



RELAZIONE di GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2015 DEL
FONDO INVEST REAL SECURITY
FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO



APPROVATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
DI INVESTIRE SGR S.P.A. IN DATA 29 FEBBRAIO 2016

INDICE

ORGANI SOCIALI	4
INFORMAZIONI GENERALI	5
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	6
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI	7
1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO	7
1.1. Quadro macroeconomico.....	7
1.2. Andamento del mercato immobiliare.....	9
1.3. Mercato dei fondi immobiliari.....	13
1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali.....	14
2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO	16
2.1. Linee strategiche della gestione del fondo.....	16
2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo.....	17
2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare.....	17
2.4. Andamento della gestione del fondo.....	18
2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi.....	18
2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni.....	20
2.4.3. Andamento del valore della Quota.....	21
2.4.4. Risultato di periodo.....	23
2.4.5. Finanziamenti, Derivati e liquidità del fondo.....	24
2.4.6. Governance del Fondo.....	24
3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE	25
4. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR	25
5. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 dicembre 2015	25
6. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	25
Situazione Patrimoniale	27
Sezione Reddituale	29
NOTA INTEGRATIVA	31
PARTE A – Andamento del valore della quota	31
PARTE B – Le Attività, le Passività ed il Valore Complessivo Netto	34
Sezione I - Criteri di valutazione.....	34
Sezione II - Le attività.....	37
Sezione III - Le passività.....	45
Sezione IV - Il valore complessivo netto.....	46

Sezione V - Altri dati patrimoniali.....	48
PARTE C – Il Risultato Economico del periodo	48
Sezione I - Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari.....	48
Sezione II - Beni immobili.....	48
Sezione III – Crediti.....	49
Sezione IV - Depositi bancari.....	49
Sezione V – Altri beni.....	49
Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari.....	49
Sezione VII - Oneri di gestione.....	50
Sezione VIII - Altri ricavi e oneri.....	52
Sezione IX – Imposte.....	52
PARTE D – Altre informazioni	53
Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti	56
Relazione della Società di Revisione	59

ORGANI SOCIALI**CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

<i>Presidente</i>	Carlo Cerami
<i>Vice Presidente</i>	Stefano Vittori
<i>Amministratore Delegato</i>	Dario Valentino
<i>Consiglieri</i>	Giulio Bastia Ermanno Boffa Domenico Bilotta Leonardo Buonvino Fabio Carozzo Giuseppe Mazzarella Arturo Nattino Anna Pasquali Maurizio Pinnarò Marco Tofanelli

COLLEGIO SINDACALE

<i>Presidente</i>	Francesco Minnetti
<i>Sindaci effettivi</i>	Carlo Napoleoni Andrea Severi
<i>Sindaci supplenti</i>	Antonio Staffa Marco Vicini

SOCIETÀ DI REVISIONE

Reconta Ernst & Young S.p.A.

INFORMAZIONI GENERALI

Il presente documento, redatto in osservanza al principio di chiarezza, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria al 31 dicembre 2015 e l'andamento economico del periodo chiuso a tale data del Fondo INVEST REAL SECURITY, ed è composto, in osservanza a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dal DM del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015, n. 30 e dalle direttive impartite dalla Banca d'Italia con il Provvedimento del 19 gennaio 2015, dai seguenti documenti:

- 1) Relazione degli Amministratori
- 2) Situazione Patrimoniale
- 3) Sezione Reddittuale
- 4) Nota Integrativa.

Il documento è redatto, ove applicabile, anche in osservanza della direttiva AIFMD, art. 22, nonché dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, che detta misure di esecuzione della direttiva AIFMD direttamente applicabili, e in particolare dagli artt. 103-107.

La Nota Integrativa forma parte integrante del documento. Essa fornisce informazioni più dettagliate sui dati contabili delle sezioni patrimoniale e reddittuale 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 documento.

La Nota è ripartita in parti e sezioni, che illustrano singoli aspetti della gestione, in funzione dell'operatività svolta dal Fondo ed è corredata di allegati che ne costituiscono parte integrante.

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

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	29/09/2003
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
Depositario	Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A. (I.C.P.B.I. S.p.A.)
Esperto Indipendente	DTZ Italia S.p.A.
Società di revisione	Reconta Ernst & Young S.p.A.
Fiscalità	Fiscalità prevista per tali strumenti finanziari, come da D.L. 351/2001 del 25 settembre 2001, convertito dalla Legge n. 410/2001, dal D.L. 78/2010 convertito dalla Legge n. 122/2010, dal D.L. 70/2011 convertito dalla Legge n. 106/2011, dal DL 83/2012 convertito dalla Legge 07/08/2012 n. 134, Dlgs 44/2014
Valore nominale del Fondo al collocamento	Euro 141.000.000
Numero di quote collocate al 31 dicembre 2015	56.400
Valore nominale originario delle quote	Euro 2.500
Valore nominale residuo (1) delle quote al 31 dicembre 2015	Euro 2.475
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2015	Euro 87.734.720
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2015	Euro 1.555,580
Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2015	Euro 68.900.000
Quotazione	MIV (Segmento Fondi Chiusi della Borsa Italiana)

(1) Al netto di eventuali rimborsi parziali di quote effettuati dal fondo dall'inizio della sua operatività.

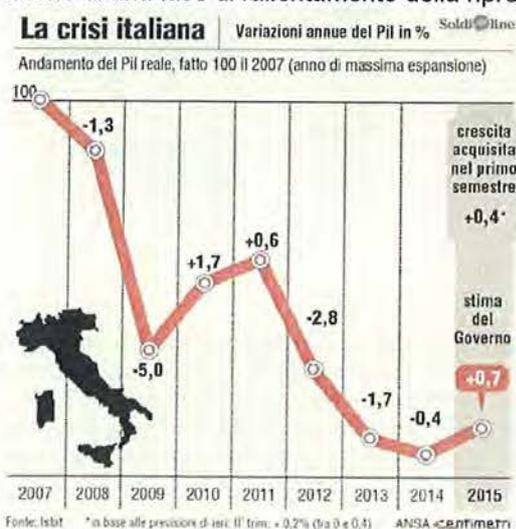
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1.1. Quadro macroeconomico

Lo scoppio della crisi finanziaria, innescata negli Stati Uniti dal crollo della Lehman Brothers e trasformata in breve in una recessione economica, è avvenuto ormai da tempo. Eppure lo scenario resta ancora incerto.

L'Italia sta attraversando un momento di cambiamenti decisivi, dovute alle diverse riforme strutturali e alle diverse misure di politica economica europea, cambiamenti che nell'anno hanno si sono tradotti in segnali di crescita e miglioramento su più fronti. Ma l'ultimo trimestre dell'anno ha mostrato cenni di rallentamento inatteso, rallentamento condiviso tra l'altro anche da Germania e Francia. Ma questa perdita di velocità della crescita non è motivata da un rallentamento della domanda interna, che invece continua con un trend positivo; la crescita è meno rapida sull'ondata di incertezza dei paesi emergenti e anche di una fase di rallentamento della ripresa americana.



Andando ad analizzare l'anno 2105 per l'Italia, da uno sguardo ai fondamentali dell'economia italiana, si evince che il quadro complessivo risulta essere in progressivo miglioramento con previsioni di crescita dell'economia nel 2015 pari a +0,7% del PIL, con il primo rialzo da 4 anni, e nel 2016 dell' 1,4%. A sostenere la ripresa dovrebbero essere però, più che segnali di ritrovata competitività del sistema paese, i fattori congiunturali, come l'impatto del *quantitative easing* della Bce¹, il deprezzamento dell'euro sul dollaro e un previsto aumento della domanda interna di beni non durevoli. Sono incoraggianti anche i dati per deficit e debito pubblico, quest'ultimo aiutato anche da un previsto balzo in alto dell' inflazione che dal +0,2% del 2015 dovrebbe arrivare al +1,8% nel 2016. Per quanto riguarda il deficit, le previsioni dicono che resterà al 2,6% nel 2015, ma calerà al 2,0% nel 2016.

L'economia italiana ha ripreso a espandersi. Il miglioramento degli indici di fiducia di imprese e famiglie si è accompagnato a un recupero della domanda interna che è tornata a contribuire alla crescita. Gli investimenti, che si erano ridotti quasi ininterrottamente dal 2008, hanno registrato un aumento, con primi segnali favorevoli anche nel comparto delle costruzioni.

E a trainare la ripresa, saranno soprattutto i consumi. In particolare, quelli delle famiglie continuerebbero ad aumentare grazie alla ripresa del reddito disponibile reale, che beneficerebbe del miglioramento del mercato del lavoro e delle misure di stimolo fiscale contenute nella legge di Stabilità. In particolare l'abolizione della Tasi.

Il tasso di disoccupazione è previsto in progressiva contrazione nel prossimo biennio, fino a calare sotto la soglia dell'11% nel 2017. Nel frattempo proseguirà il miglioramento dell'occupazione, che nel 2016 e nel 2017 dovrebbe aumentare rispettivamente a un tasso medio dello 0,9%. I provvedimenti di sgravio sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato potranno generare nuova occupazione per circa lo 0,3% nel triennio di previsione. Il miglioramento fa seguito alla crescita nel numero di occupati

¹ Importante l'intervento della BCE ad inizio anno con il Quantitative Easing, partito il 9 marzo del 2015, con il "rastrellamento" in gran parte di titoli di Stato, ad un ritmo di 60 miliardi di euro al mese almeno fino alla fine di settembre 2016 per un totale di oltre 1.000 miliardi di euro, compresi bond sovrani con rendimento negativo, ma non al di sotto del tasso Bce sui depositi, che al momento è pari a -0,20%. La manovra dovrebbe consentire una ripresa del credito grazie al mantenimento di condizioni finanziarie accomodanti. Garantendo l'ancoraggio delle aspettative d'inflazione su livelli compatibili con l'obiettivo della BCE, il programma conterrà l'aumento dei tassi d'interesse reali provocato da una debole dinamica dei prezzi. La fiducia di imprese e famiglie ne dovrebbe risultare rafforzata, gli investimenti ed il consumo supportati.

registrata nell'anno, soprattutto tra i giovani e nei servizi. Il tasso di disoccupazione in Italia è sceso all'11,4% nel bimestre ottobre-novembre, il livello più basso dalla fine del 2012.

Eppure l'Italia è "fanalino di coda" nel confronto rispetto a tutte le economie dell'Eurozona colpite dalla crisi del debito: non solo Spagna ma anche Portogallo, Irlanda e persino Grecia, dove si è verificato invece un aumento dell'occupazione "marcato". Sono la Germania e la Spagna le nazioni che sono cresciute di più e che hanno contribuito per quasi due terzi all'incremento complessivo del numero di lavoratori nell'Eurozona dal secondo trimestre del 2013, con apporti pari rispettivamente a 592.000 e 724.000 unità. In Italia i posti di lavoro sono aumentati di appena 127.000.

In Italia, secondo la Bce, la crisi ha esercitato un impatto avverso ben più persistente sull'occupazione complessiva, che è rimasta pressoché invariata, in controtendenza rispetto all'insieme dell'area dell'euro e alle sue economie più piccole. La crescita dell'occupazione che si è avuta in Italia negli ultimi due anni ha riguardato prevalentemente posizioni a tempo parziale, in pratica precari, laddove in media nell'area euro si è assistito ad una tendenza opposta: la crescita riguarda prevalentemente posti a tempo indeterminato.

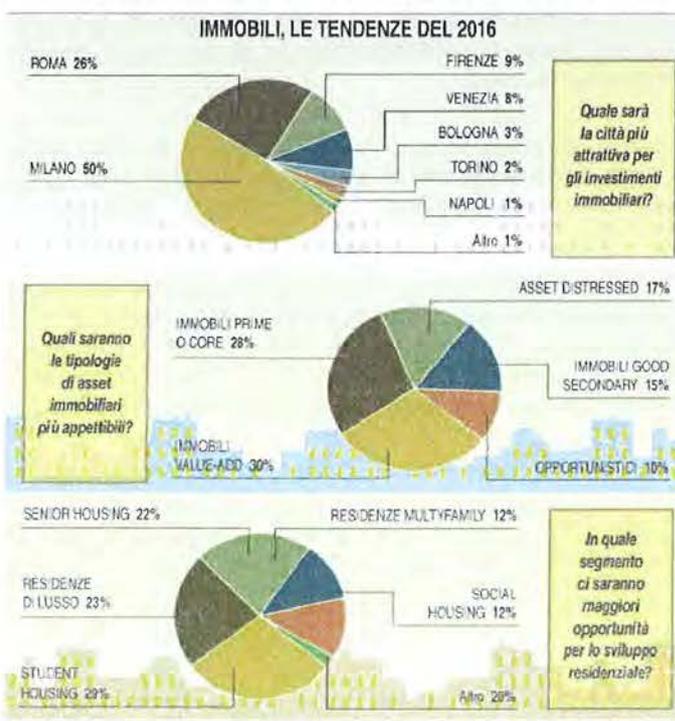
L'inflazione, negativa all'inizio dell'anno, è tornata positiva, ma si mantiene su valori storicamente molto bassi. Le aspettative delle famiglie e delle imprese ne prefigurano un ulteriore incremento.

Tuttavia, nonostante i primi concreti segnali di ripresa, **esistono dei rischi al ribasso**, provenienti in particolare dal rallentamento della domanda estera, dal possibile deprezzamento delle valute dei Paesi emergenti e dalle turbolenze dei mercati finanziari vissute soprattutto nei primi mesi del 2016.

Il 2016, infatti, si è aperto con una forte presenza di nuovi timori per un netto peggioramento della congiuntura internazionale. E di fronte a queste turbolenze, alla forte volatilità e al permanere di elementi di incertezza, si avverte nelle recenti previsioni una maggiore prudenza, in attesa di segnali positivi strutturali.



E anche il clima nel **mercato immobiliare italiano** nell'ultimo mese sembra aver risentito delle turbolenze sui mercati finanziari, dei problemi del sistema bancario, delle oscillazioni negative dello spread. In poco meno di un mese gli operatori del settore immobiliare che guardavano al 2016 con entusiasmo ora sembrano aver congelato il loro ottimismo. Resta pur sempre la fiducia in una ripresa del 2016 ma la condizionale in questa casa sembra d'obbligo soprattutto in vista degli eventi di gennaio 2016.



Come dettagliato nel paragrafo successivo, **sicuramente il 2015 è stato un anno positivo, chiuso con oltre 8 miliardi di euro di investimenti, cifra vicina ai record del 2007** ma non si può trascurare che gli investimenti del 2014 e del 2015 sono stati "falsati" dagli interventi degli investitori esteri. Investitori che mostrano ancora interesse per il "mattoncino italiano". Questo grazie al particolare momento storico, caratterizzato da una congiuntura mai così favorevole per il

mercato immobiliare, con tassi di interesse ai minimi, abbondanza di liquidità e ricerca di rendimenti. Ma in Italia è ancora importante il problema dell'ampia forbice tra domanda ed offerta: mancano asset, e quelli disponibili talvolta hanno prezzi troppo alti.

Da una recente ricerca condotta da CBRE su numerosi operatori del real estate per individuare ed analizzare le prospettive per il 2016, è emerso che il mercato nutre ancora fiducia nel 2016 come anno di crescita, che però andrà in qualche modo sostenuta vuoi con operazioni che coinvolgono la politica (la cessione di asset pubblici) vuoi con l'esplorazione di aree poco sfruttate. La ricerca di "novità" sembra sarà, infatti, il trend per il 2016.

Si ampliano così i target geografici degli operatori, non più focalizzati solo su Roma e Milano (che attirano comunque il 76% dell'interesse) ma anche su città secondari ed alternative come Firenze, Venezia, Torino e Bologna.

Gli investitori sembrano pronti anche agli "alternative asset" e vedono le maggiori opportunità di sviluppo residenziale per il 29% negli alloggi per studenti, per il 22% nel *senior housing* e per il 12% nel *social housing*.

E' un mercato sicuramente in fase di risveglio l'immobiliare italiano, segnale che va però preso con le dovute cautele perchè troppe sono le variabili, come descritto, da cui dipende il cambiamento di rotta definitivo.

1.2. Andamento del mercato immobiliare

Il mercato immobiliare italiano

In un contesto finalmente più favorevole si rafforzano i segnali di miglioramento del mercato immobiliare manifestatisi a partire dalla seconda metà del 2014. Dopo la fase recessiva dello scorso settennio, il quadro macroeconomico appare oggi decisamente più positivo, come testimoniano non solo gli indicatori di fiducia di famiglie e imprese, riportati sui livelli pre-crisi, ma i dati relativi a produzione, consumi e occupazione che paiono avviarsi al recupero di parte delle posizioni perse durante la crisi. Si tratta di dinamiche non eclatanti, ma comunque sufficienti a delineare un cambiamento di scenario. Nonostante le incertezze a medio termine, il balzo in avanti degli indicatori di sentiment prima e di quelli reali poi, si è subito riflesso nelle propensioni di investimento nel settore immobiliare.

I fattori positivi che hanno favorito tale inversione di tendenza sono stati la cancellazione dell'IMU sulla prima casa, nonostante resti alta la pressione fiscale, e l'erogazione di mutui concessi dalle banche in particolare nel secondo semestre; anche le imprese, complice alcune riforme come il Jobs act, migliorano i propri bilanci riducendo la disoccupazione, specie quella giovanile che ha innescato una dose di fiducia nel sistema.

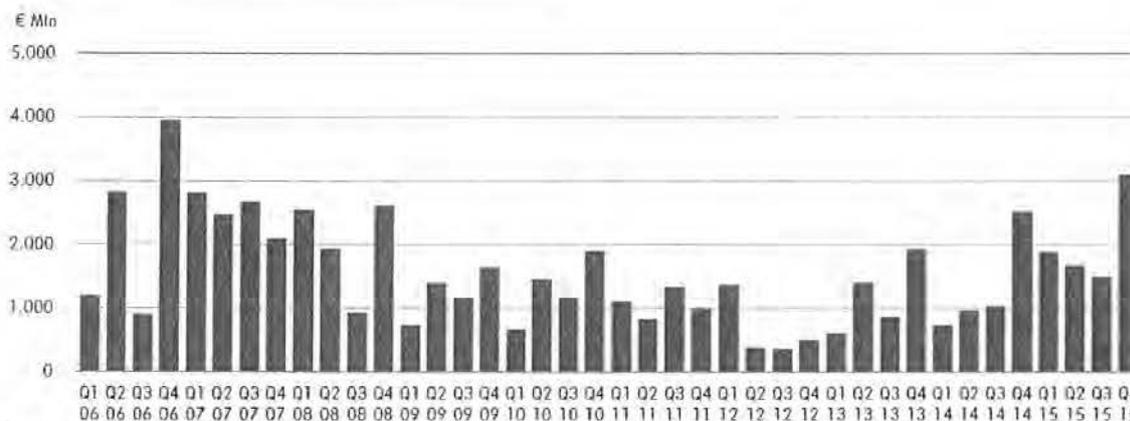
Nel corso del 2015 si è, infatti, invertito il ciclo negativo degli ultimi anni e il mercato immobiliare italiano chiude con una crescita complessiva del fatturato del 3,7%. Tuttavia la ripresa del settore stenta ancora a decollare. L'evidente miglioramento del clima di fiducia fatica, infatti, a tradursi in una dinamica inequivocabilmente espansiva delle compravendite. A risultare penalizzato non sarebbe tanto il comparto residenziale, dove la domanda scaturita da un fabbisogno primario ha palesato evidenti segnali di irrobustimento, quanto quello corporate, in corrispondenza del quale, invece, i segnali di crescita sono unicamente ascrivibili all'attivismo della componente di investimento straniera. Un inaspettato deterioramento del quadro congiunturale spingerebbe gli investitori opportunistici a rivedere il sentiment sul nostro Paese e, dunque, le strategie allocative.

Secondo le ultime stime, il totale volume transato nel 2015 ha raggiunto 7,8 miliardi di euro, in crescita del 44% sul 2014. Nel quarto trimestre 2015 sono stati investiti 3,1 miliardi di euro, il doppio rispetto al trimestre precedente. Il volume trimestrale si conferma oltre il 50% rispetto alla media trimestrale degli ultimi quattro anni. Il trend italiano si inserisce nel fenomeno globale di crescita degli investimenti, come conseguenza della forte liquidità, dei bassi tassi di interesse e della volatilità dei mercati finanziari che comporta lo spostamento di ingenti capitali verso il settore immobiliare. Nonostante il recente sviluppo, tuttavia, gli investimenti in Italia rappresentano ancora una percentuale modesta del totale europeo e si attestano al di sotto al 3%.

Il capitale straniero continua a rappresentare la maggior parte del volume, attestandosi sul 75% (in particolare USA, Medio Oriente e Germania), il che significa che l'Italia è rientrata a pieno titolo nel mirino degli investitori stranieri; la quota del capitale domestico è aumentata rispetto al 2014.

Per quanto riguarda i settori di investimento, il volume maggiore è rappresentato dagli uffici con quota 38%, seguito dalla categoria uso misto al 20, dai retail al 16%, dagli alberghi al 10% e dalla logistica al 5%. Nel 2014, il retail occupava il primo posto con il 40%, seguito dagli uffici al 20%.

Investimenti immobiliari in Italia per trimestre



Fonte: CBRE Research,

Il sentiment per il 2016 appare ancora positivo, considerando che il 2015 è il terzo anno consecutivo di crescita, anche se siamo ancora lontani dal massimo storico registrato nel 2007 di 11 miliardi di euro. Un elemento che potrebbe favorire un futuro incremento degli investimenti è l'emergere di nuovi segmenti alternativi ai tradizionali uffici e retail, come healthcare e student housing. L'interesse verso questi segmenti è salito al 41%, contro il 28% dell'anno precedente. Secondo le previsioni, nel 2016 si avranno buone performance anche per il segmento del commercio al dettaglio e la logistica, avvantaggiati dall'innovazione tecnologica e dalle migliorate condizioni economiche.

Profonde innovazioni anche in sede di prodotto, soprattutto nei comparti non residenziali, dagli uffici al commerciale. La ripresa sta premiando l'innovazione di prodotto e di servizio e si amplia sempre più il gap tra vecchio e nuovo, con ampia preferenza verso il secondo

Prezzi

Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, non si arresta il *trend* discensivo come invece si è visto a proposito dei volumi transati. Nella seconda parte del 2015 si registra una ulteriore contrazione nei valori, seppur leggermente meno marcata di quanto non si evidenziasse nei semestri precedenti, ma non vi sono prospettive di ripresa a breve termine. La riduzione semestrale si aggira su un punto percentuale, mentre si colloca poco sopra il 2% la flessione su base annua. Così dall'inizio della crisi, l'erosione dei valori ha determinato una flessione superiore ai venti punti percentuali, in valore nominale, in maniera generalizzata per tutti i comparti immobiliari. Le previsioni per il 2016 sono all'insegna della stabilità per quanto riguarda il settore abitativo, mentre si parla ancora di flessioni di qualche decimo di punto per uffici e negozi. Una ripresa più accentuata dei prezzi di compravendita è prevista per il 2016, di circa un punto e mezzo per il settore residenziale e meno dell'1% per i settori non residenziali.

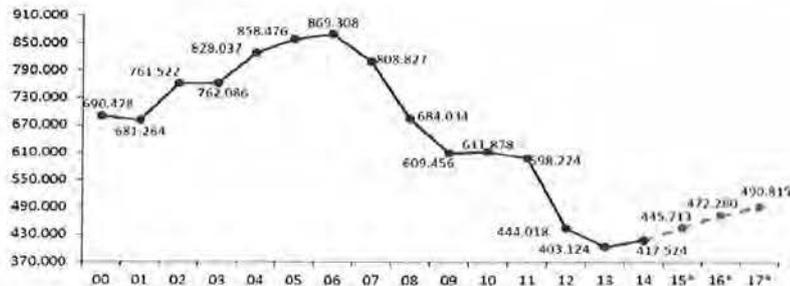
Il mercato residenziale

Il numero di compravendite è salito, come previsto, e si attesta a fine anno sulle 445mila, con un incremento del 7,2% rispetto all'anno precedente (fonte Scenari Immobiliari). È un indicatore di ritrovata fiducia verso il mercato residenziale, nonostante l'incremento della tassazione negli ultimi anni, ma l'effetto congiunto della riduzione dell'Imu sulla prima casa e dell'incremento dei mutui erogati sta dando fiducia alla domanda potenziale, che pure è cresciuta negli ultimi anni fino a quasi un milione di famiglie. La ripresa del 2015 si è concentrata soprattutto nelle grandi città, anche al sud, dove più forte è la pressione abitativa. Ma è destinata ad ampliarsi al resto del Paese nel corso del prossimo anno. La progressiva normalizzazione dei rapporti tra sistema bancario e mercato immobiliare residenziale è confermata dall'aumento di abitazioni acquistate con l'ausilio del mutuo, salita nell'ultimo anno dal 45 al 55%.

Le quotazioni medie delle abitazioni hanno mostrato ancora una lieve flessione (intorno a 0,6%) nel corso dell'anno. Tuttavia nelle zone più richieste, come i centri storici o le aree residenziali più pregiate, ci sono stati incrementi anche del 4-5% rispetto all'anno precedente. Il 2016 dovrebbe rappresentare una fase di stabilizzazione delle quotazioni, con tendenza alla riduzione degli sconti in sede di trattativa. Tuttavia il mercato sarà sempre più "qualitativo" con accentuazione del divario tra i diversi segmenti. Anche nel mercato locativo la domanda è in aumento, soprattutto di alloggi di piccole dimensioni nelle

grandi città. I canoni sono in lieve calo. Si prevede che a partire del 2017 ci sarà una live ripresa dei prezzi in generale. A Milano, il settore della locazione è stato oggetto di importanti novità, in quanto, in occasione della Expo, è stata attivata la formula degli affitti brevi, con l'obiettivo di rispondere a una domanda sempre più segmentata e diversificata.

Numero di compravendite residenziali annuali e previsioni



Fonte: Nomisma

Il mercato terziario

Dopo un lungo periodo negativo, chiude con il segno positivo il mercato degli uffici in Italia. Il fatturato è cresciuto del 3,3%, con una forte presenza degli investitori internazionali che scelgono questo comparto (insieme al commerciale). Anche i fondi italiani hanno movimentato il mercato, come molti privati che cercano negli uffici quei rendimenti che non si trovano più nei prodotti finanziari a basso rischio. La ripresa non è stata omogenea, ma ha riguardato quasi esclusivamente alcune città: Milano soprattutto, poi Roma, Torino e Bologna. In modo marginale i capoluoghi intermedi e per nulla i piccoli centri.

La domanda si basa principalmente sul passaggio da edifici di classe B a edifici di classe A, con un aumento della vacancy degli immobili di classe inferiore e difficili progetti di recupero o cambio destinazione di questi ultimi. Continua la tendenza delle società a procedere con piani di razionalizzazione e ottimizzazione degli spazi di lavoro, laddove la scelta ricade sempre di più su edifici in classe energetica elevata al fine di contenere i costi di gestione. Sempre in una logica di cost saving prosegue il fenomeno della rinegoziazione dei canoni di locazione e l'offerta di incentivi per attrarre nuovi locatori.

Le quotazioni sono ancora in calo a livello nazionale (meno 0,8%), ma stabili nelle top location e in rialzo nei business district. Le prospettive sono positive per il 2016.

Mercato terziario – Roma

Il mercato romano continua a mostrare un andamento lento e l'anno passato si conferma ancora un anno debole per gli investimenti immobiliari nel settore uffici, con una contrazione annua del 35% rispetto al 2014. Il 2015 si chiude con un assorbimento pari a mq 136.000, 20% in più rispetto all'anno precedente, ma in linea con la media annuale. Con l'86% degli spazi locati, il centro e l'EUR sono ancora una volta le aree più ambite da chi cerca uffici in locazione. Si conferma la tendenza dei proprietari a posticipare le ristrutturazioni degli immobili sfiti, in attesa di un potenziale tenant che occupi gli spazi. I canoni prime del CBD e dell'EUR restano stabili rispettivamente a €380 e € 320 mq/anno. Il rendimento prime netto si attesta al 4,00%, in calo rispetto al terzo trimestre. Per il 2016 si prevede che il tasso di vacancy si attesti intorno all'11% grazie ad una lenta ripresa del mercato subordinata al consolidamento del positivo trend economico nazionale.

Mercato terziario – Milano

Milano si conferma il mercato dominante con oltre il 70% del volume, sostenuto da un consolidato mercato delle locazioni, grazie alla qualità ed efficienza dei prodotti, principali driver della domanda. Il 90% del volume investito ha riguardato capitale di origine straniera. I canoni prime sono stabili sui 490 €/mq con i valori maggiori registrati nel CBD e a Porta Nuova; forte competizione e scarsità di prodotto hanno continuato a favorire un'ulteriore contrazione del rendimento prime nel settore uffici, che raggiunge il 4,00% netto. Il 2015 chiude con oltre 370.000 mq affittati, un risultato record, guidato dai due pre-let nelle torri di CityLife e dalla locazione dell'ultima torre disponibile nello sviluppo di Porta Nuova che pesano per il 30% sul totale annuo. Il take-up è stato guidato dal settore Finanziario con il 26% degli spazi locati

e un interesse per le aree semicentrali e di Porta Nuova. Il 78% degli spazi direzionali ancora disponibili a Milano, riguarda immobili di grado B e C.

Il mercato retail

Nel 2015 ha proseguito il trend di crescita che l'aveva caratterizzato nel 2014, sebbene a ritmi più lenti e con specificità diverse; questa crescita è dovuta a una dinamica dei consumi che si mantiene positiva, in particolare in questo semestre grazie alla ritrovata fiducia di imprese e famiglie. Il settore dei centri commerciali italiano segue le orme di quello europeo, da un lato, con riammodernamento dei centri esistenti e riorganizzazione del mix merceologico, rivisitazione dello spazio dell'ancora, ampliamento della food court e introduzione di servizi ai cittadini (studio dentistico, lavanderia, ecc.). Dall'altro, con costruzione di strutture di grandi dimensioni, in grado di unire shopping e divertimento. In questo quadro, l'offerta attuale di prodotto idoneo alle richieste degli investitori internazionali risulta molto carente. Infatti, tra i requisiti che il prodotto commerciale deve rispettare affinché possa diventare attraente per l'investimento, al primo posto risultano le dimensioni elevate. I nuovi progetti in corso stanno infatti proponendo una nuova concezione dello spazio, così come sta avvenendo anche nelle altre destinazioni d'uso (uffici ma anche residenziale). Il centro commerciale diventa un luogo dove il consumatore vive un'esperienza di shopping e divertimento in stretta relazione con l'ambiente circostante (interno ed esterno) e dove può anche trovare un'offerta di ristorazione di qualità. La «Food Court», che nelle gallerie commerciali italiane oggi rappresenta meno del 10% della GLA, ha un grande potenziale di crescita nei prossimi anni.

Il volume degli investimenti annuo si attesta a circa 1,4 miliardi, una contrazione del 47% rispetto al 2014. Il trend in rallentamento è legato soprattutto alle difficoltà a trovare prodotto. Gli investitori internazionali si confermano i più attivi: nel 2015 il capitale straniero investito nel settore retail risulta pari all'81% del totale.

I rendimenti netti prime e good secondary per centri commerciali sono rimasti stabili nel trimestre, rispettivamente pari al 5,50% e al 6,50% netto. Il gap tra i due rendimenti rimane stabile.

L'high street si conferma l'asset class più amata dagli investitori core, rappresentando il 31% del volume annuo investito in retail. Oltre a Milano e Roma, dove il prodotto in vendita è limitato, città come Venezia, Firenze, Padova, Verona e Torino sono entrate nel radar di un numero crescente di investitori; trattasi di un investimento caratterizzato da un basso rischio, ma anche da poche opportunità e alta domanda. Infine, in relazione alle quotazioni, l'andamento nel secondo semestre rispetto allo stesso periodo del 2014, ha rallentato la discesa, pur restando in campo negativo. Prezzi e canoni in crescita, invece, nelle high street.

Il mercato della logistica/industriale

Nel corso del 2015 ha seguito la scia di quanto accade in Europa, riaffermando la propria importanza quale asset class ottimale in un'ottica di diversificazione dell'investimento e ricerca della redditività, richiamando anche investitori stranieri. Il mercato immobiliare della logistica è stato dominato da un forte interesse che si è concretizzato in importanti transazioni principalmente di interi portafogli. Il totale volume transato si attesta a circa 300 mln, in discesa rispetto al 2014 del 20%. Il motivo principale è il mancato incontro tra domanda e offerta, in quanto il livello di prodotto idoneo e le opportunità valide agli obiettivi prefissati degli investimenti, sono altamente carenti. Per quanto riguarda le quotazioni non si arresta la discesa, sebbene le variazioni risultino più contenute rispetto all'anno precedente. Nel secondo semestre del 2015 i prezzi medi di vendita sono calati dell'1,1%, in confronto all'omologo periodo del 2014, mentre i canoni di locazione sono diminuiti del 2,6%, con conseguente ulteriore contrazione dei rendimenti. Il volume assorbito nel 2015 si attesta a circa 760.000 mq, il 6% in più rispetto al 2014. La Lombardia si conferma la regione più interessante per gli operatori, rappresentando quasi il 60% dei volumi totali assorbiti; il Piemonte segue con il 19%, prevalentemente con i comuni di Biandrate e Novara. I 3PL si confermano gli operatori più dinamici, rappresentando quasi l'80% dell'assorbimento del quarto trimestre 2015.

Il settore dei Non Performing Loan

Il deterioramento della qualità creditizia registrato in Italia è tra i peggiori su scala europea. Tale aspetto riflette specificità nazionali, quali ad esempio i criteri contabili stringenti adottati dalle banche per la classificazione dei prestiti deteriorati, la lentezza delle procedure di recupero dei crediti, le politiche di supervisione che determinano spesso una riclassificazione a ribasso delle posizioni esaminate.

Le banche italiane nei prossimi anni prevedono un incremento nei volumi dei crediti deteriorati e delle sofferenze (NPL). Il segmento dei prestiti alle aziende (Corporate) è quello per il quale le aspettative di crescita degli NPL sono più elevate. Le banche cercano oggi di accelerare il recupero dei crediti, elaborando differenti soluzioni. Alcune banche, per esempio, hanno deciso di cedere i propri Non Performing

Loans, mentre altre hanno preferito creare strutture interne dedicate alla loro gestione. La gestione dei NPL sarà negli anni a venire tra i temi principali della finanza immobiliare.

Il settore del Social housing

Per dare nuova linfa al mercato immobiliare, ancora stretto nella morsa della crisi economica, il Governo ha adottato una serie di misure, oggi contenute nel D.L. n. 47/2014, dal valore di circa 1,8 miliardi di euro. Si tratta di un piano che interviene su più fronti dell'edilizia residenziale nell'ottica di sostenere e rilanciare l'affitto, incrementare l'offerta di ERP e agevolare lo sviluppo del social housing. Con queste premesse, l'esperienza dei fondi immobiliari può rappresentare lo strumento per individuare le best practice sul territorio in termini sia di processo (le strutture finanziarie per la realizzazione delle opere, anche attraverso una maggior ricorso alle forme partenariali), sia di prodotto (i migliori progetti dal punto di vista della qualità della produzione edilizia con una particolare attenzione agli aspetti ambientali, energetici e sociali). In tale contesto svolge un ruolo di perno e catalizzatore il Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA), gestito da CDP Investimenti SGR e partecipato dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti.

Ad aprile 2014 il FIA ha assunto delibere d'investimento per circa 1.100 milioni di euro in 23 fondi locali gestiti da 13 SGR, per realizzare 183 progetti, per complessivi 11.691 alloggi sociali e 6.550 posti letto in residenze temporanee e studentesche.

Sono stati sottoscritti 17 fondi locali per un ammontare complessivo di 555 milioni di euro ed erogati 191 milioni di euro. I progetti in corso o già completati dai fondi locali sono 53 e riguardano 15 dei 23 fondi deliberati in via definitiva. I progetti, per molti casi, si caratterizzano non solo per l'incremento della dotazione di alloggi sociali, ma contribuiscono alla riqualificazione urbana dei quartieri in cui si inseriscono, attraverso la ricucitura dei tessuti insediativi esistenti, l'offerta di servizi e la dotazione di nuovi spazi pubblici.

Gli alloggi sociali rappresentano la componente maggioritaria dei progetti (76%), pur prevedendosi ulteriori destinazioni d'uso per gli 1,4 milioni di mq di superficie impiegati: residenze temporanee e studentati (13,5%); residenze da destinarsi al libero mercato (4,8%); spazi commerciali (3,3%); servizi (2,4%). Nonostante l'estensione territoriale delle iniziative, la ripartizione delle risorse mostra ancora una evidente sproporzione a vantaggio del Nord Italia (destinatario del 73% degli investimenti), rispetto al Centro (20%) e al Sud (7%).

Al terzo trimestre 2015 i dati ufficiali (fonte Nomisma) attestano gli investimenti a 1.645 miliardi in 220 progetti che prevedono 15.800 alloggi e 6.500 posti letto in residenze temporanee e studentesche

FIA - Update settembre 2015

1,645 miliardi € di investimento in
DELIBERE DEFINITIVE (= 81% del plafond complessivo)
 220 progetti immobiliari
 15.800 alloggi sociali
 6.500 posti letto in residenze temporanee e studentesche
 9 società di gestione del risparmio coinvolte e 28 fondi locali



1.3. Mercato dei fondi immobiliari

Anche in Italia, come in altri grandi Paesi, il comparto dei **fondi immobiliari** anticipa la ripresa dei mercati. Nel corso del 2015 il patrimonio netto dei fondi (Nav) cresce di oltre il 10% rispetto all'anno precedente, lasciandosi alle spalle la crisi. Il patrimonio immobiliare posseduto direttamente supera i 53 miliardi di euro, (fonte *Scenari Immobiliari*) confermandosi come il più importante "portafoglio" privato italiano.

I fondi attivi sono saliti a 400, ma va tenuto presente che ci sono stati molti fondi (incapienti o di tipo "familiare") che hanno terminato la propria vita nel corso dell'anno e il fenomeno è destinato a durare ancora un biennio. Sono stati costituiti fondi con patrimoni pubblici e altri ne arriveranno a breve. Anche gli investitori esteri hanno preferito spesso la formula del fondo immobiliare a quella dell'acquisto diretto o della semplice società di capitali.

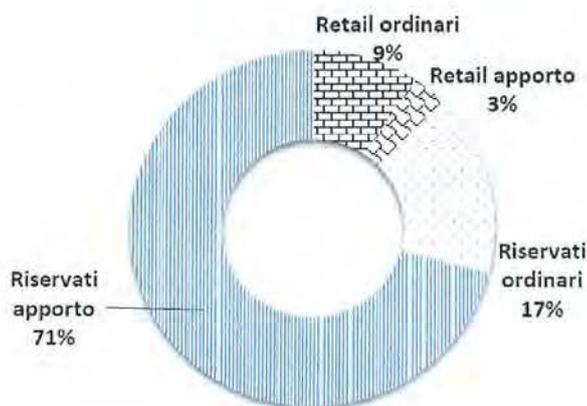
Le performance attese sono in leggero miglioramento rispetto allo scorso anno. E' calata la componente debito sul patrimonio. Infine, lievi modifiche nell'asset allocation, con un incremento degli uffici e un calo dello sviluppo.

Le SGR stanno proseguendo nella strutturazione dei presidi prescritti dal nuovo assetto normativo e nell'efficientamento. Il rilancio dell'industria dei fondi immobiliari, dopo il riassetto fiscale e normativo, impone lo snellimento delle strutture e l'ampliamento dei processi di fusione tra SGR per beneficiare di economie di scala. Nell'ultimo semestre, in seguito a fusioni e cancellazioni, il numero di SGR è passato da 44 a 37. Un trend che potrebbe proseguire anche in futuro.

La ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso è in linea con gli anni precedenti e vede ancora prevalere immobili adibiti ad uso "Uffici" (48,8%). Seguono la destinazione d'uso "Residenziale" (13,4%), "Commerciale" (13%), "Altro" (12,7%), "Turistico/Ricreativo" (4,3%), "Industriale" (3,4%), "Logistica" (2,9%) e "RSA" (1,5%). La ripartizione degli immobili per area geografica vede stabile e prevalente il Nord Ovest (44%); seguono il Centro (34%), il Nord Est (12%), il Sud e Isole (8%) e infine l'Estero (2%).

Continua a crescere la quota di mercato rappresentata dai fondi riservati a investitori istituzionali o qualificati: sono infatti otto i nuovi fondi divenuti operativi nel corso del semestre. Per quanto riguarda poi la tipologia di costituzione dei fondi, da notare che, nel corso degli anni, si è assistito al progressivo incremento della quota di mercato dei fondi ad apporto rispetto ai fondi ordinari.

Ripartizione dei fondi immobiliari per tipologia al 31/12/2015



Fonte: Elaborazione su dati Assogestioni

1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali

AIFMD: Come noto, la Direttiva 2011/61/UE (AIFMD o Direttiva) ha introdotto nell'ordinamento comunitario un regime normativo volto a promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito e, in particolare, degli investimenti alternativi, attraverso l'armonizzazione della disciplina applicabile ai gestori (GEFIA) di fondi alternativi (FIA), e cioè di tutti quegli organismi di investimento collettivo, tra i quali i fondi immobiliari, non rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE (UCITS IV). Le disposizioni della AIFMD sono state specificate, principalmente, dalle misure di esecuzione di secondo livello contenute nel Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 (il **Regolamento UE**) che ha completato la Direttiva con le previsioni di dettaglio e che è direttamente applicabile in tutti gli Stati membri. Il processo di recepimento della Direttiva all'interno dell'ordinamento nazionale è stato realizzato, a livello di normazione primaria, attraverso il D.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, pubblicato in G.U. il 25 marzo 2014 (il **Decreto**). Con esso sono state apportate le necessarie modifiche al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), volte a consentire, principalmente, l'inserimento nell'ambito del medesimo delle sole disposizioni di applicazione generale contenute nella Direttiva, demandando, conseguentemente, l'adozione delle disposizioni di dettaglio concernente gli aspetti tecnici alla regolamentazione di livello secondario di competenza della Banca d'Italia e della Consob, ciascuna nell'ambito delle proprie competenze.

Il **Decreto** è in vigore dal 9 aprile 2014, salvo quanto previsto dalle disposizioni finali e transitorie che individuano il termine per l'adeguamento alla normativa attuativa della AIFMD da parte delle SGR che già svolgevano la gestione e la commercializzazione di FIA. Detto termine, inizialmente fissato al 22 luglio 2014, già prorogato al 31 dicembre 2014, è stato da ultimo differito al 30 aprile 2015.

Nel primo quadrimestre del 2015, il recepimento della AIFMD è stato completato con una serie di provvedimenti del Ministero dell'Economia e delle finanze ("MEF"), della Banca d'Italia e della Consob.

Nello specifico, il MEF ha emanato il Decreto Ministeriale n. 30, 5 marzo 2015 ("Nuovo DM") che ha sostituito il Decreto Ministeriale n. 228/1999 anche per recepire i contenuti: i) della AIFMD; ii) del Regolamento Delegato e iii) del TUF, comportando l'entrata in vigore dei Regolamenti Attuativi della Banca d'Italia e della Consob come di seguito individuati. Il Nuovo DM è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 19 marzo 2015, n. 65 ed è entrato in vigore lo scorso 3 aprile.

Per completare il recepimento e dare completa attuazione in Italia alla Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), sono stati, altresì, pubblicati contestualmente al Nuovo DM (Gazzetta Ufficiale del 19 marzo scorso):

- il nuovo Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio, adottato con Provvedimento del 19 gennaio 2015, che abroga e sostituisce il Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012;
- le modifiche al Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari;
- le modifiche al Regolamento Intermediari e al Regolamento Emittenti della Consob, adottate con Delibera n. 19094 dell'8 gennaio 2015,

(congiuntamente i Regolamenti Attuativi).

I provvedimenti recanti il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio e le modifiche al Regolamento congiunto, Intermediari ed Emittenti sono entrati in vigore il 3 aprile 2015. Alcune disposizioni del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio e del Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob sono soggette a un regime transitorio.

COMUNICAZIONE CONSOB N. 0097996 IN MATERIA DI DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI FINANZIARI COMPLESSI AI CLIENTI RETAIL

La Consob, in data 22 dicembre 2014, ha emanato la Comunicazione n. 0097996 in materia di distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail (di seguito la "Comunicazione Consob"), che impone specifici obblighi di condotta in capo agli intermediari che intendano commercializzare presso clienti *retail* prodotti a complessità molto elevata, al fine di innalzare i livelli di tutela sostanziale di detta clientela. Tra i prodotti finanziari complessi anche gli OICR c.d. *alternative*.

La Comunicazione Consob, in particolare, si inserisce nell'ambito del quadro normativo MIFID di cui alla Direttiva 2004/39/CE (c.d. MIFID 1) e alla Direttiva 2014/65/CE (cd. MiFID 2), che abroga e sostituisce la prima, e recepisce in ambito nazionale gli orientamenti dell'Autorità europea di vigilanza sui mercati finanziari (ESMA) contenuti nelle "Opinion" del 7 febbraio 2014 e del 27 marzo 2014 recanti rispettivamente "MiFID practices for firms selling complex products" e "Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements".

Con Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 10 aprile 2015 è stata aggiornata la lista degli Stati extracomunitari e dei territori stranieri (*white list*) che impongono obblighi equivalenti a quelli previsti dalla direttiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 ottobre 2005, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminali e di finanziamento del terrorismo.

Di seguito si riportano le **principali novità fiscali con efficacia 2015** che coinvolgono la gestione dei fondi immobiliari:

- la legge 23 dicembre 2014, n. 190, ha introdotto, dal 1° gennaio 2015, il cosiddetto *split payment* dell'IVA. In forza di questa previsione per le fatture emesse dal 1° gennaio 2015 nei confronti della Pubblica Amministrazione e di taluni enti pubblici, l'IVA indicata in fattura è versata direttamente dal committente dei servizi o dal cessionario dei beni all'erario e non al cedente dei beni o al prestatore. In particolari situazioni di fondi che investono prevalentemente in fabbricati locati e/o ceduti alla Pubblica Amministrazione, tale nuovo meccanismo di applicazione dell'IVA ha reso più difficile la compensazione tra IVA passiva ed IVA attiva ed ha generato posizioni creditorie nei confronti dell'Erario;

- nel 2015 è entrata pienamente in vigore anche la normativa sulla **fatturazione elettronica** prevista dall'articolo 1, commi da 209 a 214, della legge 24 dicembre 2007, n. 244 e del decreto ministeriale 3 aprile 2013, n. 55. Tale disciplina prevede che le prestazioni di servizi e le cessioni di beni poste in essere nei confronti della Pubblica Amministrazione e di altri enti pubblici devono essere documentate da una fattura elettronica. In mancanza di fattura elettronica è fatto divieto di procedere al pagamento di quanto dovuto. La disciplina era inizialmente limitata alle operazioni poste in essere con controparti quali Ministeri, Agenzie fiscali ed enti di previdenza pubblici e privati. A partire dal 31 marzo 2015 l'obbligo è stato esteso alle cessioni e prestazioni poste in essere nei confronti delle altre pubbliche amministrazioni;
- la Legge di Stabilità 2015 (Legge n. 190 del 2014) ha apportato delle novità all' art. 17, comma 6 del D.P.R. 633/1972 (Decreto IVA), introducendo nuove ipotesi di applicazione del meccanismo del **reverse charge** sostanzialmente in due settori di attività: il settore edile e il settore energetico. Il nuovo meccanismo impositivo è entrato in vigore a partire dal 1° gennaio 2015. Tale disposizione ha di fatto lo scopo di potenziare la lotta all'evasione fiscale, spostando il "carico IVA" su un soggetto considerato tradizionalmente "più affidabile". A partire dal 1° gennaio 2015 il *reverse charge* viene applicato, dunque, anche a operazioni di pulizia, demolizione, installazione di impianti e di completamento relative agli edifici.

2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

2.1. Linee strategiche della gestione del fondo

Nel corso degli anni, la SGR ha perseguito l'obiettivo della valorizzazione del portafoglio immobiliare attraverso le seguenti azioni:

- costante monitoraggio degli assets, dei contratti di locazione e gestione del turn over di conduttori finalizzato al miglioramento del livello di redditività degli assets gestiti;
- difesa dell'occupancy dell'immobile;
- analisi e studi di fattibilità sulla base degli strumenti urbanistici vigenti per possibili riconversioni d'uso, al fine di incrementare i valori di vendita e agevolare l'attività di commercializzazione in relazione alla domanda di prodotto proveniente al mercato;
- vendita degli assets per i quali era stata completata l'attività di valorizzazione al fine di cogliere le migliori opportunità di mercato, nell'interesse dei quotisti.

Le attività di dismissione, intensificate negli ultimi 3 anni, sono state principalmente incentrate su:

- Indagini di mercato per destinazione e zona di riferimento degli immobili al fine di intercettare la possibile domanda anche su destinazioni d'uso alternative;
- Simulazioni e valutazione dell'impatto delle vendite degli asset sul Business Plan del Fondo;
- Campagne pubblicitarie e di promozione per la cessione;
- Identificazione dei possibili acquirenti da sollecitare anche considerate le caratteristiche del prodotto;

Attività di sollecitazione diretta del mercato al fine di promuovere la dismissione di ogni singolo asset, anche attraverso l'affiancamento di advisor commerciali specializzati nei singoli mercati di riferimento. La crisi economica degli ultimi anni ha coinvolto il mercato immobiliare sia sul fronte delle compravendite sia sul profilo locativo che ha, a sua volta, riflesso le serie difficoltà riscontrate dai conduttori.

Nel medesimo periodo di crisi sono entrati nel mercato immobili nuovi, di recente costruzione, più efficienti dal punto di vista energetico che hanno costituito un ulteriore elemento di complessità nell'intercettare la debole domanda.

Vista la difficoltà riscontrata nell'attività di dismissione il Consiglio di Amministrazione della SGR, tenutosi il 9 novembre 2012 ha deliberato:

- la proroga della durata del Fondo per un triennio e, quindi, fino al 31 dicembre 2016(c.d. proroga ordinaria) per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio;
- la formale messa in liquidazione del Fondo a partire dalla naturale scadenza del 31 dicembre 2013;

Nel corso del 2014, il mercato immobiliare italiano ha registrato un interesse da parte degli investitori opportunistici internazionali che intendono beneficiare di un mercato illiquido (assenza di investitori domestici) su cui esercitare la leva del "riprezzamento" a sconto.

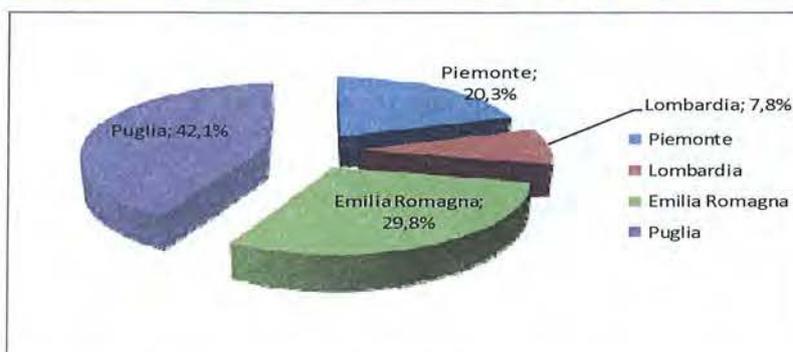
In data 11 dicembre 2014 si è tenuta l'Assemblea dei Partecipanti del Fondo Invest Real Security convocata per deliberare sulla modifica del Regolamento del Fondo volta ad introdurre la possibilità di prorogare la durata, per un periodo non superiore a 2 anni, al solo fine di completare lo smobilizzo degli investimenti in portafoglio, ai sensi dell'art. 22, commi da 5-bis a 5-nonies del D.L. 91/2014 convertito, con modificazione dalla L. 116/2014. **La proposta di modifica del Regolamento di Gestione non è stata approvata.**

2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo

Il portafoglio immobiliare del Fondo, è costituito da immobili destinati in prevalenza ad uffici e logistica.

Di seguito si forniscono alcune tabelle riassuntive in ordine al posizionamento geografico, alla tipologia e ad altri dati significativi degli immobili costituenti il patrimonio del Fondo. I valori sono indicati sulla base della valutazione dell'Esperto Indipendente al 31 dicembre 2015

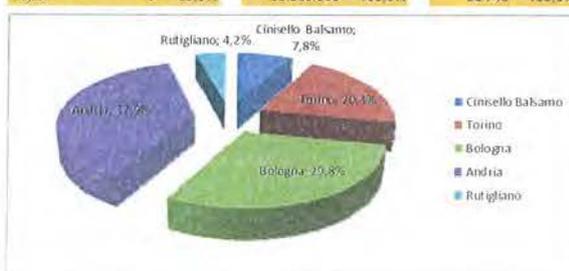
Numero Immobili			Valore al 31/12/2015		Superfici	
Regione	N.	% del tot	Valore	% del tot	GLA	% del tot
Piemonte	1	16,7%	14.000.000	20,3%	19.827	31,1%
Lombardia	2	33,3%	5.400.000	7,8%	5.007	7,9%
Emilia Romagna	1	16,7%	20.500.000	29,8%	14.021	22,0%
Puglia	2	33,3%	29.000.000	42,1%	24.890	39,0%
Totale	6	100,0%	68.900.000	57,9%	63.745	61,0%



Nella seguente tabella, con grafici, si riportano:

- la distribuzione geografica per regione dell'intero portafoglio;
- la concentrazione per comune del patrimonio immobiliare;
- la suddivisione per fasce di valore degli immobili.

Numero Immobili			Valore al 31/12/2015		Superfici					
Comune	N.	% del tot	Valore	% del tot	GLA	% del tot	Tipo	Valore al 31/12/2015	% del tot.	N.asset
Cinisello Balsamo	1	16,7%	5.400.000	7,8%	5.007	7,9%	Euro 30m. - 10m.	60.600.000	88,0%	2
Torino	1	16,7%	14.000.000	20,3%	19.827	31,1%	Euro 10m. - 5m.	5.400.000	7,8%	1
Bologna	1	16,7%	20.500.000	29,8%	14.021	22,0%	< Euro 5m.	2.900.000	4,2%	1
Andria	1	16,7%	26.100.000	37,9%	12.184	19,1%				
Rutigliano	1	16,7%	2.900.000	4,2%	12.706	19,9%				
Totale	5	83,3%	68.900.000	100,0%	63.745	100,0%	Totale	68.900.000	100,0%	4



2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare

Investimenti, disinvestimenti e attività di locazione

La gestione del Fondo IRS nel corso del 2015 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

Attività di investimento 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. Nel corso del 2015 è stato venduto l'immobile sito in Milano Via Broletto 16 ad un valore di € 34.000.000. .

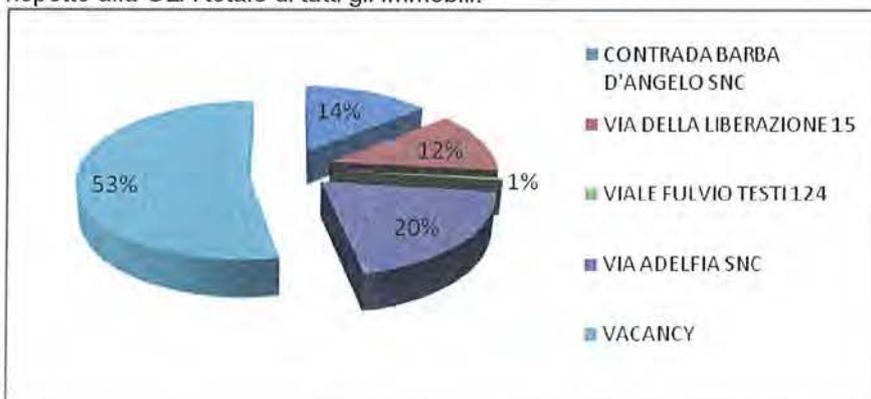
Contratti di locazione

Il livello di occupancy dell'intero portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2015 è pari al 47%.

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 Leaseable Area – GLA locata, rispetto alla GLA totale di tutti gli immobili:



2.4. Andamento della gestione del fondo

2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi

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. La chiusura del periodo di liquidazione del Fondo, considerando la proroga triennale a partire dal 31 dicembre 2013, è fissata al 31 dicembre 2016. Si rimanda a quanto anticipato nella sezione Dati Identificativi del Fondo con riferimento all'assemblea dei Partecipanti tenutasi in data 11 dicembre 2014.

Le quote di partecipazione al Fondo sono tutte di uguale valore e di uguali diritti.

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2015 ammonta a Euro 87.734.720 (Euro 104.323.912 al 31 dicembre 2014) ed ha subito un decremento nell'arco dell'esercizio pari a Euro 16.589.192 determinato dall'effetto combinato dei seguenti fattori:

IRS			
	€	Var ass	Var %
NAV 31 dic 2014	104.323.912		
Variazioni di periodo:			
Plus/minus non realizzate		(10.295.580)	-9,9%
Risultato effettivo		(6.293.612)	-6,0%
Nuovi versamenti		0	0,0%
Rimborsi		0	0,0%
Distribuzione proventi		0	0,0%
NAV 31 dic 2015	87.734.720	(16.589.192)	-15,9%

Al 31 dicembre 2015 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 87.734.720 (Euro 1.555,580 per quota).

Dall'inizio dell'operatività del fondo al 31 dicembre 2015, il patrimonio del fondo e l'investimento dei quotisti si è movimentato nel seguente modo:

IRS		
	€	Var ass
Equity Iniziale investito	141.000.000	
Variazioni:		
Plus/minus non realizzate		(73.917.742)
Risultato effettivo		43.758.414
Versamenti successivi		0
Rimborsi		(1.410.000)
Distribuzione proventi		(21.695.952)
NAV 31 dic 2015	87.734.720	(53.265.280)

Alla data della presente Relazione risultano pertanto circa 43,7 milioni di euro di proventi conseguiti e non interamente distribuiti dal Fondo in quanto, nell'ottica di una sana e prudente gestione e a tutela dell'investitore, in considerazione di un valore di mercato di alcuni immobili e partecipazioni detenuti dal fondo attualmente minusvalente per complessivi 73,9 milioni di euro, si ritiene opportuno non distribuirli, detenendoli a copertura di potenziali perdite future di vendite.

Si riportano di seguito i rimborsi di capitale e la distribuzione dei proventi effettuati nel tempo agli investitori:

Anno di competenza	Data di pagamento	Distribuzione proventi (€)				Rimborsi di capitale (€)	
		TOT	per quota	Rendimento % annuo (1)	Rendimento % MEDIO annuo (2)	TOT	per quota
2004	24/03/2005	1.184.400	21,00	0,8%	0,6%	0	0
2005	23/03/2006	3.131.892	55,53	2,2%	1,3%	0	0
2006	07/12/2006	2.820.000	50,00	2,0%	1,5%	0	0
2006	22/03/2007	2.624.856	46,54	1,9%	2,1%	0	0
2007	20/03/2008	9.434.592	167,28	6,7%	3,2%	0	0
2008	19/03/2009	2.500.212	44,33	1,8%	2,9%	0	0
vari anni	17/11/2011	0	0,00	0,0%	2,4%	1.410.000	25
TOTALE		21.695.952	384,68		1,3%	1.410.000	25

(1) Calcolato come rapporto tra la distribuzione effettuata nell'anno ed il capitale investito residuo nell'anno stesso

(2) Calcolato come rapporto tra la somma dei proventi distribuiti alla data di competenza ed il capitale investito residuo nel tempo, rapportato al tempo di investimento

2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni

Alla data del 31 dicembre 2015 il patrimonio del Fondo è valutato pari ad Euro 68.900.000 in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente. La variazione registrata nell'anno è dovuta ad una generalizzata flessione di tutti gli immobili, in particolare, gli immobili di Andria e Bologna dati in locazione alle società partecipate rispettivamente di Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l., risentono delle difficoltà che tali società hanno nella gestione dei centri commerciali sia in termini di occupazione degli spazi (principalmente per il centro commerciale di Bologna), sia in termini di riduzione dei canoni di affitto per adeguamento alle difficili condizioni di mercato. Si segnala, inoltre, la flessione degli immobili di Rutigliano per inadempienza del conduttore e di Torino per persistenza dello stato di vacancy. Il valore del portafoglio immobiliare del Fondo al 31 dicembre 2015 si compone e si è movimentato nell'esercizio come di seguito esposto:

	Movimentazioni del patrimonio immobiliare		
	31-dic-14	Variazioni 2015	31-dic-15
Costo di acquisto degli immobili	195.847.860		195.847.860
Variazioni:			
<i>Costi capitalizzati</i>	5.143.308	0	5.143.308
<i>Vendite</i>	(21.725.924)	(37.469.973)	(59.195.897)
Costo storico al	179.265.244	(37.469.973)	141.795.271
<i>Plus/minus non realizzate aggregate (*)</i>	<i>(60.365.244)</i>	<i>(12.530.027)</i>	<i>(72.895.271)</i>
Valore di mercato al	118.900.000	(50.000.000)	68.900.000
Sval/Riv. %	-33,7%		-51,4%

(*) Somma delle plus e delle minus a livello totale di portafoglio, comprensivo dello scarico delle plus/minus relative agli immobili venduti nell'anno

Nel corso dell'anno 2015 è stato venduto l'immobile di Milano – Via Broletto ad un prezzo di cessione complessivo di euro 34.000.000, realizzando una perdita da realizzo, a conto economico, di 5.9 milioni di euro.

DTZ Italia S.p.A. è l'Esperto Indipendente incaricato delle valutazioni semestrali del portafoglio immobiliare del Fondo. Qui di seguito una tabella riassume, ai fini della trasparenza, gli incarichi ricoperti dai diversi Esperti Indipendenti in sintesi e nel dettaglio nei Fondi gestiti dalla InvestIRE SGR.

Esperto Indipendente	n° incarichi/fondi
CBRE	2
Colliers	1
DTZ	2
Revaluta	1
Il Punto Real Estate	1
IPI	5
K2REAL	5
PATRIGEST	3
PRAXI	2
PROTOS	4
REAG	7
Scenari Immobiliari	3

FONDO	Esperto Indipendente
Pegasus	CBRE
Fondo Ca' Grande	CBRE
CRONO	COLLIERS
IRS	DTZ
FIL - Comparto Due	Scenari Immobiliari
FIL - - Comparto Uno	Scenari Immobiliari
FPSH - Fondo Parma Social House	CRIF
MELOGRANO	IPI
OBELISCO	IPI
IMMOBILIUM	IPI
HS-IC	IPI
FASP - Fondo Abitare Sostenibile Piemonte	IPI
VENETO CASA	K2REAL
SPAZIO SANITA'	K2REAL
APPLE	K2REAL
FIEPP	K2REAL
SECURIS REAL ESTATE	PATRIGEST
HOUSING SOCIALE CASCINA MERLATA	PATRIGEST
FERSH - Fondo Emilia Romagna Social House	PATRIGEST
VESTA	PRAXI
FPEP - Fondo Enti Previdenziali	PRAXI
HB	PROTOS
Helios	PROTOS
INPGI - Comparto Uno	PROTOS
INPGI - Comparto Due	PROTOS
SECURIS REAL ESTATE II	REAG
SECURIS REAL ESTATE III	REAG
FIP	REAG
PRIMO	REAG
SECURFONDO	REAG
SISTEMA BCC	REAG
FHT - Fondo Housing Toscano	REVALUTA
Fondo IBI	K2REAL
Fondo Housing Coop. Romano	REAG
Fondo Ferrara Social House	Scenari Immobiliari
IREF	DTZ

2.4.3. Andamento del valore della Quota

Come già esposto, al 31 dicembre 2015 il **valore unitario delle quote** risulta pari a **Euro 1.555,580** per 56.400 quote a fronte di un valore nominale residuo (cioè al netto di tutti i rimborsi parziali di quote effettuate dalla nascita del fondo al 31 dicembre 2015) di euro 2.475,00.

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

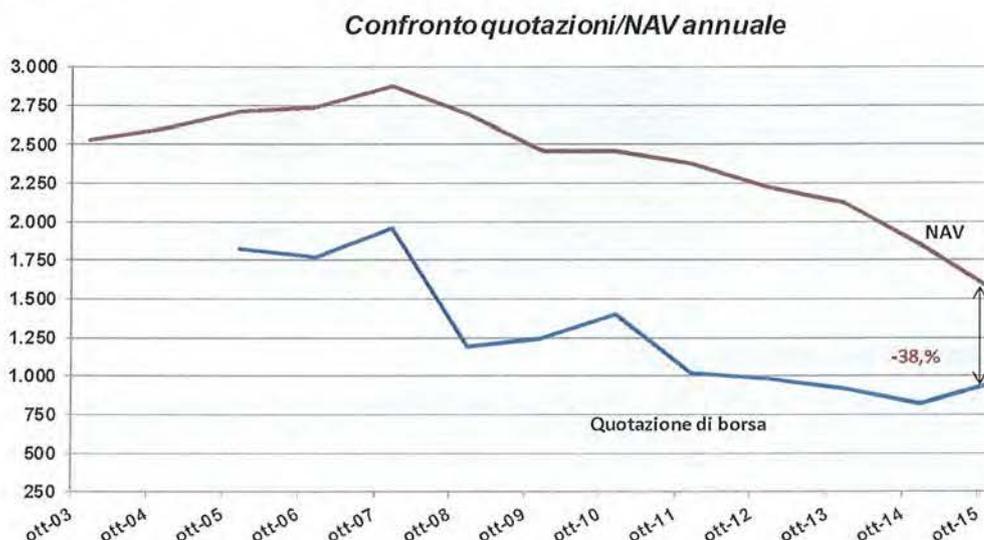
Di seguito si evidenzia l'andamento del valore contabile della singola quota (NAV) a partire dalla data di collocamento e alla fine di ciascun periodo, raffrontata con il corrispondente valore di Borsa alla stessa data:

Data	NAV	Quotazione di Borsa	Diff.
31/12/2003	2.532,870	na	na
31/12/2004	2.603,630	na	na
31/12/2005	2.712,540	1.825,0	-32,7%
31/12/2006	2.742,240	1.775,0	-35,3%
31/12/2007	2.872,600	1.960,0	-31,8%
31/12/2008	2.695,160	1.188,0	-55,9%
31/12/2009	2.459,010	1.245,0	-49,4%
31/12/2010	2.459,860	1.400,0	-43,1%
31/12/2011	2.373,890	1.020,0	-57,0%
31/12/2012	2.226,369	982,0	-55,9%
31/12/2013	2.120,299	922,0	-56,5%
31/12/2014	1.849,715	820,0	-55,7%
31/12/2015	1.555,580	960,0	-38,3%

La tabella mostra in particolare un disallineamento (“sconto”) nel tempo tra il valore della quota rilevato sul mercato (Euro 960,0 al 31 dicembre 2015) e quello risultante dal NAV (Euro 1.555,580) che a fine 2015 è pari al 38,3% ma in diminuzione rispetto a fine 2014.

Questa diminuzione è la risultante della diminuzione del NAV contabile per adeguamento del valore del patrimonio immobiliare ai valori correnti ma soprattutto dell’aumento del valore di mercato della quota rispetto al 30 dicembre 2014 rileva un aumento del 17,1%.

Il grafico seguente rappresenta il confronto tra l’andamento del valore contabile della quota (NAV) ed i prezzi da quotazione:



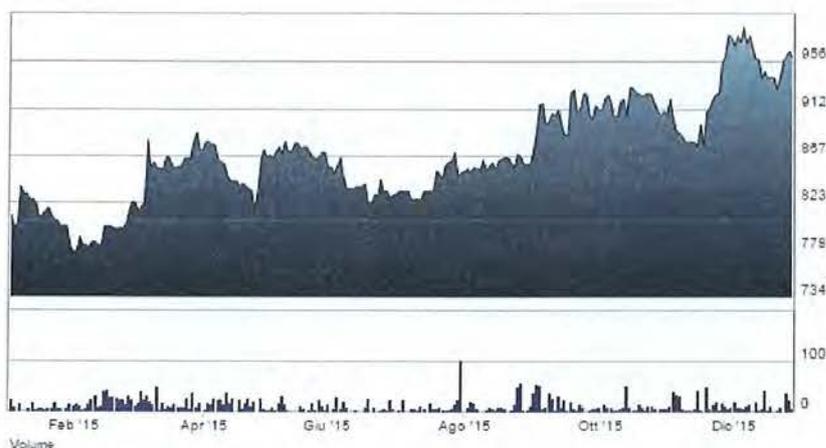
Lo sconto mostrato e persistente nel tempo, ormai definibile come “fisiologico” nel caso dei fondi immobiliari, come già spiegato nel paragrafo relativo all’andamento del mercato dei fondi immobiliari, deriva da fattori penalizzanti quali:

- un generale disallineamento e assenza di correlazione tra l’andamento del prezzo di borsa e l’andamento della gestione del fondo e l’andamento del mercato immobiliare;
- 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 e della situazione macroeconomica.

Basti considerare i bassi volumi di scambi, pressochè stabili tra il 2014 ed il 2015: le transazioni nell’anno 2015 hanno infatti interessato un totale di sole 3.238 quote (2.921 nel 2014).

La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo pari ad Euro 988,0 il 4 dicembre 2015 e quello minimo di Euro 776 in due momenti diversi dell'anno e cioè il 30 gennaio e 2 febbraio ed il 24 novembre 2015.

Trend quotazioni e volumi 2015



Si fa presente che il valore di borsa costituisce il valore di realizzo dell'investimento qualora l'investitore proceda alla vendita delle quote sul mercato borsistico.

Al contrario, non è assolutamente rappresentativo del valore di realizzo dell'investimento qualora l'investitore mantenga le quote nel proprio possesso, dipendendo il rendimento futuro e la realizzazione dell'investimento dai prezzi di vendita effettivi del patrimonio immobiliare che la SGR valuterà di accettare nell'ambito della politica di commercializzazione e dismissione del patrimonio stesso.

2.4.4. Risultato di periodo

La relazione di gestione al 31 dicembre 2015 chiude con un risultato del periodo pari a Euro – 16.589.192, che depurato delle svalutazioni immobiliari di Euro 10.100.000, delle svalutazioni sulle partecipazioni per Euro 195.580 e dalla minusvalenza contabile di 5,9 milioni di euro sull'immobile di Milano, Via Broletto venduto nell'esercizio, è pari ad una **perdita effettiva di Euro 3.863.585** determinata come esposto nella tabella che segue.

Breakdown della Redditività	€	% sui ricavi da affitti
Gestione Immobili:	(866.010)	
Ricavi da affitti	4.526.481	
Ricavi/perdite da vendite (1)	(3.469.973)	na
IMU/TASI	(548.236)	-12,1%
Altri costi	(1.374.282)	-30,4%
Costi di gestione del Fondo	(2.420.560)	-53,5%
Commissioni SGR	(788.304)	-17,4%
Esperto Indipendente	(57.469)	-1,3%
Banca Depositaria	(52.662)	-1,2%
Società di revisione	(14.426)	-0,3%
Altri costi/ricavi	(1.507.699)	-33,3%
Interessi Passivi	(584.340)	-12,9%
Interessi attivi	7.325	
RISULTATO EFFETTIVO	(3.863.585)	
Plus/minus non realizzate su Immobili	(10.100.000)	
Plus/minus non realiz. su partecip./OICR	(195.580)	
Rettifica Ricavi/perdite su vendite (1)	3.469.973	
Ricavi/perdite Contabili su vendite (2)	(5.900.000)	
RISULTATO CONTABILE	(16.589.192)	

(1) Plus/minus effettive da vendite (differenza tra prezzo di vendita e costo storico dell'immobile)

(2) Plus/minus contabili da vendite (differenza tra prezzo di vendita e valore di mercato ultimo contabilizzato)

Emerge il risultato da vendite, sopra descritto, che determina una minusvalenza effettiva per circa 3,5 milioni di euro, al netto del quale, il risultato effettivo da gestione ordinaria ammonta a circa – 392 mila euro.

Si ricorda che la vendita dell'immobile in Milano Via Broletto è avvenuta ad un prezzo pari a 34 milioni di euro a fronte di un costo storico di 37.469.973 e di un valore di carico in bilancio, corrispondente all'ultima valutazione, pari a 39,9 milioni di euro.

Il 53% dei ricavi rivenienti dalla locazione degli immobili, pari a circa 4,5 milioni di euro, viene eroso per circa l'12,1% dalle imposte (IMU e TASI) e per il 30,4% dai costi per gestire gli immobili stessi; mentre il 17,4 % dei ricavi è destinata a remunerare l'attività di gestione effettuata dalla SGR e circa il 33% a ripianare le perdite delle società partecipate Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l..

2.4.5. Finanziamenti, Derivati e liquidità del fondo

Il Fondo non ha in essere finanziamenti né operazioni in strumenti finanziari derivati.

Al 31 dicembre 2015, la liquidità disponibile, di circa Euro 19,7 milioni (Euro 0,7 milioni al 31 dicembre 2014), risultava depositata sul c/c in essere presso la banca depositaria. Si evidenzia che il consistente incremento delle liquidità, rispetto al 31 dicembre 2014, è principalmente imputabile alla dismissione immobiliare perfezionatesi nel secondo semestre al netto del rimborso del finanziamento ipotecario sottostante (+ circa 19 milioni di euro).

Si evidenzia che, alla data di chiusura della presente Relazione di gestione, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo, determinata secondo quanto previsto nel Regolamento delegato (UE) 231/2013, risulta pari a 83% secondo il metodo lordo e a 105% secondo il metodo degli impegni. La leva finanziaria, determinata secondo quanto previsto dalla Banca d'Italia (riferimento Regolamento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 – Tit. X, Cap. II e Regolamento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 – Tit. V, Cap. 6.2.1.), risulta inferiore al 60% del valore degli immobili, dei diritti reali, delle partecipazioni in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari, e del 20% del valore degli altri beni.

Dalla verifica sul rispetto dei limiti normativi e regolamentari al 31 dicembre 2015 non risultano superamenti.

2.4.6. Governance del Fondo

Nel corso del 2015, l'Assemblea Straordinaria dei Soci si è riunita:

- a) il 28 aprile 2015 ed ha approvato, tra l'altro, con efficacia dal 1 giugno 2015, la variazione della denominazione sociale da Investire Immobiliare SGR S.p.A. a Investire SGR S.p.A.;
- b) il 22 dicembre 2015 ed ha approvato la modifica dello Statuto della Società prevedendo tra le materie di competenza dell'assemblea ordinaria: (i) le politiche di remunerazione a favore degli organi con funzione di supervisione, gestione e controllo e del personale; (ii) i piani basati su strumenti finanziari (es. stock-option)

Il Consiglio di Amministrazione della SGR nella riunione del 26 maggio 2015 ha deliberato di spostare la sede legale della Società in Roma, via Po 16/A e di abolire le due unità locali di Roma, Piazza del Gesù 48 e Roma, via Piemonte 38.

EVENTI RILEVANTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

In data 19 gennaio 2016 il Presidente del Consiglio di Amministrazione della SGR, Ing. Aldo Mazzocco ha rassegnato le dimissioni dalla carica con efficacia in pari data per nuovi impegni professionali.

In data 29 gennaio 2016 il Consiglio di Amministrazione della SGR, ha cooptato, in sostituzione del Presidente dimissionario Aldo Mazzocco, l'Avv. Stefano Vittori, Chief Operating Officer di Beni Stabili SIQ.

Il Consiglio ha inoltre deliberato di nominare nuovo Presidente del Consiglio di Amministrazione l'Avv. Carlo Cerami, già Vice Presidente, e di conferire all'Avv. Vittori la carica di Vice Presidente.

L'attuale Consiglio di Amministrazione di Investire SGR S.p.A. è, pertanto, così composto:

- Carlo Cerami – Presidente;
- Stefano Vittori – Vice Presidente;

- Dario Valentino – Amministratore Delegato;
- Fabio Carlozzo – Consigliere;
- Domenico Bilotta – Consigliere;
- Anna Pasquali – Consigliere;
- Ermanno Boffa – Consigliere;
- Maurizio Pinnarò – Consigliere;
- Arturo Nattino – Consigliere;
- Leonardo Buonvino – Consigliere;
- Giulio Bastia – Consigliere;
- Giuseppe Mazzarella – Consigliere Indipendente;
- Marco Tofanelli – Consigliere Indipendente.

3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE

La SGR concentrerà i propri sforzi sulle attività di commercializzazione focalizzate alla vendita degli immobili essendo il Fondo in liquidazione.

4. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR

Il Fondo alla data del 31 dicembre 2015 non ha in essere alcun rapporto con le società appartenenti al Gruppo Banca Finnat Euramerica S.p.A..

5. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 dicembre 2015

Non si segnalano fatti di rilievo successivi alla chiusura del periodo.

6. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

La Relazione di gestione al 31 dicembre 2015 chiude con un **valore complessivo netto del Fondo (NAV) pari a Euro 87.734.720**, che, se si confronta con quello al 31 dicembre 2014, pari a Euro 104.323.912, registra un **decremento pari ad Euro 16.589.192 (-15,90%)**.

La diminuzione del valore del Fondo si compone dei seguenti fattori:

1. per Euro - 393.612 (-0,4%) dal risultato dell'esercizio al netto delle plusvalenze e minusvalenze non realizzate;
2. per Euro -10.100.000 (-0,1%) dalla valutazione del patrimonio immobiliare a valori di mercato;
3. per Euro -195.580 (-9,7%) dalla valutazione delle partecipazioni in società commerciali;
4. per Euro -5.900.000 (- 5,7%) dalla minusvalenza contabile complessiva realizzata nell'esercizio per la vendita dell' immobile in Milano, Via Broletto.

Al 31 dicembre 2015 il **valore unitario delle quote** risulta pari a **Euro 1.555,580** per 56.400 quote a fronte di un valore nominale residuo (cioè al netto di tutti i rimborsi parziali di quote effettuate dalla nascita del fondo al 31 dicembre 2015) di Euro 2.475. Il NAV, pertanto **presenta un deprezzamento rispetto al valore nominale residuo dell'investimento del 37,15%** ed uno sconto rispetto al valore di borsa (pari ad euro 960,0 al 31 dicembre 2015) di 38,3%.

Relativamente al valore di borsa, il fondo presenta un incremento nell'anno del 17,1%.

Il Fondo nell'anno ha realizzato un risultato contabile pari a Euro -16.589.192, corrispondente ad una perdita effettiva (al netto delle plusvalenze e minusvalenze non realizzate e considerando le minusvalenze effettive da vendite) pari ad euro - 3.863.585. Pertanto ai sensi del Regolamento del Fondo e nell'ottica di una sana e prudente gestione, **non ricorrono le condizioni per poter procedere ad una distribuzione di proventi**.

Si ricorda, infatti, che la vendita dell'immobile in Milano Via Broletto è avvenuta ad un prezzo pari a 34 milioni di euro a fronte di un costo storico di euro 37.469.973 e di un valore di carico in bilancio, corrispondente all'ultima valutazione, pari a 39,9 milioni di euro.

In seguito alle vendite effettuate nell'anno, è stato "liberato" equity per Euro 37.469.973; se si considera il capitale liberato dalle vendite negli anni precedenti e non ancora rimborsato, **al 31 dicembre 2015 residua capitale da rimborsare per circa euro 57,8 milioni**.

In considerazione della liquidità disponibile del fondo e dei futuri impegni di gestione, si propone di procedere ad un rimborso parziale di quote per euro 9.999.720.

In relazione a quanto esposto ed in coerenza con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione del 29 febbraio 2016 delibera di:

- (i) approvare la Relazione di Gestione del Fondo al 31 dicembre 2015;
- (ii) di procedere, a titolo di rimborso parziale pro-quota in seguito alle vendite effettuate nell'anno e negli esercizi precedenti, alla distribuzione di un importo complessivo pari ad euro 9.999.720, corrispondente ad euro 177,30 per quota. In seguito alla distribuzione in oggetto, il valore nominale residuo della quota scenderà ad euro 2.297,70.

Roma, 29 febbraio 2016

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino



Situazione Patrimoniale

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31/12/2015 SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2015		Situazione al 31/12/2014	
	valore complessivo	in percentuale dell'attivo	valore complessivo	in percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati	97.669	0,11	293.249	0,24
A1. Partecipazioni di controllo	97.669	0,11	293.249	0,24
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	68.900.000	76,01	118.900.000	97,88
B1. Immobili dati in locazione	54.900.000	60,57	99.400.000	81,82
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	14.000.000	15,45	19.500.000	16,05
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'	19.706.600	21,74	747.442	0,62
F1. Liquidità disponibile	19.706.600	21,74	747.442	0,62
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	1.936.682	2,14	1.539.889	1,27
G1. Crediti per p.c.i. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	7.697	0,01	51.819	0,04
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre				
G4.1 Crediti vs clienti	1.770.657	1,95	1.189.370	0,98
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso				
G4.3 Altre	158.328	0,17	298.700	0,25
TOTALE ATTIVITA'	90.640.951	100,00	121.480.580	100,00

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31/12/2015		
SITUAZIONE PATRIMONIALE		
(Valori in Euro)		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2015	Situazione al 31/12/2014
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		15.072.144
H1. Finanziamenti ipotecari		15.072.144
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'	2.906.231	2.084.524
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		1.240.979
M2. Debiti di imposta	139	7.200
M3. Ratei e risconti passivi	114.825	84.539
M4. Altre	2.711.563	
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	79.704	751.806
TOTALE PASSIVITA'	2.906.231	17.156.668
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	87.734.720	104.323.912
Numero delle quote in circolazione	56.400	56.400
Valore unitario delle quote	1.555,580	1.849,715
Rimborsi o proventi distribuiti per quota		

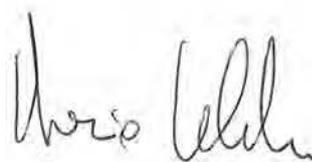
Roma, 29 febbraio 2016

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino



Sezione Reddittuale

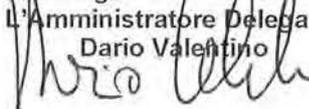
RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31/12/2015				
SEZIONE REDDITUALE				
	Situazione al 31/12/2015		Situazione al 31/12/2014	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI	-195.580		-232.539	
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili / perdite da realizzi				
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-195.580		-232.539	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili / perdite da realizzi				
A2.3 plusvalenze / minusvalenze				
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili / perdite da realizzi				
A3.3 plusvalenze / minusvalenze				
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		-195.580		-232.539
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	-13.615.247		-12.350.367	
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	4.526.481		6.067.876	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-5.900.000			
B3. PLUS/MINUSVALENZE	-10.100.000		-15.600.000	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-1.593.492		-2.153.824	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUI BENI IMMOBILI E SIMILARI	-548.236		-664.419	
Risultato gestione beni immobili		-13.615.247		-12.350.367
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		-13.810.827		-12.582.906



RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31/12/2015				
SEZIONE REDDITUALE				
		Situazione al 31/12/2015		Situazione al 31/12/2014
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				
PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G1				
PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
G2				
Risultato lordo della gestione caratteristica			-13.810.827	-12.582.906
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1	su finanziamenti ipotecari	-556.282		-663.829
H1.2	su altri finanziamenti	-556.282		-663.829
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI				
H2		-28.058		-39.978
Risultato netto della gestione caratteristica			-14.395.167	-13.286.713
I. ONERI DI GESTIONE				
I1	Provisione di gestione SGR	-2.420.560		-2.167.988
I2	Commissioni depositario	-788.304		-1.873.005
I3	Commissioni depositario	-52.662		-59.792
I3	Oneri per esperti indipendenti	-57.469		-25.000
I4	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-16.178		-49.159
I5	Altri oneri di gestione	-1.505.947		-161.032
L. ALTRI RICAVI E ONERI				
L1	Interessi attivi su disponibilità liquide	226.535		193.738
L1		7.325		16.998
L2	Altri ricavi	233.784		178.500
L3	Altri oneri	-14.574		-1.760
Risultato della gestione prima delle imposte			-16.589.192	-15.260.963
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile / perdita del periodo			-16.589.192	-15.260.963

Roma, 29 febbraio 2016

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino



NOTA INTEGRATIVA

PARTE A – Andamento del valore della quota

Valore della quota dalla data di istituzione del Fondo

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. La chiusura del periodo di liquidazione del Fondo, considerando la proroga triennale a partire dal 31 dicembre 2013, è fissata al 31 dicembre 2016. Si rimanda a quanto anticipato nella sezione Dati Identificativi del Fondo con riferimento all'assemblea dei Partecipanti tenutasi in data 11 dicembre 2014.

Le quote di partecipazione al Fondo sono tutte di uguale valore e di uguali diritti.

Al 31 dicembre 2015 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 87.734.320 (Euro 1.555,580 per quota) ed ha subito un decremento nell'arco dell'esercizio pari a Euro 16.589.192 determinato dall'effetto combinato dei seguenti fattori:

IRS			
	€	Var ass	Var %
NAV 31 dic 2014	104.323.912		
Variazioni di periodo:			
<i>Plus/minus non realizzate</i>		(10.295.580)	-9,9%
<i>Risultato effettivo</i>		(6.293.612)	-6,0%
<i>Nuovi versamenti</i>		0	0,0%
<i>Rimborsi</i>		0	0,0%
<i>Distribuzione proventi</i>		0	0,0%
NAV 31 dic 2015	87.734.720	(16.589.192)	-15,9%

Il risultato negativo dell'esercizio pari a Euro -16.589.192, depurato delle valutazioni immobiliari e delle partecipazioni, è pari ad una perdita di Euro 6.293.612, rispetto ad un utile del precedente esercizio, depurato anch'esso dall'effetto delle valutazioni immobiliari e partecipazioni, di Euro 571.576.

Tale decremento pari a Euro 6.865.188 è significativamente determinato dalla minusvalenza contabile per Euro 5.900.000 (prezzo di vendita inferiore al valore di mercato) derivante dalla vendita dell'immobile di Milano-Via Broletto, avvenuta nel corso del secondo semestre dell'anno 2015, dai minori canoni di locazione relativi all'immobile venduto al netto degli oneri della gestione immobiliare (per Euro 865 mila), dall'importo stanziato a fondo copertura perdita di esercizio della società Andria Mongolfiera, interamente partecipata, (per Euro 1.210 mila), parzialmente rettificati principalmente, (i) dai minori oneri finanziari maturati sul finanziamento ipotecario estinto nel mese di ottobre 2015, (per Euro 119 mila), dalle minori provvigioni a favore della Società di gestione determinato dalla riduzione della commissione del 50%, con decorrenza l'anno 2015 (per Euro 1.085 mila).

Dall'inizio dell'operatività del fondo al 31 dicembre 2015, il patrimonio del fondo e l'investimento dei quotisti si è movimentato nel seguente modo:

IRS		
	€	Var ass
Equity Iniziale investito	141.000.000	
Variazioni:		
<i>Plus/minus non realizzate</i>		(73.917.742)
<i>Risultato effettivo</i>		43.758.414
<i>Versamenti successivi</i>		0
<i>Rimborsi</i>		(1.410.000)
<i>Distribuzione proventi</i>		(21.695.952)
NAV 31 dic 2015	87.734.720	(53.265.280)

Alla data della presente Relazione risultano pertanto circa 43,8 milioni di euro di proventi conseguiti e non interamente distribuiti dal Fondo in quanto, nell'ottica di una sana e prudente gestione e a tutela

dell'investitore, in considerazione di un valore di mercato di alcuni immobili detenuti dal fondo attualmente minusvalente per complessivi 73,9 milioni di euro, si ritiene opportuno non distribuirli, detenendoli a copertura di potenziali perdite future di vendite.

Si riportano di seguito i rimborsi di capitale e la distribuzione dei proventi effettuati nel tempo agli investitori:

Anno di competenza	Data di pagamento	Distribuzione proventi (€)				Rimborsi di capitale (€)	
		TOT	per quota	Rendimento % annuo (1)	Rendimento % MEDIO annuo (2)	TOT	per quota
2004	24/03/2005	1.184.400	21,00	0,8%	0,6%	0	0
2005	23/03/2006	3.131.892	55,53	2,2%	1,3%	0	0
2006	07/12/2006	2.820.000	50,00	2,0%	1,5%	0	0
2006	22/03/2007	2.624.856	46,54	1,9%	2,1%	0	0
2007	20/03/2008	9.434.592	167,28	6,7%	3,2%	0	0
2008	19/03/2009	2.500.212	44,33	1,8%	2,9%	0	0
vari anni	17/11/2011	0	0,00	0,0%	2,4%	1.410.000	25
TOTALE		21.695.952	384,68		1,3%	1.410.000	25

(1) Calcolato come rapporto tra la distribuzione effettuata nell'anno ed il capitale investito residuo nell'anno stesso

(2) Calcolato come rapporto tra la somma dei proventi distribuiti alla data di competenza ed il capitale investito residuo nel tempo, rapportato al tempo di investimento

Si fa presente che in seguito alle vendite effettuate nell'anno, è stato "liberato" equity per Euro 37.469.973; se si considera il capitale liberato dalle vendite negli anni precedenti e non ancora rimborsato, al 31 dicembre 2015 residua capitale da rimborsare per circa euro 57,8 milioni di euro.

Il Consiglio di Amministrazione del 29 febbraio 2016 ha deliberato di **procedere, a titolo di rimborso parziale pro-quota in seguito alle vendite effettuate nell'anno e negli esercizi precedenti, alla distribuzione di un importo complessivo pari ad euro 9.999.720, corrispondente ad euro 177,30 per quota**. In seguito alla distribuzione in oggetto, il valore nominale residuo della quota scenderà ad euro 2.297,70.

Come già esposto, al 31 dicembre 2015 il **valore unitario delle quote** risulta pari a **Euro 1.555,580** per 56.400 quote a fronte di un valore nominale residuo (cioè al netto di tutti i rimborsi parziali di quote effettuate dalla nascita del fondo al 31 dicembre 2015) di Euro 2.475.

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

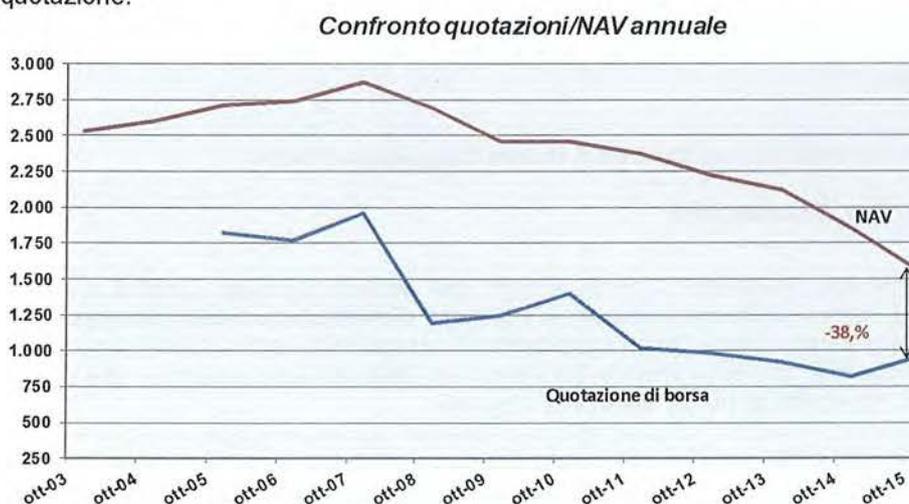
Di seguito si evidenzia l'andamento del valore contabile della singola quota (NAV) a partire dalla data di collocamento e alla fine di ciascun periodo, raffrontata con il corrispondente valore di Borsa alla stessa data:

Data	NAV	Quotazione di Borsa	Diff.
31/12/2003	2.532,870	na	na
31/12/2004	2.603,630	na	na
31/12/2005	2.712,540	1.825,0	-32,7%
31/12/2006	2.742,240	1.775,0	-35,3%
31/12/2007	2.872,600	1.960,0	-31,8%
31/12/2008	2.695,160	1.188,0	-55,9%
31/12/2009	2.459,010	1.245,0	-49,4%
31/12/2010	2.459,860	1.400,0	-43,1%
31/12/2011	2.373,890	1.020,0	-57,0%
31/12/2012	2.226,369	982,0	-55,9%
31/12/2013	2.120,299	922,0	-56,5%
31/12/2014	1.849,715	820,0	-55,7%
31/12/2015	1.555,580	960,0	-38,3%

La tabella mostra in particolare un disallineamento (“sconto”) nel tempo tra il valore della quota rilevato sul mercato (Euro 960,0 al 30 dicembre 2015) e quello risultante dal NAV (Euro 1.555,580) che a fine 2015 è pari al 38,3% ma in diminuzione rispetto a fine 2014.

Questa diminuzione è la risultante della diminuzione del NAV contabile per adeguamento del valore del patrimonio immobiliare ai valori correnti ma soprattutto dell'aumento del valore di mercato della quota rispetto al 30 dicembre 2014 rileva un aumento del 17,1%.

Il grafico seguente rappresenta il confronto tra l'andamento del valore contabile della quota (NAV) ed i prezzi da quotazione:



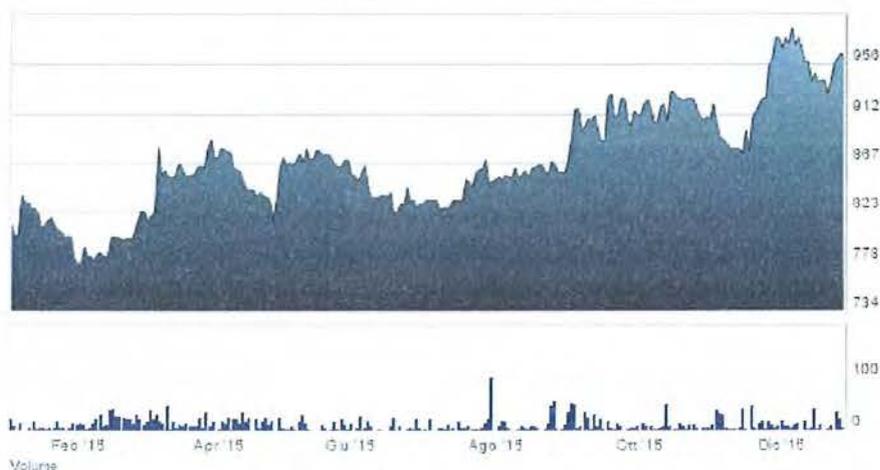
Lo sconto mostrato e persistente nel tempo, ormai definibile come “fisiologico” nel caso dei fondi immobiliari, come già spiegato nel paragrafo relativo all'andamento del mercato dei fondi immobiliari, deriva da fattori penalizzanti quali:

- un generale disallineamento e assenza di correlazione tra l'andamento del prezzo di borsa e l'andamento della gestione del fondo e l'andamento del mercato immobiliare;
- 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 e della situazione macroeconomica.

Basti considerare i bassi volumi di scambi, pressochè stabili tra il 2014 ed il 2015: le transazioni nell'anno 2015 hanno infatti interessato un totale di sole 3.238 quote (2.921 nel 2014).

La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo pari ad Euro 988,0 il 4 dicembre 2015 e quello minimo di Euro 776 in due momenti diversi dell'anno e cioè il 30 gennaio e 2 febbraio ed il 24 novembre 2015.

Trend quotazioni e volumi 2015



Si fa presente che il valore di borsa costituisce il valore di realizzo dell'investimento qualora l'investitore proceda alla vendita delle quote sul mercato borsistico.

Al contrario, non è assolutamente rappresentativo del valore di realizzo dell'investimento qualora l'investitore mantenga le quote nel proprio possesso, dipendendo il rendimento futuro e la realizzazione dell'investimento dai prezzi di vendita effettivi del patrimonio immobiliare che la SGR valuterà di accettare nell'ambito della politica di commercializzazione e dismissione del patrimonio stesso.

Relativamente alle informazioni di natura sia qualitativa sia quantitativa in ordine ai rischi assunti e alle tecniche usate per individuare, misurare, monitorare e controllare tali rischi, si rinvia alla PARTE D - Altre informazioni.

PARTE B – Le Attività, le Passività ed il Valore Complessivo Netto

Sezione I - Criteri di valutazione

Nella redazione della Relazione di gestione sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per fondi comuni di investimento chiusi ed i criteri di valutazione previsti dal vigente Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia. Tali principi contabili, da ritenersi applicabili al Fondo limitatamente alle operazioni consentite dal Regolamento del Fondo ed effettivamente realizzate alla data del presente documento, sono riepilogati nei paragrafi che seguono.

Si rende noto che in seguito all'operazione di fusione tra le 3 società Investire Immobiliare SGR, BSG SGR e Polaris SGR, ai fini dell'omogeneizzazione della prassi contabile e della rappresentazione contabile degli eventi del fondo, in alcuni casi e per alcuni voci si è proceduto a riclassifiche di dati, sia patrimoniali sia economiche al fine di rendere adeguatamente confrontabili i valori dei due esercizi.

Strumenti finanziari non quotati

Le "partecipazioni di controllo detenute in società immobiliari non quotate" sono valutate alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo, relativo all'ultimo bilancio approvato, determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari i criteri di valutazione previsti per i beni immobili contenuti nel Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e tenendo conto di eventi di rilievo noti intervenuti tra la data di riferimento del bilancio e la data del presente documento.

Le "partecipazioni detenute in società non immobiliari non quotate" sono valutate al costo secondo quanto previsto dal citato Provvedimento della Banca d'Italia.

Le "quote di OICR non ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati" sono valutate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tenere conto di eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico, secondo quanto disposto nel Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.3 del Provvedimento cit.

Immobili

Il valore corrente degli immobili è rappresentato dalle 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 del DM del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015 n.30, nonché da quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti Indipendenti). Tuttavia, così come previsto dal Titolo V, capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, è facoltà della Società di Gestione discostarsi dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunicando agli stessi le ragioni.

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

- **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**, in base al quale il valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow per un periodo specifico che ci si attende verrà generato dai redditi derivanti dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame;

- **metodo della capitalizzazione**, dove il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili. Il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima;

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

I metodi di valutazione di cui sopra sono stati eseguiti singolarmente e combinati l'uno con l'altro secondo quanto reputato necessario rispetto all'immobile osservato. La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, considerando la situazione locativa in essere al momento della stima, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfitto.

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

Formazione e verifica delle relazioni semestrali – Presidi organizzativi adottati

In conformità ai principi della comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento" e successive modifiche (di seguito le "Linee Applicative"), e a quelli contenuti nelle Linee Guida Assogestioni (Il rapporto tra le SGR e gli esperti indipendenti nell'attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari) InvestIRE ha adottato presidi organizzativi e procedurali atti a garantire un equo processo di valutazione dei beni dei fondi dalla stessa gestiti delineati nella policy e nella procedura aziendale, da ultimo modificate in data 6 luglio 2015. In particolare, la procedura al fine di fornire al Consiglio di Amministrazione gli elementi utili per sottoporre ad analisi critica le relazioni di stima, illustra e disciplina tra l'altro:

- le attività di predisposizione, verifica, autorizzazione e trasmissione dei dati rilevanti per lo svolgimento da parte dell'Esperto Indipendente delle attività ad esso rimesse;
- le modalità di verifica dell'adeguatezza del processo valutativo inerente alle valutazioni periodiche e i giudizi di congruità redatti dagli esperti indipendenti.

La SGR ha individuato quindi le funzioni aziendali che, ognuna per le rispettive competenze, sono chiamate a svolgere le seguenti attività nell'ambito del processo di valutazione:

- la funzione *Valuations* è la funzione preposta alla trasmissione dei dati all'Esperto Indipendente ed alla verifica che i dati e le informazioni inviate all'Esperto Indipendente siano stati correttamente inseriti, interpretati ed elaborati. Verifica, altresì, la completezza e l'adeguatezza del processo valutativo dei beni;
- l'*Asset Manager* di riferimento e la funzione *Design & Construction Management* sono responsabili del controllo sui dati di input costi/ricavi prodotti dal *property/project/SGR* inseriti nella relazione da parte dell'Esperto Indipendente. In particolare, questi effettuano un controllo attraverso il raffronto dei dati riportati nella relazione e la lista della documentazione/dei dati/di ogni altra informazione archiviata alla fine della fase di invio delle informazioni all'Esperto Indipendente;
- il *Fund Manager* è responsabile dell'analisi e valutazione dei valori di mercato utilizzati dall'Esperto Indipendente con particolare attenzione ai *comparables* e alle fonti per la determinazione dei canoni e dei valori di mercato, anche attraverso l'effettuazione di un'opportuna analisi di mercato;
- il *Risk Manager* provvede a: 1) effettuare le verifiche sulla relazione degli Esperti Indipendenti volte ad analizzare, tra le altre cose, la coerenza dei criteri di valutazione dal medesimo utilizzati con quelli previsti nella normativa vigente, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima e a 2) redigere apposita nota di verifica;
- la funzione *Administration* verifica i dati riguardanti la consistenza del portafoglio per i soli fondi in cui vi siano immobili in corso di vendita frazionata (prevalentemente residenziali), al fine di verificare la congruità della consistenza in termini di unità immobiliari valutate/in portafoglio alla data di riferimento.

Sulla scorta di quanto sopra:

- A. la funzione *Valuations* all'esito dei controlli svolti dal Fund Manager e dalla struttura di *Risk Management*, redige il Documento di controllo in cui riepiloga le attività svolte al fine di pervenire alla valutazione del patrimonio immobiliare sulla base delle indicazioni fornite da tutte le funzioni coinvolte nel processo. In particolare in tale *memorandum* vengono indicati i *Key Performance Indicator* (KPI) che consentono l'agevole valutazione della qualità del servizio erogato dall'Esperto Indipendente, l'adeguatezza dell'intero processo valutativo, un'analisi delle principali variazioni rispetto alle semestrali precedenti, nonché le motivazioni per un eventuale scostamento dalle valutazioni formulate dall'Esperto Indipendente;
- B. il *Property Investment Committee* della SGR esprime, sulla base del Documento di controllo e della nota di verifica della struttura di *Risk Management*, il parere obbligatorio e non vincolante circa il corretto espletamento da parte delle funzioni aziendali dei controlli sull'adeguatezza delle valutazioni effettuate dagli esperti nonché sulle eventuali proposte di scostamento dalla valutazione dell'Esperto Indipendente;
- C. la relazione di stima elaborata dall'Esperto Indipendente del fondo unitamente al Documento di controllo ed alla nota di verifica della struttura di *Risk Management*, vengono presentati al *Chief Executive Officer* e quindi al *Board of Directors* in modo tale da permettere un'adeguata conoscenza dei beni in portafoglio nonché di valutare gli eventuali elementi che potrebbero motivare uno scostamento dalle relazioni di stima effettuate dall'Esperto medesimo.

Incarichi assegnati agli esperti indipendenti dei fondi gestiti

Relativamente agli incarichi in oggetto, si rinvia a quanto già esposto al paragrafo 2.4.2 della Relazione degli Amministratori "Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni".

Crediti

I crediti sono iscritti al valore presumibile di realizzo, determinato rettificando il loro valore nominale mediante la determinazione di un fondo svalutazione ritenuto congruo a coprire il rischio di inesigibilità degli stessi.

Liquidità

Le disponibilità liquide del Fondo sono valutate in base al valore nominale.

Altre attività

I ratei e risconti attivi, riferiti a costi e ricavi attribuibili ad un arco temporale interessante più esercizi, sono stati contabilizzati in base al criterio della competenza temporale.

Le altre attività sono state valutate in base al presumibile valore di realizzo.

Finanziamenti e altre passività

I debiti e le altre passività sono stati valutati in base al loro valore nominale.

I ratei ed i risconti passivi sono contabilizzati in base al criterio della competenza temporale.

Costi e ricavi

I costi ed i ricavi, relativi sia alla gestione immobiliare che agli investimenti in strumenti finanziari, sono imputati in base alla loro competenza temporale ed inerenza all'attività del Fondo. In particolare, i canoni di locazione, i proventi finanziari come pure i costi, sono rettificati attraverso la contabilizzazione dei ratei e risconti al fine di ottenere la loro esatta competenza temporale dell'esercizio.

Imposte e tasse

Il Decreto Legge n. 70/2011 ha introdotto un regime di tassazione dei partecipanti differenziato in funzione della tipologia dell'investitore, distinta in "investitore istituzionale" (ad es. lo Stato, gli Enti Pubblici, le forme di previdenza complementare, gli enti di previdenza, gli intermediari bancari e finanziari ed altre tipologie – cfr. Art. 32 comma 3 del DL 78/2010) ed "investitore non istituzionale". Per i fondi non integralmente posseduti da investitori istituzionali rimane fermo il regime fiscale tipico del fondo in materia di imposizione diretta, di IVA e di imposte indirette.

Tuttavia è stabilito un particolare regime fiscale per i partecipanti non istituzionali residenti in Italia, che detengono quote di partecipazione al fondo per una percentuale di patrimonio superiore al 5%. Il comma 3-bis prevede che i redditi conseguiti dal fondo immobiliare, ancorché non percepiti, siano imputati per trasparenza ai suddetti partecipanti in proporzione alle loro quote di partecipazione. I redditi imputati per trasparenza concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante.

Tale regime si applica ai proventi rilevati nei relazioni di gestione, a partire da quello relativo al 31 dicembre 2011.

E' inoltre previsto che, ai fini della verifica della percentuale di partecipazione al fondo che rende "rilevante" la quota, si tiene conto sia delle partecipazioni detenute direttamente che di quelle detenute

indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona. Il controllo societario è individuato ai sensi dell'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile anche per le partecipazioni possedute da soggetti diversi dalle società. Si tiene altresì conto delle partecipazioni imputate ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del TUIR (coniuge, parenti entro il terzo grado ed affini entro il secondo grado).

Il partecipante è tenuto ad attestare alla società di gestione del risparmio ovvero all'intermediario depositario la sussistenza di eventuali quote detenute indirettamente o imputabili ai familiari. La percentuale di partecipazione al fondo è rilevata al termine del periodo d'imposta o, se inferiore, al termine del periodo di gestione del fondo.

Sezione II - Le attività

Le attività del Fondo sono così costituite.

Strumenti finanziari

II.1 Strumenti finanziari non quotati

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

Di tali immobili si fomirà dettaglio nella sezione dedicata.

Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
97.669	293.249

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

Denominazione e sede della società:

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

Attività esercitata dalla società:

Nello specifico Andria Mongolfiera S.r.l. svolge la propria attività all'interno del centro commerciale sito in Andria (BT) in Contrada Barba d'Angelo snc: l'immobile è di proprietà della Fondo IRS con il quale è in essere un contratto di locazione ad uso commerciale. La Soc. Andria Mongolfiera, a sua volta, ha sottoscritto contratti di 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 della Relazione	Valore alla data del rend. Prec
1) titoli di capitale con diritto di voto	100	100%	362.140	0	44.900
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

Nel corso dell'esercizio 2015 il valore di carico di tale partecipazione ha subito la seguente movimentazione:

Saldo al 31/12/2014	44.900
Variazione dell'anno 2015	(44.900)
Saldo al 31/12/2015	0

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Dati al 31 dicembre 2015	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	1.362.264	1.074.088	1.370.685
2) partecipazioni	155	155	155
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	1.621.063	999.686	1.069.585
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	(1.210.482)	44.900	294.668
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
° capitale circolante lordo	1.298.261	766.055	1.066.140
° capitale circolante netto	(322.802)	(233.631)	(3.445)
° capitale fisso netto	55.556	301.861	296.688
° posizione finanziaria netta	(487.464)	(320.971)	(3.445)
Dati reddituali	Dati al 31 dicembre 2015	Esercizio precedente	Esercizio precedente
1) fatturato	1.575.822	1.747.546	2.124.132
2) margine operativo lordo	(400.458)	196.893	-
3) risultato operativo	(1.208.133)	(297.936)	(386.940)
4) saldo proventi/oneri finanziari	3.535	1.125	4.092
5) saldo proventi/oneri straordinari	(18.543)	6.520	13.342
6) risultato prima delle imposte	(1.223.141)	(290.291)	(369.506)
7) utile (perdita) netto	(1.310.481)	(250.944)	(369.506)
8) ammortamenti dell'esercizio	(39.248)	(30.040)	(27.114)

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) criteri di valutazione utilizzati

Alle partecipazioni di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili, viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Il valore esposto nella relazione di gestione è comunque allineato a quello dei rispettivi patrimoni netti.

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 della Relazione	Valore alla data del rend. Prec
1) titoli di capitale con diritto di voto	100	100%	210.000	97.669	248.349
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

Nel corso dell'esercizio 2015 il valore di carico di tale partecipazione ha subito la seguente movimentazione:

Saldo al 31/12/2014	248.349
Svalutazione dell'anno 2015	150.680
Saldo al 31/12/2015	97.669

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

Dati patrimoniali	Dati al 31 dicembre 2015	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	422.012	533.759	664.138
2) partecipazioni			0
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	324.026	285.126	436.373
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	97.669	248.349	227.382
Inoltre per le imprese diverse dalle società			
° capitale circolante lordo	421.271	439.229	548.955
° capitale circolante netto	97.245	154.103	112.582
° capitale fisso netto	0	94.004	114.329
° posizione finanziaria netta	97.245	87.751	112.582
Dati reddituali	Dati al 31 dicembre 2015	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato	155.320	153.029	367.844
2) margine operativo lordo	15.831	7.207	85.942
3) risultato operativo	(83.853)	(49.224)	(73.110)
4) saldo proventi/oneri finanziari	420	4.422	487
5) saldo proventi/oneri straordinari	(896)	33.954	6.592
6) risultato prima delle imposte	(84.329)	(10.848)	(66.031)
7) utile (perdita) netto	(150.681)	18.406	(66.031)
8) ammortamenti e svalutazioni dell'esercizio	(94.004)	(10.163)	-

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) criteri di valutazione utilizzati

Alle partecipazioni di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili, viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Il valore esposto nella relazione di gestione è comunque allineato a quello dei rispettivi patrimoni netti.

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

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

E) Descrizione delle operazioni

L'operatività delle società sopraindicate è funzionale alla gestione delle licenze dei due centri commerciali in Andria e Bologna. La loro attività tipica è, pertanto, strumentale alla gestione dei due centri e il loro conto economico esprime costi e ricavi tipici di questa attività. La particolare criticità che ha investito le vendite al consumo e principalmente i centri commerciali, ha colpito principalmente la Società Andria che ha subito una perdita già a livello di margine di contribuzione per effetto dei maggiori canoni passivi (da riconoscere al Fondo IRS) rispetto ai canoni di affitto rami di azienda da parte dei conduttori degli spazi locati del C.C. Nell'anno 2015 a seguito del proseguo delle attività avverso gli avvisi di accertamento fiscale già ricevuti da parte dell'Agenzia delle Entrate (di cui viene data maggiore descrizione nel paragrafo successivo), si sono verificati i presupposti per prevedere probabili passività di natura fiscale a fronte delle quali Andria ha

proceduto allo stanziamento di un apposito fondo rischi ed oneri per circa 1 milione di euro, determinando una maggiore perdita d'esercizio. Al 31 dicembre 2015 il bilancio della Società Andria Mongolfiera Srl registra una perdita di Euro 1.310 /€ ed un patrimonio netto negativo di Euro 1.210 K/€: in data 9 febbraio 2016 il CdA della SGR per conto del Fondo IRS ha deliberato in merito al ripianamento della perdita della società Andria partecipata al 100% mediante un versamento per l'importo di Euro 1.310.500 a totale copertura della perdita di bilancio e ricostituzione del capitale sociale pari a Euro 100.000.

F) Altre informazioni

Nell'ambito delle altre informazioni riguardanti le società partecipate si evidenzia che le stesse hanno in corso contenziosi fiscali.

In particolare:

Andria Mongolfiera S.r.l.:

1.1 Avviso di accertamento IRES ed IRAP notificato il 18 /10/2012 per l' **annualità 2007** (imposte + sanzioni: euro 425.033).

Ad avviso dell'Ufficio la Società, oltre al canone base, avrebbe indebitamente dedotto come costo della locazione del centro commerciale, di cui al contratto stipulato con Fondo /RS, anche il canone variabile dovuto nel caso in cui la sommatoria degli affitti percepiti fosse eccedente il canone base aumentato di Euro 120.000.

Alla luce dell'esito negativo del tentativo di adesione in data 22/03/2013 è stato depositato ricorso alla Commissione tributaria provinciale contestualmente ad istanza di sospensione cautelare.

In data 21/11/2014 si è svolta l'udienza di trattazione: la Commissione provinciale ha respinto il ricorso.

In data 17/07/2015 è stato depositato atto di Appello avverso la sentenza. La sentenza appare meritevole di censura perché si è limitata a condividere, in maniera acritica, l'assunto dell'Ufficio nulla osservando circa la sostanziale congruità del canone percentuale di locazione commisurato al rapporto valore immobile/valore azienda.

In attesa di fissazione dell'udienza dinnanzi la Commissione tributaria regionale.

*

In data 08/05/2015 è stato versato l'importo di Euro 99.728,02 a seguito di notifica, da parte di Equitalia, di atto di intimazione ad adempiere per riscossione provvisoria per l'anno 2007 (1/3 dell'imposta, oltre interessi ed aggio esattoriale).

1.2 Avviso di accertamento IRES ed IRAP notificato il 19/10/2012 per l'**annualità 2008** (imposte + sanzioni: Euro 286.500). La motivazione dell'accertamento è analoga a quella dell'anno 2007.

Alla luce dell'esito negativo del tentativo di adesione in data 22/03/2013 è stato depositato ricorso alla Commissione tributaria provinciale contestualmente ad istanza di sospensione cautelare.

In data 04/12/2015 si è svolta l'udienza di discussione.

In data 02/02/2016 è stata depositata la sentenza: il ricorso è stato accolto.

*

In data 08/05/2015 è stato versato l'importo di Euro 64.934,52 a seguito di notifica, da parte di Equitalia, di atto di intimazione ad adempiere per riscossione provvisoria per l'anno 2008 (1/3 dell'imposta oltre interessi ed aggio).

1.3 Avviso di accertamento IRES ed IRAP notificato il 16 /05/2014 per l' **annualità 2009** (imposte + sanzioni: euro 67.896). L'accertamento è del tutto analogo a quello delle precedenti annualità.

In data 09/07/2014 è stato presentato ricorso.

In data 16/12/2015 è stato discusso il ricorso. In attesa dell'esito.

1.4 In data 10/03/2015 l'Agenzia delle Entrate ha richiesto chiarimenti nonché documentazione in ordine al pagamento dei canoni di locazione a Fondo IRS avvenuti nell'**anno 2010**.

Il successivo 23/03 è stata depositata la documentazione e sono stati forniti i chiarimenti richiesti (nell'anno 2010 la Società non ha corrisposto alcun canone "percentuale" di locazione).

Alla luce dell'esito negativo del 1° grado di giudizio relativo all'annualità 2007 è stato effettuato un accantonamento totale nel Fondo IRS, controllante della Società che, alla data del 31/12/2015, ammontava complessivamente ad Euro 942.113,00, pari al rischio delle tre annualità accertate (imposte, sanzioni, aggio ed interessi).

Tuttavia, il recente esito positivo del ricorso relativo all'annualità 2008 potrebbe determinare un'eventuale futura revisione dell'accantonamento esistente. A riguardo si ritiene utile attendere l'esito del ricorso relativo all'annualità 2009, discusso in data 16/12/2015.

MInganti S.r.l.:

1.1. Avviso di accertamento IRES/IRAP, notificato il 29/05/2013, relativo dell' **annualità 2008** (imposte + sanzioni : Euro 15.886).

Ad avviso dell'Ufficio la Società avrebbe indebitamente dedotto come costo della locazione del centro commerciale, di cui al contratto stipulato con Fondo IRS, anche il canone fisso. L'Ufficio ritiene di trovare conferma al suo assunto dalla circostanza che Fondo lrs, come socio, ha rinunciato a parte del proprio credito originando una sopravvenienza attiva non tassabile.

Avverso tale avviso in data 29/10/2013 è stato depositato ricorso/reclamo alla Commissione Tributaria Provinciale in conseguenza dell'esito negativo del procedimento di mediazione con l'Agenzia delle Entrate.

In data 13/04/2015 si è svolta l'udienza di trattazione: la Commissione tributaria provinciale ha accolto il ricorso.

In data 10/11/2015 l'Ufficio ha notificato Atto di Appello avverso il quale la Società, in data 07/01/2016, ha depositato le proprie controdeduzioni. In attesa di fissazione dell'udienza.

1.2 Avviso di accertamento IRES/IRAP/IVA notificato il 15/10/2014, relativo all' **annualità 2009** (imposte + sanzioni: Euro 427.500).

Ad avviso dell'Ufficio la Società avrebbe indebitamente dedotto come costo della locazione di cui al contratto stipulato con il Fondo IRS anche il canone fisso (analogamente alla precedente annualità). Nell'accertamento l'Ufficio precisa che l'operazione avrebbe realizzato un "abuso del diritto".

Avverso tale avviso in data 12/12/2014 è stato presentato ricorso. In attesa di fissazione dell'udienza..

1.3 Avviso di accertamento IRES/IRAP/IVA notificato il 10/09/2015, relativo all' **annualità 2010** (imposte + sanzioni: Euro 27.849).

Analogamente alle precedenti annualità l'Ufficio ritiene che la Società avrebbe indebitamente dedotto come costo della locazione di cui al contratto stipulato con il Fondo IRS anche il canone fisso realizzando un "abuso del diritto".

Avverso tale avviso in data 06/11/2015 è stato notificato ricorso/reclamo, trattandosi di controversia il cui valore, al netto delle sanzioni, è inferiore a Euro 20.000.

In data 10/02/2016 è stato depositato il ricorso in Commissione tributaria avendo avuto esito negativo la fase di mediazione con l'Ufficio.

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.

II.4. Beni immobili e diritti reali immobiliari

Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
68.900.000	118.900.000

Alla data del 31 dicembre 2015 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR a Euro 68.900.000 in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente. La variazione del valore espresso dagli Esperti Indipendenti registrata nell'anno 2015 è dovuta ad una generalizzata flessione di tutti gli immobili, in particolare, gli immobili di Andria e Bologna dati in locazione alle società partecipate rispettivamente di Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l., risentono delle difficoltà che tali società hanno nella gestione dei centri commerciali sia in termini di occupazione degli spazi (principalmente per il centro commerciale di Bologna), sia in termini di riduzione dei canoni di affitto per adeguamento alle difficili condizioni di mercato. Si segnala, inoltre, la flessione degli immobili di Rutigliano per inadempienza del conduttore e di Torino per persistenza dello stato di vacancy.

Il valore del portafoglio immobiliare del Fondo al 31 dicembre 2015, è così ripartito:

Descrizione	Saldo 31/12/2015	Saldo 31/12/2014
Valore di acquisto originario	137.547.860	174.547.860
Spese accessorie di acquisto	1.367.448	1.837.421
Capitalizzazioni	2.879.963	2.879.963
Totale costo storico	141.795.271	179.265.244
Valutazioni	- 72.895.271	- 60.365.244
Totale	68.900.000	118.900.000

La movimentazione del periodo è riportata nella seguente tabella:

Saldo al 31/12/2014	118.900.000
Vendite (valore di scarico)	- 39.900.000
Svalutazioni	- 10.100.000
Saldo al 31/12/2015	68.900.000

Di seguito il dettaglio degli immobili (unità e porzioni) venduti nel corso del 2015 con evidenza del risultato ottenuto:

Descrizione immobile	Prezzo di vendita	Valore di carico al 31/12/2014	Plusvalenza (Minusvalenza) da realizzo
Milano -Via Broletto	34.000.000	39.900.000	(5.900.000)
Totale	34.000.000	39.900.000	(5.900.000)

Si precisa che nella voce B1 "Immobili dati in locazione" sono inseriti tutti gli immobili diversi da quelli classificati nella voce B3.

Nella voce B3 "Altri immobili" sono inclusi gli immobili completamente sfitti, gli immobili in costruzione e gli acconti versati per l'acquisto di nuovi immobili.

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

- Tabella "Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo"
- Tabella "Informazioni sulla redditività dei beni"
- Tabella "Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo"

Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo

Descrizione e Ubicazione	Destinazione prevalente	Anno di costruz.	Superf. Lorda	Reddività dei beni locati			Costo storico (Euro)	Ipotecche (Euro)	Altre Info
				Canone per m2	Tipo Contratto	Scadenza contratto			
EMILIA ROMAGNA									
1 BOLOGNA									
212-A11 VIA DELLA LIBERAZIONE 15	COMMERCIALE		14.362				51.635.869		
			0			01/06/2017			Impresa commerciale
			85		Affitto	27/11/2016			Impresa commerciale
			94	426	Affitto	26/03/2016			Impresa commerciale
			147	340	Affitto	14/03/2019			Impresa commerciale
			152	125	Affitto	13/12/2019			Impresa commerciale
			200	319	Affitto	25/03/2018			Impresa commerciale
			389	501	Affitto	25/03/2018			Impresa commerciale
			2.845	158	Affitto	31/03/2018			Impresa commerciale
			4.057	143	Affitto	01/01/2022			Impresa commerciale
LOMBARDIA									
2 CINISELLO BALSAMO									
212-A10 VIALE FULVIO TESTI 124	UFFICI		5.007				7.610.622		
			323	118	Affitto	31/05/2020			Impresa commerciale
PIEMONTE									
3 TORINO									
212-A08 VIA C. MAROCHETTI 11	UFFICI		19.827				18.012.822		
PUGLIA									
4 ANDRIA									
212-A12 CONTRADA BARBA D'ANGELO SNC	COMMERCIALE		12.184				52.166.855		
			38	275	Affitto	31/03/2017			Impresa commerciale
			57	210	Affitto	06/11/2020			Impresa commerciale
			58	444	Affitto	30/09/2018			Impresa commerciale
			64	309	Affitto	29/05/2019			Impresa commerciale
			67	225	Affitto	31/12/2017			Impresa commerciale
			73	243	Affitto	06/10/2018			Impresa commerciale
			89	249	Affitto	04/12/2019			Impresa commerciale
			92	261	Affitto	31/03/2021			Impresa commerciale
			94	556	Affitto	31/12/2016			Impresa commerciale
			94	351	Affitto	08/10/2017			Impresa commerciale
			99	211	Affitto	31/12/2018			Impresa commerciale
			112	200	Affitto	04/07/2021			Impresa commerciale
			112	346	Affitto	14/11/2016			Impresa commerciale
			118	237	Affitto	31/03/2019			Impresa commerciale
			135	258	Affitto	20/12/2018			Impresa commerciale
			139	176	Affitto	24/09/2019			Impresa commerciale
			157	357	Affitto	30/06/2021			Impresa commerciale
			163	306	Affitto	31/12/2019			Impresa commerciale
			173	149	Affitto	11/11/2016			Impresa commerciale
			185	216	Affitto	31/08/2019			Impresa commerciale
			188	118	Affitto	08/12/2016			Impresa commerciale
			195	364	Affitto	31/03/2012			Impresa commerciale
			199	323	Affitto	30/06/2015			Impresa commerciale
			205	246	Affitto	16/01/2018			Impresa commerciale
			224	109	Affitto	31/03/2016			Impresa commerciale
			242	99	Affitto	16/04/2016			Impresa commerciale
			243	229	Affitto	24/02/2016			Impresa commerciale
			254	159	Affitto	31/07/2017			Impresa commerciale
			292	245	Affitto	05/12/2019			Impresa commerciale
			337	183	Affitto	31/12/2016			Impresa commerciale
			376	120	Affitto	18/09/2021			Impresa commerciale
			432	131	Affitto	03/11/2015			Impresa commerciale
			755	132	Affitto	31/03/2016			Impresa commerciale
			1.155	69	Affitto	22/10/2034			Impresa commerciale
			1.831	97	Affitto	27/06/2017			Impresa commerciale
RUTIGLIANO									
5 212-A13	LOGISTICA		12.706				12.369.101		
			12.703	12	Affitto	30/11/2021			Impresa commerciale
Totale Fondo							141.795.271		

Informazioni sulla redditività dei beni**Importo dei canoni**

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
1) Fino 1 anno	7.096.724	637.121		637.121	12,34
2) DA oltre 1 a 3 anni	11.012.453	1.134.817		1.134.817	21,98
3) DA oltre 3 a 5 anni	3.148.739	375.244		375.244	7,27
4) DA oltre 5 a 7 anni	10.267.942	877.227		877.227	16,99
6) oltre 9 anni	2.474.522	80.000		80.000	1,55
A) Totale beni immobili locati	34.000.380	3.104.409		3.104.409	100,00
B) Totale beni immobili Non locati	34.899.620	0		0	0,00

Gli importi indicati per i canoni rappresentano una proiezione futura degli stessi fino alla scadenza dei relativi contratti di affitto che non comprende i contratti degli immobili venduti nell'esercizio.

PROSPETTO DEI CESPITI (1) DISINVESTITI DAL FONDO (dall'avvio operativo alla data della presente relazione di gestione)									
Cespiti disinvestiti	Quantità (mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Modena - Via Allegr	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	28-giu-07	3.206.500	0	0	851.061
Milano - Via Minerbi	835	10-dic-04	1.904.397	2.010.000	28-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
Milano - Via Broletto 16	8.174	25-nov-03	37.468.973	39.900.000(*)	18-nov-15	34.000.000	0	0	-5.900.000
			59.195.897	26.020.000		63.897.337	0	0	2.271.413

(*) il valore indicato dell'ultima valutazione è alla del 31/12/2014

II.5 Crediti

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria alla data di riferimento

II.6 Depositi Bancari

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria alla data di riferimento

II.7 Altri beni

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria alla data di riferimento

II.8 Posizione netta di liquidità

Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
19.706.600	747.442

La voce, interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile", è relativa alla disponibilità liquida in giacenza sul conto corrente bancario acceso presso I.C.B.P.I. S.p.A. quale depositario del Fondo. Si evidenzia che il consistente incremento delle liquidità, rispetto al 31 dicembre 2015, è principalmente imputabile alla vendita dell'immobile avvenuta nel corso del secondo semestre dell'anno (+ 19 milioni di euro circa).

II.9 Altre attività

Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
1.936.682	1.539.889

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata:

Descrizione	Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
-------------	---------------------	---------------------

Ratei e risconti attivi	7.697	51.819
Crediti verso clienti	1.770.657	1.189.370
Altre	158.328	298.700
- credito verso Investire Sgr SpA	145.347	268.084
- credito verso erario per imposte	2.954	2.954
- credito IVA	5.749	18.141
- Oneri pluriennali e spese su mutui da ammortizzare		5.194
- depositi cauzionali fornitori	4.277	4.327
Totale	1.936.682	1.539.889

L'importo iscritto nella voce Ratei e risconti attivi sono relativi alle imposte di registro gravanti sui contratti di locazione.

I crediti verso SGR sono relativi al conguaglio commissioni per l'anno 2015.

I crediti verso clienti sono dettagliati come segue:

Dettaglio crediti verso clienti

Descrizione	Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
Crediti verso clienti	412.934	784.979
Crediti per fatture da emettere	2.390.309	
- canoni	2.354.643	835.947
- oneri accessori e ribaltamento costi	35.666	
Note di credito da emettere	-812.674	
Fondo svalutazione crediti	-219.911	-431.556
Totale	1.770.657	1.189.370

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

Fondo svalutazione crediti	Importo
Saldo al 31/12/2014	431.556
Accantonamento del periodo	168.890
Utilizzo dell'esercizio 2015 per realizzo perdite su crediti	-325.669
Utilizzo dell'esercizio 2015 per rilascio accantonamenti precedenti	-54.866
Saldo al 31/12/2015	219.911

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

La variazione netta del Fondo svalutazione pari a Euro 211.645 è determinata in diminuzione (per Euro 380.535) dal rilascio di un precedente accantonamento ritenuto eccedente a seguito del parziale incasso di crediti derivante da transazioni commerciali a saldo e stralcio e dal verificarsi delle condizioni di irrecuperabilità di taluni crediti già svalutati ed in aumento (per Euro 168.890) dall'accantonamento del periodo a fronte di probabili rischi di insolvenza.

Sezione III - Le passività

III.5 Altre passività

Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
2.906.231	2.084.524

La voce si compone delle seguenti sottovoci:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	0	
M2.	Debiti di imposta	139	7.200
M3.	Ratei e risconti passivi	114.825	84.539
M4.	Debiti verso altri	2.711.563	1.240.979
M5.	Debiti per depositi cauzionali su locazioni	79.704	751.806
	Totale	2.906.231	2.084.524

La voce Ratei e risconti passivi rappresenta i risconti per complessivi Euro 114.825 per canoni di locazione attivi e altri ricavi della gestione immobiliare.

Si fornisce di seguito la composizione della voce M4. – Debiti verso altri:

Descrizione	Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
Debiti verso fornitori	131.898	314.751
Fatture da ricevere al netto delle note di credito	1.332.665	889.055
Ritenute a garanzia sul SAL	37.173	37.173
Altri debiti	139	
Fondo rischi ed oneri a copertura perdite esercizio società partecipate	1.210.500	
Totale	2.711.563	1.240.979

La variazione in aumento della voce Debiti verso altri è rappresentata principalmente dall'importo stanziato al Fondo rischi per l'importo di Euro 1.210.500 a copertura della perdita dell'esercizio 2015 della Società Andria Mongolfiera S.r.l.. Per maggiori informazioni sull'andamento della Società partecipata, si fa rinvio alla Sezione II.1 Strumenti finanziari non quotati.

Si riporta di seguito il dettaglio delle fatture da ricevere alla data del 31 dicembre 2015:

Descrizione	31/12/2015	31/12/2014
Manutenzione ordinaria e straordinaria	829.621	761.346
Consulenze legali e notarili	22.784	10.065
Spese di funzionamento e condominiali	75.248	65.289
Spese per esperti indipendenti	33.257	13.000
Pubblicità e promozioni	2.970	13.982
Compensi società di revisione	7.150	11.035
Borsa italiana	7.686	
Specialist di borsa	12.500	12.500
Prestazioni e consulenze e intermediazioni	340.000	1.838
Altre consulenze	1.450	
Totale	1.332.665	889.055

I debiti per depositi cauzionali ricevuti dai conduttori, allocati nella Voce M5. pari a Euro 79.704, sono comprensivi degli interessi passivi per Euro 2.207.

Sezione IV - Il valore complessivo netto

Le quote del Fondo sono collocate presso il pubblico indistinto, emesse in regime di dematerializzazione e negoziate in un mercato regolamentato. Pertanto non è possibile rilevare se ed in quale misura tali quote sono detenute da investitori professionali e da soggetti non residenti.

Le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto tra l'avvio dell'operatività e la data della Relazione di gestione, sono illustrate nel seguente schema:

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (29 SETTEMBRE 2003) FINO AL 31 DICEMBRE 2015

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31 dicembre 2015, è risultato pari ad Euro 87.734.720 con una variazione in diminuzione di Euro 16.589.192 rispetto al 31 dicembre 2015 come descritto nella seguente tabella.

	Quote Versate	Quote rimborsate	Risultati maturati	Ultili distribuiti	Totale Complessivo
Saldo al 31/12/2014	141.000.000	(1.410.000)	(13.570.135)	(21.695.953)	104.323.912
Nuove sottoscrizioni					-
Rimborso quote					-
Distribuzione dividendi					-
Risultato dell'esercizio			(16.589.192)		(16.589.192)
Saldo al 31/12/2015	141.000.000	(1.410.000)	(30.159.327)*	(21.695.953)	87.734.720

Il valore complessivo netto dalla sottoscrizione del Fondo al 31 dicembre 2015 si riassume secondo lo schema della seguente tabella:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	141.000.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	141.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-1.022.471	-0,73%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	1.720.310	1,22%
B. Risultato complessivo gestione immobili	14.582.617	10,34%
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	-12.673.100	-8,99%
I. Oneri di gestione complessivi	-33.607.394	-23,84%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	234.410	0,17%
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	-29.980.537	-21,26%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2015	87.734.720	62,22%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE		-2,23%

Si ritiene opportuno precisare che il Tasso Interno di Rendimento (TIR) risultante dal prospetto è stato calcolato, come disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015. Pertanto questo rappresenta il tasso di interesse composto annuale dalla data dell'inizio dell'operatività fino al 31 dicembre 2015, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati dai versamenti effettivi, dagli eventuali proventi distribuiti, dagli eventuali rimborsi parziali delle quote e considerando l'ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote del NAV contabile al 31 dicembre 2015.

Tale valore è indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore se il patrimonio immobiliare fosse liquidato alla data della presente Relazione di gestione.

Tale rendimento è puramente indicativo e non rappresenta il rendimento dell'investimento che sarà effettivamente conseguito nel tempo.

Sezione V - Altri dati patrimoniali

V.2 Attività e passività nei confronti di altre società del gruppo della SGR

Alla data della presente Relazione non risulta una passività nei confronti di altre società del gruppo di appartenenza della SGR.

V.3 Attività e/o passività denominate in valute diverse dall'euro o beni immobili situati in paesi diversi da quelli dell'U.E.M.

Alla data della presente relazione non risultano attività e/o passività come descritto al V.3.

V.4 Importo complessivo delle plusvalenze in regime di sospensione d'imposta

Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.

V.5 Ammontare e specifica delle garanzie ricevute

Si fornisce di seguito l'ammontare delle garanzie ricevute:

Saldo al 31/12/2015	Saldo al 31/12/2014
351.372	456.647

L'ammontare delle garanzie ricevute è pari a Euro 351.372 e riguardano fidejussioni rilasciate da alcuni locatari a garanzia degli adempimenti contrattuali.

V.6 Ipoteche sugli immobili

Non risultano presenti ipoteche gravanti sui beni immobili.

PARTE C – Il Risultato Economico del periodo

Sezione I - 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	0		(195.580)	
2. Non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale	0		0	
2. Titoli di debito	0		0	
3. Parti di OICR	0		0	
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito	0		0	
2. Titoli di capitale	0		0	
3. Parti di OICR	0		0	

In relazione al risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari, si rimanda a quanto illustrato nella sezione II.1 Strumenti finanziari non quotati.

Sezione II - Beni immobili

Si riporta di seguito la tabella del risultato economico delle operazioni su beni immobili:

Descrizione	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri	Non allocati su Immobile
1. Proventi	0	0	0	0	0	
1.1 Canoni di locazione non finanziaria	0	2.550.973	0	0	1.905.888	0
1.2 Canoni di locazione finanziaria	0	0	0	0	0	
1.3 Altri proventi	0	16.403	0	0	50.217	3.000
2 UTILE/PERDITA DA REALIZZI	0	0	0	0	0	
2.1 Beni immobili	0	0	0	0	-5.900.000	0
2.2 Diritti reali immobiliari	0	0	0	0	0	
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE	0	0	0	0	0	
3.1 Beni immobili	0	-7.200.000	0	0	-2.900.000	0
3.2 Diritti reali immobiliari	0	0	0	0	0	
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	0	-910.050	0	0	-680.549	-2.893
5. AMMORTAMENTI	0	0	0	0	0	
6. Imposta Comunale sugli Immobili	0	-239.653	0	0	-308.583	0

Gli oneri per la gestione di beni immobili includono l'Imposta Municipale Unica, pari a Euro 512.453 e l'Imposta TASI pari a Euro 35.783, introdotta dalla Legge 147/2013 (legge di stabilità 2014).

Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

Sezione IV - Depositi bancari

Nel corso dell'esercizio il Fondo non ha investito liquidità in conti di deposito.

Sezione V – Altri beni

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

Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Il Fondo non possiede attività in valuta diversa dall'Euro e non ha posto in essere attività di gestione cambi. Non ha effettuato operazioni di pronti contro termine e assimilate.

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	788	0,82%	0,87%		0	0,00%	0,00%	
2) COSTI RICORRENTI degli OICR in cui il Fondo investe					0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	53	0,06%	0,06%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	14	0,01%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo			0,00%		0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	57	0,06%	0,06%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	2.125	2,21%	2,34%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	17	0,02%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	16	0,02%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	1.492	1,55%			0	0,00%		
COSTI RICORRENTI TOTALI	4.562	4,75%			0	0,00%		
11) Provvigioni di incentivo								
12) 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							
13) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	556			0,00%	0	0,00%		0,00%
14) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
TOTALE SPESE	5.118	5,33%			0	0,00%		

Di seguito si forniscono le informazioni sugli Oneri di gestione secondo le Voci indicate in tabella:

Compenso della società di gestione

Si segnala che in data 27 febbraio 2015, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato di procedere, a partire dall'esercizio 2015, ad una riduzione delle commissioni di gestione del Fondo del 50%; più in particolare la commissione pari all'1,6% del NAV è stata ridotta allo 0,8% con efficacia 1° gennaio 2015. La provvigione di gestione è calcolata, come previsto dal testo regolamentare, 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, quale risulta dall'ultima relazione di gestione e dalla relazione semestrale predisposti prima dell'attribuzione della provvigione di gestione, salvo conguaglio *pro rata temporis* in relazione al valore complessivo netto del fondo evidenziato nella relazione di gestione predisposta alla fine dell'esercizio. Si precisa inoltre che l'investimento in strumenti finanziari rappresentati da OICR collegati, ovvero gestiti dalla stessa SGR, non viene considerato ai fini del calcolo delle suddette provvigioni.

Detto compenso viene prelevato dalle disponibilità del Fondo, con cadenza trimestrale, il primo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

Compenso Depositario

Il compenso al Depositario, è calcolato nella misura dello 0,5% annuo, come previsto dal testo regolamentare – sul valore complessivo netto del Fondo – quale risulta dalla relazione di gestione 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 spese per la revisione contabile del Fondo effettuata dalla società Reconta Ernst & Young S.p.A.

Compenso spettante agli Esperti Indipendenti

Il valore esposto si riferisce agli oneri per gli Esperti Indipendenti per la valutazione semestrale prevista dalla vigente normativa.

Oneri di gestione degli immobili

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

Descrizione	31/12/2015	31/12/2014
Spese condominiali	682.761	670.875
Spese di funzionamento	106.492	139.367
Manutenzioni	299.649	1.198.705
Assicurazioni	57.613	61.337
Altri costi immobiliari	18.112	9.783
Imposta di registro	67.160	64.441
Commissioni di intermediazione immobiliare	341.280	2.000
Interessi su depositi cauzionali	3.349	7.316
Imposta IMU e TASI	548.236	664.419
Totale	2.124.652	2.818.243

Spese legali e giudiziarie

La voce esposta fa riferimento a spese legali sostenute per l'assistenza prestata al Fondo per Euro 17.075 relativamente alle attività inerenti la vendita dell'immobile di Milano Via Broletto.

Spese di pubblicazione del valore della quota

La voce esposta si riferisce ai costi sostenuti per la pubblicazione dei prospetti informativi pari a Euro 16.178.

Altri oneri gravanti sul Fondo

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

Descrizione	2015	2.014
Consulenze notarili	131	
Borsa Italiana	15.372	15.406
Pubblicità e promozioni	430	
Specialist Borsa	25.000	25.000
Accantonamenti diversi	1.210.500	
Consulenze notarili	131	6.486
Oneri bancari	1.165	272
Contributi Consob	3.880	4.192
Altre prestazioni e consulenze		27.747
Svalutazione clienti	234.864	51.021
Totale	1.491.473	130.124

La variazione più significativa della voce altri oneri di gestione è rappresentata dall'accantonamento iscritto al Fondo rischi a copertura perdita di esercizio 2015 della società partecipata Andria Mongolfiera S.r.l. per l'importo di Euro 1.210.500.

VII.2. Provvigioni di incentivo

Non si sono verificate le condizioni che prevedono le commissioni di performance finale.

La commissione di performance finale spettante alla SGR in sede di liquidazione del Fondo è pari al 20% del risultato eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato nel regolamento del Fondo e pari al 5% annuo.

VII.3 Remunerazioni

Come da Regolamento congiunto Banca d'Italia/Consob, alle Disposizioni transitorie e finali (Parte 6), le informazioni in oggetto saranno fornite a partire dal periodo contabile 2016.

Sezione VIII - Altri ricavi e oneri

L. Altri ricavi e oneri

La voce comprende i valori meglio dettagliati nel prospetto successivo.

Voce	Descrizione	2015	2014
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	316	16.998
L2.	Altri ricavi:		
	- sopravvenienze attive	54.941	146.348
	- proventi da risarcimento assicurativi	178.040	31.720
	- proventi finanziari diversi	488	432
L3.	Altri oneri:		
	- sopravvenienze passive	-14.574	-1.760
	- oneri finanziari diversi	0	0
	Totale	219.211	193.738

Tra gli importi più rilevanti iscritti nella voce altri ricavi si evidenziano le sopravvenienze attive per accertata insussistenza di debiti relativi agli anni precedenti (Euro 54.941) e i proventi da risarcimento assicurativo a indennizzo del sinistro sull'immobile in Torino (Via Marocchetti) ad oggi venduto, relativo ad annualità precedenti (Euro 178.040).

Le sopravvenienze passive sono costituite da costi di competenza di precedenti esercizi e dalla rettifica di ricavi degli esercizi precedenti.

Sezione IX - Imposte

Tale voce non risulta movimentata.

Si ricorda che la vigente normativa fiscale non prevede imposte IRES ed IRAP a carico del Fondo.

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:

- Stato o ente pubblico;
- Organismi d'investimento collettivo di risparmio;
- Forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria;

- Imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche;
- Intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- 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;
- 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;
- Veicoli costituiti in forma societaria o contrattualmente partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle lettere precedenti.

I soggetti residenti "non istituzionali", ossia diversi da quelli indicati nei precedenti punti, partecipanti in misura superiore al 5% del patrimonio del fondo, subiscono l'imputazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal fondo stesso e rilevati nelle relazioni di gestione. In particolare, è previsto che concorre alla formazione del reddito complessivo del partecipante indipendentemente dalla percezione e proporzionalmente alla quota di partecipazione, il risultato economico del fondo, determinato escludendo dal risultato di gestione i proventi e gli oneri da valutazione maturati ma non realizzati.

Si precisa che, ai fini del calcolo della percentuale di partecipazione, ciascun soggetto è tenuto ad attestare alla SGR ovvero all'intermediario depositario la sussistenza di eventuali quote detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona o imputabili ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del TUIR (coniuge, parenti entro il terzo grado ed affini entro il secondo grado).

Ciò posto, per i partecipanti residenti 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: sui redditi distribuiti a tali soggetti si applica, pertanto, la ritenuta nella misura del 26% (misura così modificata dal Decreto Legge n. 66/2014).

Con riferimento ai soggetti non residenti, i redditi percepiti, indipendentemente dalla percentuale di partecipazione al fondo, subiscono, al momento della loro corresponsione, l'applicazione della ritenuta a titolo di imposta del 26% 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.

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", 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.

PARTE D – Altre informazioni

Con riferimento alla presente Sezione ed alle relative istruzioni per la sua compilazione, fornite dalla Banca d'Italia e dal regolamento Delegato UE 231/13 si riporta quanto segue.

Riferimenti di natura sia qualitativa sia quantitativa in ordine ai rischi assunti dal Fondo (art. 109 Regolamento Delegato HE 231/2013)

In ottemperanza alla Direttiva 2011/61/UE (Direttiva AIFM) e del relativo Regolamento, la SGR monitora semestralmente i rischi a cui può essere esposto ciascun FIA in gestione. Il modello che concorre alla suddetta misurazione e gestione del rischio è il *Fund Risk Model*, il cui scopo è quello di stimare il livello complessivo del rischio del FIA.

La stima del grado di rischio del FIA è sintetizzata da un Risk Rating elaborato sulla base dei punteggi attribuiti ai 5 fattori di rischio principali, ovvero:

1. Rischio di Controparte
2. Rischio di Credito
3. Rischio di Liquidità
4. Rischio di Mercato
5. Rischio Operativo

A queste categorie si aggiunge una categoria di rischio residuale, il Rischio Specifico, variabile che comprende gli elementi di rischio non riconducibili all'interno dei precedenti fattori. A differenza degli altri fattori, il rischio specifico si basa su informazioni quali-quantitative.

I fattori di rischio principali sono calcolati sulla base di specifici Key Risk Indicators (KRIs), che dipendono dalla *performance* del FIA o da parametri di mercato². Per ogni KRI sono state definite specifiche soglie di rischio, le cui stime sono basate anche su analisi di *back-testing*. I punteggi dei singoli KRI sono derivati in maniera quantitativo-parametrica e sono corredati da una nota esplicativa.

Il valore stimato per ogni fattore di rischio principale deriva da una combinazione lineare dei singoli KRI tramite la metodologia *weakest link*³, al fine di attribuire maggior peso ai KRI caratterizzati da una maggiore rischiosità. Il punteggio di ogni fattore è espresso su di una scala di valori da 1 a 10, dove 1 rappresenta il rischio minimo e 10 il rischio massimo. Tale analisi è stata svolta dal team di Risk Management effettuando interviste mirate con i Fund Manager e i Coordinator dei fondi gestiti dalla SGR.

A valle del lavoro di analisi ad ogni FIA viene attribuito un rating di rischio. Le classi di rischio individuate sono sette, alle quali sono associate azioni da intraprendere:

Descrizione di Impatto	Azioni da intraprendere
Trascurabile	Mantenere un presidio di monitoraggio
Contenuto	Proseguire nel monitoraggio periodico
Moderato	Intensificare il monitoraggio periodico in termini di affidabilità/qualità del reporting
Media entità	Intensificare il monitoraggio periodico in termini di frequenza/inserimento risorse di nomina SGR/Fondo
Severo	Esaminare quanto prima le opzioni disponibili per mitigare i rischi evidenziati
Elevato	Esaminare senza indugio le azioni correttive che è necessario intraprendere per mitigare / ridurre i rischi evidenziati
Molto Elevato	Intraprendere senza indugio le azioni correttive opportune per ridurre i rischi evidenziati

Ad ogni semestre successivo viene inoltre condotta un'attività di back testing in base alle risultanze emerse sui diversi indicatori e viene così misurata l'efficacia o meno dell'attività gestoria rispetto ai fattori rilevati maggiormente problematici. Preme sottolineare che il rischio di liquidità viene monitorato attraverso stress test sulle principali assunzioni del Business Plan adottati dalla SGR.

La funzione di Risk Management è inoltre responsabile del controllo dei limiti normativi e regolamentari in relazione all'attività di investimento di ciascun Fondo. Si citano, a titolo di esempio, il limite relativo all'indebitamento, il limite di concentrazione in un unico bene immobili e i vincoli relativi all'investimento della liquidità generata dal fondo.

Il Fondo Invest Real Security, secondo il Fund Risk Model al 31 dicembre 2015, presenta un profilo di rischio Molto Elevato.

Suddetta valutazione non riflette la performance storica del Fondo bensì l'andamento attuale e prospettico dello stesso.

Dalla verifica sul rispetto dei limiti normativi e regolamentari al 31 dicembre 2015 non risultano superamenti.

Relativamente alla gestione finanziaria, si evidenzia che, alla data di chiusura della presente Relazione di gestione, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo, determinata secondo quanto previsto nel Regolamento delegato (UE) 231/2013, risulta pari a 83% secondo il metodo lordo e a 105% secondo il metodo degli impegni. La leva finanziaria determinata secondo quanto previsto dalla Banca d'Italia (riferimento Regolamento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 – Tit. X, Cap. II e Regolamento Banca d'Italia dell'8

² I dati utilizzati provengono sia da fonti interne (la SGR), sia esterne (Bloomberg, Prequin, agenzie di rating, altri information provider).

³ Nel caso in cui tra i KRIs che determinano il Fattore di Rischio sia presente un singolo valore minimo, tale KRI viene eliminato e il suo peso equamente ripartito tra i rimanenti; nel caso in cui due o più KRIs assumano il valore minimo, essi vengono sottopesati tramite un algoritmo che considera il numero totale di KRIs sottesi al Fattore di Rischio. Nel caso in cui uno o più KRIs non siano calcolabili/applicabili al FIA oggetto dell'analisi, essi vengono eliminati e il relativo peso equamente ripartito tra i rimanenti.

maggio 2012 – Tit. V, Cap. 6.2.1.), risulta inferiore al 60% del valore degli immobili, dei diritti reali, delle partecipazioni in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari, e del 20% del valore degli altri beni.

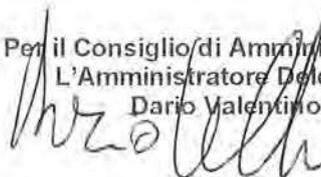
Inoltre alla data di riferimento il fondo rispetta tutti i limiti normativi e regolamentari.

Si segnala inoltre che:

- la SGR nell'ambito dell'attività di gestione del fondo non ha effettuato operazioni immobiliari con soci della SGR, con soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o società facenti parte del gruppo della SGR;
- non si è reso necessario alcun prestito per i rimborsi parziali di quote finora effettuati;
- ex art. 106 del Regolamento Delegato UE 231/2013 si rappresenta che il presente documento riporta le informazioni attinenti alla gestione del fondo e alle modifiche intervenute nelle informazioni fornite agli investitori nel pregresso tramite applicazione e rispetto dei principi e norme contabili vigenti e che il fondo ha adottato. Gli eventi e le rappresentazioni numeriche sono corredati da informazioni supplementari qualora la rappresentazione numerica non sia sufficiente a descrivere l'evento o la modifica di informazioni pregresse in possesso degli investitori.
- nel corso dell'esercizio non sono intervenuti ulteriori cambiamenti rilevanti ai sensi dell'art. 106 del Regolamento Delegato UE 231/2013 rispetto a quanto già indicato in relazione;
- non sono state poste in essere operazioni di copertura per rischi in portafoglio aggiuntivi o diversi da quelli eventualmente già descritti nel documento;
- relativamente alle operazioni di conferimento, acquisto o cessione di beni, ampia informativa è stata fornita nel documento;
- non sono presenti accordi di esclusiva di svolgimento dell'attività di property e di facility management: il Fondo non ha corrisposto alla SGR importi diversi dalle commissioni previste dal Regolamento;
- non sono attivi contratti con Prime Broker;
- relativamente al rapporto percentuale raggiunto nell'anno tra l'importo dei finanziamenti ricevuti ed il valore dei beni costituiti a garanzia del finanziamento, il valore massimo è stato 17,6% mentre il valore medio è stato 11,2%; il rapporto percentuale raggiunto nell'anno tra il valore dei beni costituiti a garanzia del finanziamento ed il totale delle attività del fondo è stato pari ad un valore massimo del 77,1% e ad un valore medio del 68,1%;
- non sono presenti nel Fondo asset illiquidi o attivate modalità di gestione della liquidità tipo *side-pocket*;
- per l'attività di investimento, il fondo non si è avvalso di consulenti.

Roma, 29 febbraio 2016

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino



Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti



Rapporto di Valutazione al 31 Dicembre 2015

per
InvestiRE SGR S.p.A.

Fondo IRS
Investment Real Security
Aggiornamento Valori
31 Dicembre 2015

02 Febbraio 2016

DTZ Italia Srl
Advisory & Valuations

InvestIRE SGR S.p.A.

PREFAZIONE FONDO IRS

Data del rapporto: 02 Febbraio 2016
Data di Valutazione: 31 Dicembre 2015**11 Metodo di Valutazione adottato**

Al fine di determinare il più probabile valore di mercato, DTZ Italia srl ha compiuto nel 2015, un sopralluogo negli immobili costituenti il Portafoglio IRS, per sincerarsi della situazione generale, in particolare modo della loro qualità edilizia, del livello di vetust  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 06 Maggio 2012, si   ritenuto pi  congruo utilizzare il metodo:

- **Metodo Reddittuale dei Flussi di Cassa Attualizzati**: basato sull'attualizzazione (per un periodo complessivo di 10 annualit ) 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 reddittuale come base della valutazione di immobili / unit  commerciali e terziarie risulta una metodologia diffusa e ampiamente riconosciuta nel settore.

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

La scelta di tale approccio   basata sull'assunzione che il valore di mercato dell'unit  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 propriet  per la gestione e l'amministrazione dello stesso.

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

Al termine dell'orizzonte temporale decennale, il flusso di cassa dell'ultimo anno   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 in misura pari al 100% dell'inflazione annua attesa, e una crescita annua del canone di locazione, dalla data della stipula, in misura pari al 75% dell'inflazione annua attesa.

In linea con le previsioni pubblicate da Oxford Economics, abbiamo adottato la crescita dell'inflazione specificata nella tabella sottostante.

Quinta Revisione - CPI Inflation	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Global Value Market Growth	1,57%	1,71%	1,87%	1,70%	1,80%	1,89%	1,84%	1,89%	1,89%	1,89%
Index (7.7%)	1,50%	1,63%	1,70%	1,80%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%

L'inflazione annua attesa   stata fornita per i prossimi 5 anni, pertanto si   mantenuta l'ultima proiezione pari al 1,66%, per gli ultimi 5 anni del periodo decennale considerato.

12 Valore di Mercato Portafoglio IRS al 31 Dicembre 2015

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 2015, pari a:

VALORE DI MERCATO FONDO IRS AL 31.12.2015	€ 68.900.000 (SESSANTOTTO MILIONI NOVECENTO MILA EURO)
--	--

InvestIRE SGR S.p.A.

PREFAZIONE FONDO IRS

Data del rapporto: 02 Febbraio 2016
Data di Valutazione: 31 Dicembre 2015**13 Confidenzialità e Raccomandazioni**

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

DTZ Italia srl autorizza il Cliente a riprodurre questa introduzione, o parte di essa, ovvero riferirla a terze parti, tuttavia DTZ Italia srl 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 srl.

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



Douglas Babington Smith MRICS
Amministratore Delegato
In nome e per conto di
DTZ Italia srl



Ugo Enrico Arcaini FRICS
Membro del Consiglio di Amministrazione
In nome e per conto di
DTZ Italia srl

Relazione della Società di Revisione

InvestiRE SGR S.p.A.

Relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento
Immobiliare Chiuso
"Invest Real Security" al 31 dicembre 2015

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

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE INDIPENDENTE AI SENSI DELL'ART. 14
DEL D.LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 39 E DELL'ART. 9 DEL D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58**

Ai partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
"Invest Real Security"

Relazione sulla relazione di gestione

Abbiamo svolto la revisione contabile dell'allegata relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Invest Real Security" ("il Fondo"), costituita dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015.

Responsabilità degli amministratori per la relazione di gestione

Gli amministratori di InvestIRE SGR S.p.A., Società di Gestione del Fondo, sono responsabili per la redazione della relazione di gestione che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità al Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia il 19 gennaio 2015 (di seguito anche il "Provvedimento").

Responsabilità della società di revisione

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

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

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

Giudizio

A nostro giudizio, la relazione di gestione fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Invest Real Security" al 31 dicembre 2015, e del risultato economico per l'esercizio chiuso a tale data, in conformità al Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia il 19 gennaio 2015.

Altri aspetti

La relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Invest Real Security" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 è stata sottoposta a revisione contabile da parte di un altro revisore che, il 13 marzo 2015, ha espresso un giudizio senza modifica su tale relazione.

Relazione su altre disposizioni di legge e regolamentari

Giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con la relazione di gestione

Abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione (SA Italia) n. 720B al fine di esprimere un giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori, la cui responsabilità compete agli amministratori della Società di Gestione del Fondo, con la relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Invest Real Security" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con la relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Invest Real Security" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015.

Roma, 10 marzo 2016

Reconta Ernst & Young S.p.A.

Alberto M. Pisani
(Socio)



