imu mentre è molto più articolata la norma che stabilisce l'aliquota applicabile che, in linea generale e salve alcune prerogative dei Comuni, sarà compresa tra l'1 e il 2,5 per mille. Gli stessi Comuni, inoltre, hanno la facoltà di applicare l'imposta solo sulle abitazioni principali e non anche sugli altri immobili.

Per questo motivo, in sede di redazione dei rendiconti, si è ritenuto di rilevare l'imposta solo nei casi in cui sia stato effettuato il versamento dell'acconto o il Comune, dove è ubicato l'immobile, abbia deliberato se, e in che misura, l'imposta sia dovuta.

Inoltre, dato il tenore della norma, l'imposta è stata comunque accantonata per i Fondi possessori di immobili destinati al *social housing* in quanto quest'ultimi sono soggetti al trattamento riservato alle cosiddette abitazioni principali.

SITUAZIONE PATRIMONIALE

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
(Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2014		Situazione al 31/12/2013	
	valore complessivo	in perc. dell'attivo	valore complessivo	in perc. dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>	426.117	0,33	525.788	0,38
A1. Partecipazioni di controllo	426.117	0,33	525.788	0,38
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	126.100.000	98,16	134.500.000	98,27
B1. Immobili dati in locazione	126.100.000	98,16	134.500.000	98,27
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'	596.703	0,46	731.620	0,53
F1. Liquidità disponibile	596.703	0,46	731.620	0,53
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			-	-
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare			-	-
G. ALTRE ATTIVITA'	1.343.321	1,05	1.107.737	0,81
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate			-	
G2. Ratei e risconti attivi	100.379	0,08	88.298	0,06
G3. Risparmio d'imposta			-	-
G4.1 Crediti vs clienti	1.131.966	0,88	1.005.760	0,73
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso			-	-
G4.3 Altre	110.976	0,09	13.679	0,01
TOTALE ATTIVITA'	128.466.141	100,00	136.865.145	100,00

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY		
SITUAZIONE PATRIMONIALE		
(Valori in Euro)		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2014	Situazione al 31/12/2013
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	15.135.376	15.198.608
H1. Finanziamenti ipotecari	15.135.376	15.198.608
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'	1.394.323	2.081.661
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	523.459	1.183.073
M2. Debiti di imposta	6.280	31.506
M3. Ratei e risconti passivi	99.567	94.706
M4. Debiti verso altri		10.000
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	765.017	762.376
TOTALE PASSIVITA'	16.529.699	17.280.269
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	111.936.442	119.584.876
Numero delle quote in circolazione	56.400	56.400
Valore unitario delle quote	1.984,689	2.120,299
Rimborsi o proventi distribuiti per quota		

SITUAZIONE REDDITUALE

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY		
SEZIONE REDDITUALE		
(Valori in Euro)		
	Situazione al 30/06/2014	Situazione al 30/06/2013
A. STRUMENTI FINANZIARI		
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>		
A1. PARTECIPAZIONI	-99.671	
A1.1 dividendi e altri proventi		
A1.2 utili / perdite da realizzi		
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-99.671	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI		
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi		
A2.2 utili / perdite da realizzi		
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 realizzi		
A3.3 plusvalenze / minusvalenze		
<u>Strumenti finanziari derivati</u>		
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		-70.022
A4.1 di copertura		-70.022
A4.2 non di copertura		
Risultato gestione strumenti finanziari	-99.671	-70.022
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI		
B1. Canoni di locazione e altri proventi	3.076.477	3.302.721
B2. Utile/perdite da realizzi		
B3. Plusvalenze/minusvalenze	-8.400.000	-1.700.000
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	-536.690	-526.386
B5. Ammortamenti		
B6. Imposta Comunale sugli Immobili	-316.081	-314.322
Risultato gestione beni immobili	-6.176.294	762.013
C. CREDITI		
C1. interessi attivi e proventi assimilati		
C2. incrementi / decrementi di valore		
Risultato gestione crediti		
D. DEPOSITI BANCARI		
D1. interessi attivi e proventi assimilati		
E. ALTRI BENI		
E1. proventi		
E2. utili / perdite da realizzi		
E3. plusvalenze / minusvalenze		
Risultato gestione investimenti	-6.275.965	691.991

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY		
SEZIONE REDDITUALE		
(Valori in Euro)		
	Situazione al 30/06/2014	Situazione al 30/06/2013
F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI		
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA		
F1.1 Risultati realizzati		
F1.2 Risultati non realizzati		
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA		
F2.1 Risultati realizzati		
F2.2 Risultati non realizzati		
F3. LIQUIDITA'		
F3.1 Risultati realizzati		
F3.2 Risultati non realizzati		
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE		
G1. Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate		
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli		
Risultato lordo della gestione caratteristica	-6.275.965	691.991
H. H. ONERI FINANZIARI		
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-351.008	-351.202
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-331.140	-312.421
H1.2 su altri finanziamenti	-19.868	-38.781
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	-19.868	-38.781
Risultato netto della gestione caratteristica	-6.626.973	340.789
I. ONERI DI GESTIONE		
I1. Provvigione di gestione SGR	-1.155.479	-1.302.291
I2. Commissioni banca depositaria	-1.006.594	-1.121.904
I3. Oneri per esperti indipendenti	-29.896	-31.392
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-12.500	-17.000
I5. Altri oneri di gestione	-6.608	-3.045
I5. Altri oneri di gestione	-99.881	-128.950
L. ALTRI RICAVI E ONERI		
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	134.018	85.568
L2. Altri ricavi	7.877	20.672
L3. Altri oneri	127.901	143.067
L3. Altri oneri	-1.760	-78.171
Risultato della gestione prima delle imposte	-7.648.434	-875.934
M. IMPOSTE		
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio		
M2.1 Risparmio di imposta		
M3.1 Altre imposte		
Utile / perdita del periodo	-7.648.434	-875.934

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI

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

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI

Descrizione e Ubicazione	Destinazione prevalente	Anno di costruz	Superf. Lorda	Canon e per m2 o	Reddività dei beni locati			Costo storico (Euro)	Ipoteche (Euro)	Altre info
					Tipo Contratt	Scadenza contratto	Locatario			
EMILIA ROMAGNA										
BOLOGNA										
1 212-A11 VIA DELLA LIBERAZIONE 15	COMMERCIA LE		14.021					51.635.869	4.853.816	
			2.840	158	Affitto	31/03/2018	Impresa comm.le			
			386	632	Affitto	25/03/2018	Impresa comm.le			
			200	256	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le			
			145	159	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le			
			148	218	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le			
			95	349	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le			
			4.146	133	Affitto	01/01/2022	Impresa comm.le			
			0			01/06/2015	Impresa comm.le			
LOMBARDIA										
CINISELLO										
2 212-A10 VIALE FULVIO TESTI 124	UFFICI		5.007					7.610.622		
			1.145	97	Affitto	30/09/2018	Impresa comm.le			
			323	112	Affitto	31/05/2020	Impresa comm.le			
MILANO										
3 212-A01 VIA BROLETTO 16	UFFICI		8.174					37.469.973	4.211.321	
			7.750	337	Affitto	24/11/2015	Impresa comm.le			
			118	670	Affitto	30/09/2017	Impresa comm.le			
			224	563	Affitto	30/09/2017	Impresa comm.le			
			82	594	Affitto	31/03/2017	Impresa comm.le			
PIEMONTE										
TORINO										
4 212-A08 VIA C. MAROCHETTI 11	UFFICI		19.827					18.012.822		
PUGLIA										
ANDRIA										
5 212-A12 CONTRADA BARBA D'ANGELO SNC	COMMERCIA LE		12.184					52.166.855	6.070.239	
			38	220	Affitto	31/03/2017	Impresa comm.le			
			12.146	126	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le			
RUTIGLIANO										
6 212-A13 VIA ADELFA SNC	LOGISTICA		12.706					12.369.101		
			2.500	40	Affitto	31/10/2019	Impresa comm.le			
Totale Fondo								179.265.243	15.135.376	

Beni Stabili Gestioni S.p.A. - SGR
L'Amministratore Delegato

Roma, lì 30 luglio 2014

[Handwritten signature]