

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE  
CHIUSO "INVEST REAL SECURITY"

31 DICEMBRE 2011

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

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

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

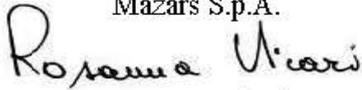
1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso “INVEST REAL SECURITY”, costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori della società Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR. È nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto della gestione sia viziato da errori significativi e se i risultati, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto della gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 11 marzo 2011.

3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso “INVEST REAL SECURITY” per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale ed il risultato del Fondo per l'esercizio chiuso a tale data.
4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori, in conformità a quanto previsto dal Provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005, compete agli amministratori della Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n° 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente

con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso  
"INVEST REAL SECURITY" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011.

Milano, 13 marzo 2012

Mazars S.p.A.  
  
Rosanna Vicari  
Socio - Revisore Legale



**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO**

**INVEST REAL SECURITY**



**RENDICONTO DI GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2011**

INFORMAZIONI SOCIETARIE .....	2
INFORMAZIONI GENERALI .....	3
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI.....	4
RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2011 .....	10
SITUAZIONE PATRIMONIALE.....	10
SEZIONE REDDITUALE.....	12
NOTA INTEGRATIVA.....	13
PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA .....	13
PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....	16
Sezione I – Criteri di valutazione.....	16
Sezione II – Le attività.....	17
Sezione III – Le passività .....	24
Sezione IV – Il valore complessivo netto .....	27
Sezione V – Altri dati patrimoniali .....	28
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO.....	29
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari (esclusi interessi).....	29
Sezione II – Beni immobili.....	30
Sezione III – Crediti .....	30
Sezione IV – Depositi bancari .....	30
Sezione V – Altri beni .....	30
Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari.....	30
Sezione VII – Oneri di gestione.....	31
Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri .....	32
Sezione IX – Imposte.....	33
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI.....	35

## INFORMAZIONI SOCIETARIE

### Società di Gestione

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

### Consiglio di Amministrazione

<i>Presidente</i>	Dr. Luca Lucaroni
<i>Amm.Delegato</i>	Arch. Anna Pasquali
<i>Vice Presidente</i>	Ing. Claudio Pancheri
	Ing. Aldo Mazzocco
	Avv. Sergio Laghi
	Dott. Carlo Napoleoni
	Dott. Marc Henrion
	Dott. Alexandre Astier
	Avv. Edovige Catitti

### Collegio Sindacale

<i>Presidente</i>	Rag. Francesco d'Ardia di Corsi
<i>Sindaci effettivi</i>	Dr. Marcellino Bortolomioi
	Dr. Mauro Pastore
<i>Sindaci supplenti</i>	Dr. Roberto Longo
	Dr. Francesco Longo

### Società di Revisione

Mazars S.p.A.



## INFORMAZIONI GENERALI

Il presente rendiconto, redatto in osservanza al principio di chiarezza e precisione, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e l'andamento del 2011 per il Fondo comune di investimento immobiliare chiuso Invest Real Security, ed è composto, in osservanza a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dal Decreto del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, n. 228 del 24 maggio 1999 e dalle direttive impartite dalla Banca d'Italia con il provvedimento del 14 aprile 2005 e successive modifiche, dai seguenti documenti:

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

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

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

La nota è ripartita in parti e sezioni, che illustrano singoli aspetti della gestione, in funzione dell'operatività svolta da Invest Real Security.

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

Il rendiconto al 31 Dicembre 2011 è oggetto di revisione contabile da parte della Società Mazars S.p.A..



## RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

Il secondo semestre del 2011 è stato segnato da un marcato rallentamento dell'economia a livello mondiale. Le forti tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro e l'incertezza sul processo di consolidamento delle finanze pubbliche negli Stati Uniti, hanno indebolito le aspettative di crescita delle economie avanzate. Si è assistito, altresì, anche a un moderato rallentamento della crescita dei paesi emergenti, come Cina e India per effetto delle misure di politica economica restrittive adottate nel primo semestre.

Sulle prospettive dell'economia globale gravano numerosi fattori di incertezza, legati ai fattori sopraindicati. Peraltro il perdurare delle difficoltà di raccolta del settore bancario europeo potrebbe ridurre la capacità di erogare credito agli operatori economici, alimentando una spirale negativa originata dal calo dell'attività produttiva, la debolezza del settore finanziario e i rischi sul debito sovrano.

Nell'area dell'euro, la crescita del PIL si è indebolita nel secondo semestre 2011, risentendo del venir meno dei fattori temporanei che l'avevano sospinta all'inizio dell'anno.

Dalla fine dell'estate il quadro congiunturale è ulteriormente peggiorato, riflettendo il rallentamento del ciclo economico mondiale e l'aggravarsi della crisi dei debiti sovrani. In dicembre sono state decise dalla BCE nuove misure di sostegno alla liquidità delle banche e alla loro attività di prestito alle famiglie e alle imprese.

### Italia

Il quadro congiunturale dell'economia mondiale ha inciso molto negativamente sullo scenario economico italiano. Il forte rallentamento del commercio mondiale e l'aggravarsi della crisi del debito sovrano, con il conseguente declassamento da parte delle agenzie di rating, hanno determinato una significativa contrazione del credito e il rialzo dei costi di finanziamento. Nel terzo trimestre del 2011 il PIL dell'Italia è sceso dello 0,2% sul periodo precedente segnando la prima flessione dall'inizio del 2010. La dinamica del prodotto ha risentito della debolezza della domanda interna, in presenza di un calo dei consumi delle famiglie (-0,2%) e degli investimenti (-0,8%). L'interscambio con l'estero ha continuato a sostenere la dinamica del PIL, per circa 0,8 punti percentuali. Le esportazioni sono cresciute dell'1,6% sul periodo precedente; le importazioni, in connessione con l'indebolimento della domanda interna, sono ulteriormente diminuite (-1,1%). A dicembre l'inflazione al consumo è stata pari al 3,3%.

La crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha, come detto, investito il mercato finanziario italiano con particolare intensità: il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli tedeschi si è ampliato fino a raggiungere nuovi massimi dall'introduzione dell'euro. Le misure adottate dal Governo hanno permesso una riduzione del differenziale, risultata tuttavia temporanea in presenza di una perdurante incertezza sull'efficacia delle politiche europee e di un peggioramento delle prospettive di crescita.

La perdurante incertezza dello scenario macroeconomico, derivante dai possibili sviluppi della crisi si riflette sui tassi di interesse, sui bilanci delle banche e sulla quantità di prestiti da esse erogati. Non si può escludere l'eventualità che le difficoltà di raccolta si traducano in ulteriori restrizioni delle politiche di erogazione del credito, che ridurrebbero la capacità di spesa delle famiglie e delle imprese. Tali difficoltà possono essere attenuate dagli interventi di sostegno al settore bancario messi in atto dall'Eurosistema. Il ripristino della fiducia nella capacità dello Stato di onorare il proprio debito e le politiche che saranno messe in atto volte a favorire la crescita economica saranno fattori di sostegno anche per il mercato immobiliare, esplicitati mediante la riduzione degli attuali costi di finanziamento e la ripresa della domanda. L'andamento dei tassi di interesse e del credito dipenderà però anche dall'evoluzione delle condizioni dei mercati finanziari internazionali e dalle decisioni assunte a livello europeo.

### Il mercato immobiliare italiano

Da fine 2010 al primo semestre del 2011 si erano registrati vari segnali positivi di ripresa e il mercato immobiliare aveva mostrato una certa vivacità, ma l'eccessivo debito pubblico di molti Paesi e l'incertezza dei corsi azionari che ne è conseguita hanno fatto sì che l'anno appena chiuso si trasformasse in uno dei più difficili della storia per il mercato immobiliare, con una previsione dei tempi di uscita dalla crisi economica che si è ulteriormente allungata. La contrazione del PIL e il rialzo del tasso di disoccupazione determineranno una contrazione della domanda aggregata, una maggiore difficoltà di accesso al credito e un incremento del tasso di vacancy, che influenzeranno l'andamento del mercato immobiliare. Tutto questo avverrà in un arco temporale in cui diversi fondi retail e istituzionali sono in scadenza con l'immissione sul mercato dei loro portafogli immobiliari. Inoltre, va evidenziato, come importanti progetti di sviluppo saranno completati e quindi contribuiranno ad innalzare l'offerta di spazi. Il quadro altamente competitivo che risulterà da tale scenario, comporterà una probabile ridefinizione degli attuali "players" di mercato.

L'Italia produce oltre il 15% del prodotto interno lordo dell'area Euro, ma nonostante questo raccoglie meno del 3% degli investimenti immobiliari. Alla base dello scarso interesse degli investitori stranieri ci sono i problemi

strutturali del mercato, mentre la speculazione di cui l'Italia è stata vittima negli ultimi mesi ha accresciuto la diffidenza e il rischio percepito ben oltre il reale andamento dei fondamentali economici.

Dopo un buon inizio d'anno, gli investimenti hanno subito un drastico rallentamento nell'ultimo trimestre, con una contrazione trimestrale del 26%, mentre il volume annuale investito si è attestato sul valore di € 4,3 miliardi, con una lieve contrazione rispetto al 2010. Il mercato appare quindi fermo: i prezzi e i canoni sono stabili, a fronte di un allungamento dei tempi di chiusura delle transazioni.

Le famiglie italiane continuano ad essere poco indebitate rispetto alla media europea, ma la propensione al risparmio si sta rapidamente riducendo; l'investimento immobiliare, specialmente in abitazioni, continua ad essere considerato solido e sicuro. La nuova tassazione IMU non farà desistere dall'acquisto quanti hanno già programmato di comprare una nuova abitazione, ma terrà lontano dal mercato la fascia medio bassa della popolazione già colpita dalla stretta sui mutui e dall'incertezza del mercato del lavoro. In tal senso un nuovo slancio sia per il mercato delle locazioni come pure delle compravendite, potrebbe derivare dallo sviluppo dei progetti di Social Housing.

## **Fondi Immobiliari**

Nel 2011 nonostante l'incertezza del quadro macro economico è proseguita la fase di crescita dei fondi immobiliari, seppur a ritmi inferiori rispetto a quelli registrati negli anni precedenti. A maggio 2011 è stato pubblicato il cosiddetto "Decreto per lo Sviluppo" (D.L. 13 Maggio 2011 n. 70) che ha apportato modifiche alla disciplina fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliare a seguito di provvedimenti normativi susseguitesesi a partire dal maggio 2010. Il progressivo chiarimento del quadro normativo unitamente al recupero di credibilità del paese, contribuiranno a modificare il sentiment degli investitori istituzionali anche internazionali, per i quali i fondi immobiliari continuano a rappresentare il principale strumento di investimento sul mercato immobiliare italiano.

Molti fondi stanno per giungere a scadenza in un contesto di mercato che rende difficile l'assorbimento di un'offerta caratterizzata da un'elevata concentrazione territoriale e tipologica e a valori di mercato che non mostrano variazioni sostanziali. Oltre a questo alcuni fondi riservati di piccola dimensione stanno iniziando un percorso di liquidazione anticipata rispetto alla scadenza, come conseguenza del modificato quadro normativo.

L'immobiliare quotato sconta la percezione di eccessiva rischiosità degli impieghi borsistici. Negli ultimi ventiquattro mesi nel comparto dei fondi immobiliari quotati si è assistito ad un andamento altalenante degli scambi e dello sconto sul NAV. Considerando gli ultimi dodici mesi, ad ottobre 2011 è stato toccato il minimo storico degli scambi (215 mln di euro) mentre a novembre il massimo livello dello sconto sul NAV (44%).

## **Settore residenziale**

Nella seconda metà del 2011 il numero di compravendite relative al residenziale si è stabilizzato sui livelli del 1° semestre interrompendo la lenta ripresa iniziata a fine 2010. La ripresa, che nella prima parte dell'anno appariva debole ma consolidata, ora appare più incerta e non si prevedono sostanziali cambiamenti nel corso del 2012. Praticamente fermo il Nord (+0,2), appena un po' più attivo il Centro (+0,5), è il Sud a brillare, con una crescita delle transazioni al 4,6%, comunque con un livello di volumi totali marginalmente inferiore a quello delle altre aree geografiche. Per quanto riguarda i prezzi non si prevedono variazioni sostanziali: nel 2011 i valori sono rimasti mediamente stabili sui livelli raggiunti a fine 2009. Rispetto al 2010 si è registrato un incremento medio pari allo 0,1% nelle zone di pregio, allo 0,2% nel semicentro e allo 0,4% in centro, mentre in periferia i prezzi sono calati dello 0,2%. Rallenta la crescita del mercato del credito poiché buona parte della domanda è esclusa dai finanziamenti.

La difficoltà di accesso al credito da parte del ceto medio-basso ha, inoltre, determinato una crescita dell'inventario specialmente nelle periferie delle grandi città dove negli ultimi anni si è costruito molto: ora i tempi di assorbimento di questa offerta si allungano notevolmente. I tempi medi di vendita sono in crescita e si attestano mediamente oltre i 6,5 mesi sia per le abitazioni nuove che usate mentre i tempi medi di locazione superano i 3 mesi.

Per quanto attiene alle previsioni, nella prima parte del 2012 il numero di compravendite si dovrebbe stabilizzare sui livelli del 2011, mentre per la seconda metà dell'anno si prevede una lenta ripresa nelle grandi città e nel Nord del Paese e cioè in quelle aree dove l'attività economica è più vivace. Di contro nelle zone periferiche delle città e nei piccoli centri si potrebbero registrare ulteriori segni negativi nel volume degli scambi.

## **Settore terziario**

Le difficoltà che nel corso del 2010 avevano generato un calo della domanda, dell'offerta e degli scambi, nei primi mesi del 2011 sono risultate inferiori: l'offerta è infatti risultata generalmente stazionaria, in lieve crescita i mq compravenduti, mentre i prezzi non si sono discostati in misura considerevole rispetto al 2010. Nella seconda metà del 2011 non si è registrato l'incremento delle compravendite che ci si attendeva ad inizio anno e i tempi medi di

vendita sono tornati a crescere. Le aspettative per il 2012 riguardo ai valori di compravendita ed ai canoni di locazione sono di sostanziale stabilità sui valori raggiunti a fine 2011. Il mercato della locazione ha evidenziato ancora performance in parte negative. Il miglioramento ha riguardato esclusivamente le zone top e le aree semicentrali ben collegate e servite da mezzi pubblici e la richiesta si è rivolta soprattutto a terziari di media e piccola entità. La crisi economica sta determinando anche una profonda modifica nel mercato degli uffici. Le aziende si spostano verso immobili di nuova realizzazione o di adeguata ristrutturazione, ben collegati, in grado di offrire un elevato livello di flessibilità ed efficienza degli spazi e con costi gestionali contenuti. Quindi da un lato c'è un aumento dell'offerta di immobili di classe B e C, dall'altro cresce la richiesta di immobili adatti alle nuove esigenze della produzione terziaria, ma l'offerta di immobili con queste caratteristiche si mantiene scarsa come, di conseguenza, le compravendite. La vacancy è in lieve aumento.

Il mercato di **Milano** per l'intero 2011 è stato poco vivace, le transazioni che hanno riguardato immobili ad uso terziario si sono quasi dimezzate in volume rispetto all'anno precedente, passando da oltre € 900 mil a meno di € 550 mil. e anche le dimensioni medie delle transazioni si sono ridotte sostanzialmente. L'accesso ai finanziamenti che permettono di chiudere compravendite di grandi dimensioni è stato nei mesi recenti molto difficoltoso a causa del deteriorarsi della situazione finanziaria in Italia e questo ha causato la rarefazione di investimenti di grandi dimensioni. L'interesse degli investitori si è andato focalizzando su immobili localizzati nel centro città e proprio per questa concentrazione di interesse sugli immobili in centro, i rendimenti per questa tipologia di asset, pur se leggermente cresciuti, si sono mantenuti intorno al 5,4%, al di sotto dei rendimenti dei titoli di Stato. Il totale 2011 degli uffici commercializzati è stato pari a 320.000 mq, un 8% in più rispetto al 2010. Il totale assorbito è concentrato prevalentemente tra interland e periferia, mentre il take-up situato nelle zone centrali e semicentrali, privilegiate da società bancarie e finanziarie e quelle dei servizi, ammonta soltanto a poco più di 4.000 mq. Il volume di sfritto è aumentato nell'ultimo trimestre del 2011, attestandosi ora a 1.297.000 mq, pari al 10,8% dello stock. Considerando che le società non si spostano per necessità di avere uffici più grandi in quanto l'occupazione non è in aumento a Milano, il volume di sfritto dovrebbe aumentare notevolmente nel corso dell'anno. Questo potrebbe soltanto essere ritardato da un allungamento dei tempi di costruzione che alcune imprese potrebbero dover attuare per motivi di finanziamento. Nel quarto trimestre, i canoni medi del centro hanno mostrato un primo segno di rallentamento dopo essere aumentati negli ultimi 12 mesi. Al contrario, i canoni medi nel semicentro proseguono la loro diminuzione, calando nell'arco del 2011 del 13%.

Anche a **Roma** il 2011 ha mostrato segnali di rallentamento: gli investimenti immobiliari diretti si sono ridotti di circa un terzo rispetto al 2010; fino a settembre il volume era in linea con quanto osservato nello stesso periodo dell'anno precedente, dopodiché, a causa del generale clima di incertezza e delle difficoltà nel reperire finanziamenti, il mercato è stato essenzialmente fermo. Scarsi sono gli investitori istituzionali, ad esclusione dei fondi immobiliari. Più attivi, invece, gli investitori privati che hanno continuato a chiudere operazioni di compravendita di immobili di dimensioni medio/piccole. I rendimenti sono ancora stabili, anche se l'esiguità dei volumi scambiati potrebbe far presumere che si assista all'inizio del 2012 ad un aumento dei rendimenti. Per quanto riguarda, l'analisi dell'assorbimento per aree, nel 2011 è evidente il peso predominante del Centro e del CBD, che insieme arrivano a sommare il 43% del take-up complessivo. Una tendenza quindi inversa rispetto a quella registrata a Milano. Il volume di sfritto è in aumento e si attesta a circa il 6,2% dello stock. I canoni medi nel Centro e all'Eur sono rimasti sostanzialmente stabili, totalizzando una diminuzione nel corso del 2011 tra il 2 e il 5%. La diminuzione è stata più marcata in periferia e fuori dal GRA dove i canoni medi sono diminuiti complessivamente del 14%.

## Settore retail

Il settore commerciale è sempre quello preferito in Italia dagli operatori istituzionali stranieri. Quasi un miliardo è stato investito nel primo semestre del 2011 in immobili ad uso commerciale in Italia, pressoché analogo allo stesso periodo del 2010.

Il 2011, infatti, si è caratterizzato per la prevalenza del settore commerciale sui trophy asset ad uffici, un'inversione che non avviene solo a livello italiano od europeo, ma a livello globale. Un fenomeno che dovrebbe consolidarsi anche nel nuovo anno. La categoria dei grandi magazzini è stata quella a produrre la maggior parte del volume investito. Ciò è in larga parte dovuto all'operazione di investimento della Rinascente di Piazza Duomo a Milano, che da sola vale buona parte delle transazioni del primo semestre, ma anche da altre operazioni di medie dimensioni.

Anche le high street sono state le grandi protagoniste, come ipotesi di investimento per gruppi di privati, con importi che vanno dai 5 ai 25 ml di euro.

Inferiori al solito invece sono state le operazioni di acquisizione di centri commerciali. In molte regioni italiane la saturazione del mercato degli shopping centre è stata ormai raggiunta e questo, unito al fatto che le prospettive dei consumi delle famiglie italiane non sono (almeno nel breve termine) positive, ha prodotto un "fisiologico" calo dei volumi investiti in centri commerciali. Gli investitori sembrano infatti oggi più interessati ad investimenti con un bassissimo profilo di rischio (come quelli in negozi e grandi magazzini nei centri delle principali città Italiane), oppure preferiscono investire in strutture diverse dal classico centro commerciale che presentano magari un profilo di rischio un po' più elevato, ma anche rendimenti più alti e un più bassa diffusione sul territorio Italiano.



## Settore alberghiero

Nonostante la crisi del debito in Europa e la minaccia di un nuovo periodo di recessione, l'hôtellerie mondiale continua a segnare risultati positivi: il ricavo medio per camera disponibile è stato più elevato nei primi sette mesi del 2011 che nello stesso periodo del 2010 in molte aree del globo. Tuttavia il volume degli investimenti alberghieri nell'area EMEA ha mostrato segnali di rallentamento: dopo un inizio d'anno in ripresa con conseguente rafforzamento della fiducia degli investitori. La seconda parte del 2011 è stata, infatti, caratterizzata da un andamento altalenante a causa dell'incertezza creatasi per il rischio di una nuova contrazione dei mercati, a seguito dei disordini politici e dei disastri naturali occorsi in tale periodo.

In Italia secondo dati Confcommercio l'incidenza del turismo sul prodotto interno lordo è pari a poco più dell'8% . Il turismo si conferma asset strategico per il Paese ed è l'unica industria che, nonostante la difficile congiuntura, continua a produrre ricchezza, sviluppo e occupazione.

Nei primi mesi del 2011 l'Italia ha registrato andamenti in linea con quelli dell'Europa meridionale, sebbene i tassi di incremento per prezzi medi praticati e la redditività alberghiera siano stati più bassi di quelli medi dell'area. Sul fronte dell'occupazione il nostro Paese si posiziona al di sopra della media dell'Europa meridionale ma al di sotto della Spagna. L'Italia deve aumentare la sua capacità di attrazione mediante strategie che facciano sistema e che integrino finanza, buon management, buona architettura ed una maggior penetrazione delle catene alberghiere. Ogni hotel deve ricercare le nicchie di mercato più adatte alla propria localizzazione attraverso la personalizzazione delle propria offerta. Le città d'arte restano le destinazioni top ma anche il turismo business e congressuale ha buoni margini di crescita. Per quanto riguarda i principali indicatori dell'industria alberghiera, secondo dati AICA, da gennaio a fine ottobre 2011 il tasso di occupazione in alcune delle principali province italiane rispetto allo stesso periodo del 2010 ha subito un incremento medio del 5,4% e si attesta intorno al 65,3% contro il 62% del 2010. Anche il ricavo medio per camera si è leggermente incrementato ed è pari a 111,5 euro contro i 108,2 del 2010.

Considerando le performance economiche delle diverse classi di stelle il segmento più positivo, sia in termini di occupazione che di redditività, risulta essere il 4 stelle, seguito rispettivamente dal 3 stelle e 5 stelle che scontano la flessione più marcata sul prezzo medio praticato; la maggior parte delle camere vendute sono localizzate nelle città italiane del nord est e del centro.

## Settore logistico

Dopo una forte crescita nel 2010, l'attività di assorbimento si è stabilizzata nella prima metà del 2011, anche se le tendenze sono differenti a seconda dell'area. In alcuni mercati molti utilizzatori stanno approfittando del periodo di debolezza generale dei canoni di locazione per migliorare la qualità dei propri magazzini, spostandosi su quelli più efficienti e moderni. I canoni "prime" sono diminuiti lievemente, portandosi sul livello di € 55/mq/anno e sono rimasti stabili nelle location secondarie. Il livello di incentivi si mantiene elevato e sta crescendo tra gli utilizzatori la tendenza a chiedere contratti più flessibili con break option anticipate. Nei primi nove mesi dell'anno sono stati registrati circa 110 mln di investimenti, in miglioramento rispetto al 2010, ma negli ultimi mesi si è assistito ad un drastico rallentamento. I rendimenti richiesti dagli investitori tipici del settore, hanno subito un sensibile incremento. Prosegue il calo dei nuovi sviluppi e ciò ha portato ad un'ulteriore contrazione della superficie sfitta, corrispondente ad un tasso di vacancy del 6,5%

Prosegue la tendenza tra gli utilizzatori a locare spazi "fatti su misura" e a locare direttamente i magazzini, con l'obiettivo di ridurre i costi.

## Attività di Gestione del Fondo

Nell'esercizio appena trascorso è proseguita l'ordinaria attività di gestione dei beni immobili facenti parte del Patrimonio del Fondo Invest Real Security.

Sotto il profilo patrimoniale, il valore complessivo del Fondo Invest Real Security al 31 dicembre 2011 ammonta a Euro 133.887.252 e rispetto al 31 dicembre 2010 è diminuito di Euro 4.848.612.

Il Fondo al 31 dicembre 2011 risulta investito in immobili per un ammontare complessivo pari ad Euro 153.000.000. La Società, anche sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, che hanno comportato decrementi nel valore degli immobili per Euro 7.020.817, ha ritenuto opportuno procedere alle dovute svalutazioni per adeguare il valore degli immobili all'andamento di mercato. La valutazione del portafoglio espressa dall'Esperto indipendente del fondo è riportata in appendice al rendiconto.

 7

Gli investimenti immobiliari sono stati realizzati con un ricorso alla leva finanziaria per complessivi 72.000.000 di Euro, il cui valore al 31 dicembre 2011, dopo il rimborso di alcune quote di ammortamento, ammonta ad Euro 20.410.054, corrispondente al 13,34 % del portafoglio immobiliare.

Sotto il profilo reddituale, il margine lordo della gestione caratteristica al 31 dicembre 2011 si attesta ad Euro 12.552, comprensivo dell'effetto di minusvalenze immobiliari nette per Euro 7.020.817, contro un risultato dell'esercizio 2010 di Euro 4.300.460, comprensivo dell'effetto di minusvalenze immobiliari nette per Euro 6.345.505.

Il risultato netto della gestione caratteristica per l'esercizio 2011 è pari a Euro -717.627 rispetto a quello del precedente esercizio di Euro 3.511.327, e sconta l'effetto di oneri finanziari sostenuti per Euro 730.179.

Il risultato di esercizio è negativo e pari ad Euro -3.438.612 contro un risultato positivo al 31 dicembre 2010 di Euro 47.678.

Il valore della quota di Invest Real Security, che al 31 dicembre 2010 era di Euro 2.459,86 al 31 dicembre 2011 è pari a Euro 2.373,89, con un decremento del 2,50% rispetto al valore al 31 dicembre 2010 calcolato al netto del rimborso quote 2011. Il tasso di rendimento è stato calcolato, così come indicato da Assogestioni, con il metodo Dietz Modificato. Nel corso dell'esercizio 2011 si è proceduto ad un rimborso di quote per complessivi Euro 1.410.000.

La Società di Gestione intende proseguire la attività di valorizzazione del portafoglio immobiliare ed è orientata alla ricerca di opportunità di investimento e/o disinvestimento che possano soddisfare i target di rendimento che il fondo si prefigge.

La Società prosegue quindi la propria ricerca secondo criteri di elevata selettività, tenendo conto dei rendimenti offerti dal mercato e concentrando l'attività di analisi su immobili localizzati nei maggiori capoluoghi di provincia.

### **Obiettivi e politiche in materia di gestione del rischio finanziario**

Al fine di minimizzare il rischio connesso alla gestione immobiliare la Società di Gestione ha adottato una struttura di Corporate Governance volta ad assicurare la massima visibilità e trasparenza del processo decisionale. Maggiori informazioni sul modello di Corporate Governance adottato dalla società si possono richiedere direttamente alla società oppure attraverso il sito internet [www.bsg-sgr.com](http://www.bsg-sgr.com).

In tale ambito, gli incarichi assegnati agli esperti indipendenti, i presidi organizzativi e procedurali adottati da Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti medesimi e l'adesione alle linee-guida in materia di valutazione immobiliare emanate da Assogestioni sono illustrate nel Documento di Trasparenza approvato dal Consiglio di Amministrazione del 27 febbraio 2011 e pubblicate sul sito internet della Società, [www.bsg-sgr.com](http://www.bsg-sgr.com), nella sezione Corporate Governance – Documenti Societari.

### **Rischi di mercato**

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

I fattori macroeconomici che maggiormente influenzano i valori immobiliari sono:

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

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

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

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

#### **Rischio di credito**

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

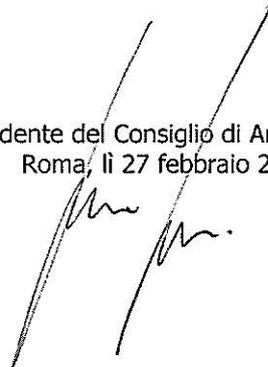
#### **Rischio Tasso d'interesse**

In relazione ai finanziamenti accesi dal Fondo, la società di gestione ha attivato una politica di copertura del rischio finanziario, in particolare per quello che concerne il rischio tasso, mediante contratti di Interest Rate Swap. L'obiettivo di questi contratti è quello di minimizzare il rischio di oscillazione dei tassi attraverso la conversione dei tassi variabili dei contratti di finanziamento con contratti a tassi fisso.

In relazione alle caratteristiche del finanziamento e dell'immobile finanziato viene decisa di volta in volta la strategia di copertura, che può riguardare la copertura parziale del finanziamento sia in termini temporali che di ammontare.

\*\*\*

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione  
Roma, li 27 febbraio 2012



# RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2011

## SITUAZIONE PATRIMONIALE

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31 DICEMBRE 2011				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2011		Situazione al 31/12/2010	
	valore complessivo	in perc. dell'attivo	valore complessivo	in perc. dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>	452.140	0,29	572.140	0,33
A1. Partecipazioni di controllo	452.140	0,29	572.140	0,33
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	153.000.000	97,02	159.400.000	92,35
B1. Immobili dati in locazione	153.000.000	97,02	159.400.000	92,35
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	2.234.000	1,42	1.317.998	0,76
F1. Liquidità disponibile	2.234.000	1,42	1.317.998	0,76
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	2.016.432	1,28	11.309.731	6,55
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate			10.000.000	5,79
G2. Ratei e risconti attivi	48.204	0,03	51.849	0,03
G3. Risparmio d'imposta				
G4.1 Crediti vs clienti	1.628.262	1,03	910.324	0,53
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso				
G4.3 Altre	339.966	0,22	347.558	0,20
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>157.702.572</b>	<b>100,00</b>	<b>172.599.869</b>	<b>100,00</b>

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31 DICEMBRE 2011  
SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2011	Situazione al 31/12/2010
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>20.410.054</b>	<b>31.910.032</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	20.410.054	31.910.032
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>3.405.266</b>	<b>1.953.973</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	2.563.590	1.105.118
M2. Debiti di imposta	11.705	5.480
M3. Ratei e risconti passivi	74.357	135.898
M4. Debiti verso altri		
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	755.614	707.477
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>23.815.320</b>	<b>33.864.005</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>133.887.252</b>	<b>138.735.864</b>
Numero delle quote in circolazione	56.400,00	56.400,00
Valore unitario delle quote	2.373,89	2.459,86
Rimborsi distribuiti per quota	25,00	0,00
Proventi distribuiti per quota	0,00	0,00

## SEZIONE REDDITUALE

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31 DICEMBRE 2011				
SEZIONE REDDITUALE				
	Rendiconto al 31/12/2011		Rendiconto al 31/12/2010	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
A1. PARTECIPAZIONI	-120.000			
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili / perdite da realizzo				
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-120.000			
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili / perdite da realizzo				
A2.3 plusvalenze / minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili / perdite da realizzo				
A3.3 plusvalenze / minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-331.263		-1.005.554	
A4.1 di copertura	-331.263		-1.005.554	
A4.2 non di copertura				
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		<b>-451.263</b>		<b>-1.005.554</b>
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>364.442</b>		<b>5.297.650</b>	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	9.121.545		10.784.993	
B2. Utile/perdite da realizzo			2.662.337	
B3. Plusvalenze/minusvalenze	-7.020.817		-6.345.505	
B4. Oneri per le gestione di beni immobili	-1.468.044		-1.510.338	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Comunale sugli immobili	-268.242		-293.837	
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		<b>364.442</b>		<b>5.297.650</b>
<b>C. CREDITI</b>				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi / decrementi di valore				
<b>Risultato gestione crediti</b>				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. interessi attivi e proventi assimilati				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
E1. proventi				
E2. utili / perdite da realizzo				
E3. plusvalenze / minusvalenze				
<b>Risultato gestione investimenti</b>		<b>-86.821</b>		<b>4.292.096</b>
<b>F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>				
<b>F1. OPERAZIONI DI COPERTURA</b>				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
<b>F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA</b>				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
<b>F3. LIQUIDITA'</b>				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
<b>G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>	<b>99.373</b>		<b>8.364</b>	
G1. Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate	99.373		8.364	
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli				
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>		<b>12.552</b>		<b>4.300.460</b>
<b>H. H. ONERI FINANZIARI</b>	<b>-730.179</b>		<b>-789.133</b>	
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	-687.070		-746.025	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-687.070		-746.025	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. Altri oneri finanziari	-43.109		-43.108	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>-717.627</b>		<b>3.511.327</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>-2.677.766</b>		<b>-3.205.679</b>	
I1. Provvigione di gestione SGR	-2.408.335		-2.496.746	
I2. Commissioni banca depositaria	-68.868		-69.344	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-29.500		-50.000	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-13.824		-11.968	
I5. Altri oneri di gestione	-157.239		-577.621	
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	<b>-43.219</b>		<b>-257.970</b>	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	89.461		85.528	
L2. Altri ricavi	143.950		113.086	
L3. Altri oneri	-276.630		-456.584	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>-3.438.612</b>		<b>47.678</b>
<b>M. IMPOSTE</b>				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.1 Risparmio di imposta				
M3.1 Altre imposte				
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		<b>-3.438.612</b>		<b>47.678</b>

## NOTA INTEGRATIVA

### PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

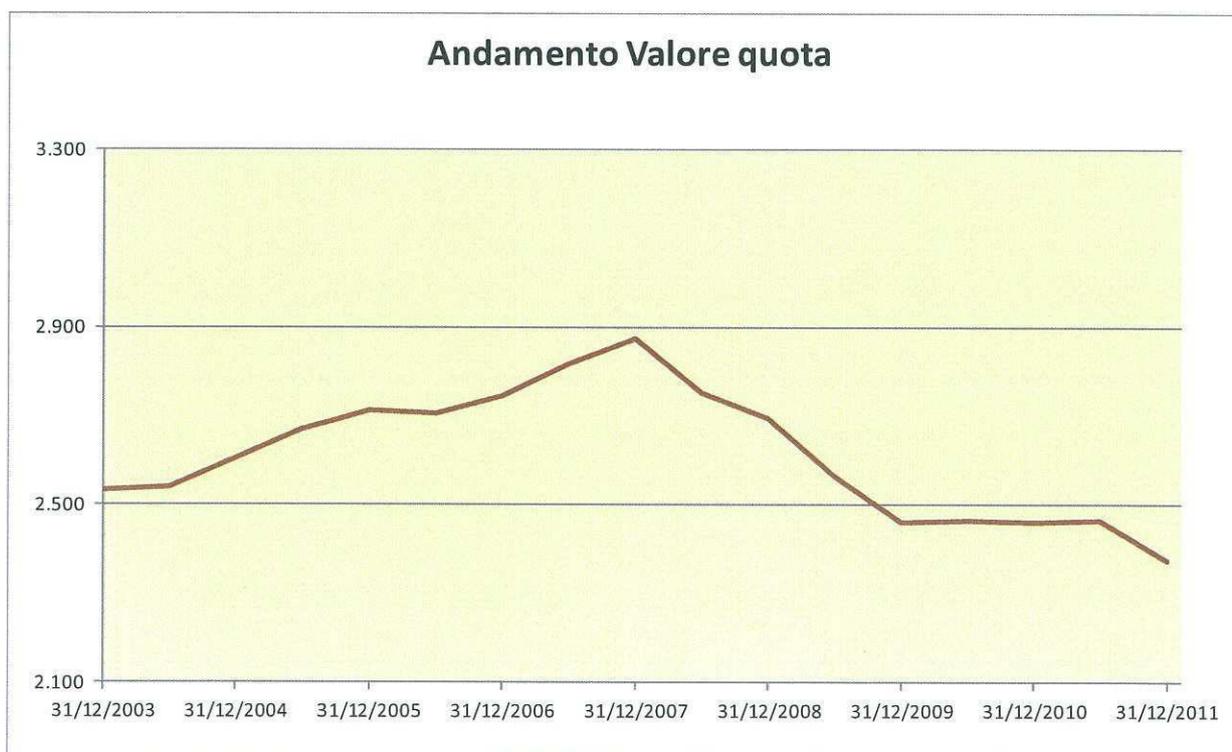
Il Fondo Invest Real Security ha iniziato la propria operatività il 29 settembre 2003 con un valore nominale della quota pari ad Euro 2.500.

Alla data del presente rendiconto, il valore della quota risulta essere pari ad Euro 2.373,89, registrando un decremento di 2,50 % rispetto al valore al 31 dicembre 2010; nella determinazione del rendimento si è tenuto conto del rimborso parziale della quota per Euro 25,00, effettuato in data 17 marzo 2011. Il tasso di rendimento è stato calcolato, così come indicato da Assogestioni, con il metodo Dietz Modificato.

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

Data rendiconto	N° quote	Valore unitario quote	Valore complessivo quote
29/09/2003	56.400	2.500,00	141.000.000
31/12/2003	56.400	2.532,87	142.853.851
31/12/2004	56.400	2.603,63	146.844.548
31/12/2005	56.400	2.712,54	152.987.524
31/12/2006	56.400	2.742,24	154.673.478
31/12/2007	56.400	2.872,60	162.014.676
31/12/2008	56.400	2.695,16	152.006.934
31/12/2009	56.400	2.459,01	138.688.186
31/12/2010	56.400	2.459,86	138.735.864
31/12/2011	56.400	2.373,89	133.887.252

e l'andamento è rappresentato dal grafico sottostante:



Il Fondo nel corso del 2011 ha proseguito l'ordinaria attività di gestione degli immobili.

Al 31 dicembre 2011 il Fondo risulta investito in immobili per una quota pari al 97,02% del totali delle attività.

In base alle valutazioni degli Esperti indipendenti, condivise dal Consiglio di Amministrazione e dal Collegio Sindacale della Società di gestione, il valore corrente degli immobili ammonta globalmente ad Euro 153.000.000, comprensivi di svalutazioni cumulate complessivamente pari a Euro 26.265.244.

I principali eventi che hanno influito sul valore della quota nell'arco del esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 sono stati:

- il risultato della gestione ordinaria degli immobili;
- il risultato negativo di gestione degli strumenti finanziari;
- la svalutazione degli immobili vincolati, secondo quanto indicato nella valutazione redatta dagli esperti indipendenti;
- gli oneri finanziari sostenuti per complessivi Euro 730.179.

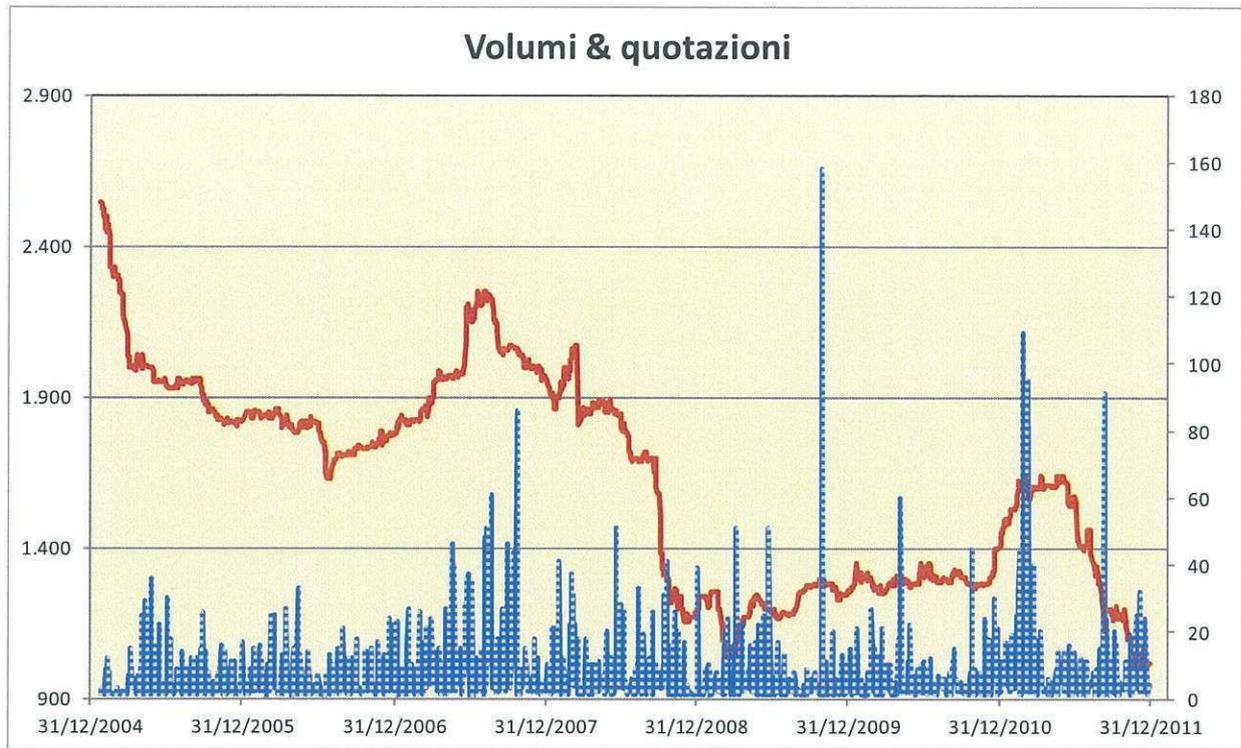
Le quote del Fondo sono negoziate nel mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana a far data dal 24 gennaio 2005.

Le transazioni dell'esercizio 2011 hanno interessato n. 1.929 quote, con una media di 9,59 quote al giorno. La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo pari ad Euro 1.640 il 1 e 6 giugno 2011 e quello minimo di Euro 999 il 2 dicembre 2011.

La quotazione dell'ultimo giorno di Borsa aperta al 30 dicembre 2011 è stata pari ad Euro 1.020.



Di seguito viene rappresentato graficamente l'andamento dei volumi e dei prezzi di collocamento al 31 dicembre 2011:

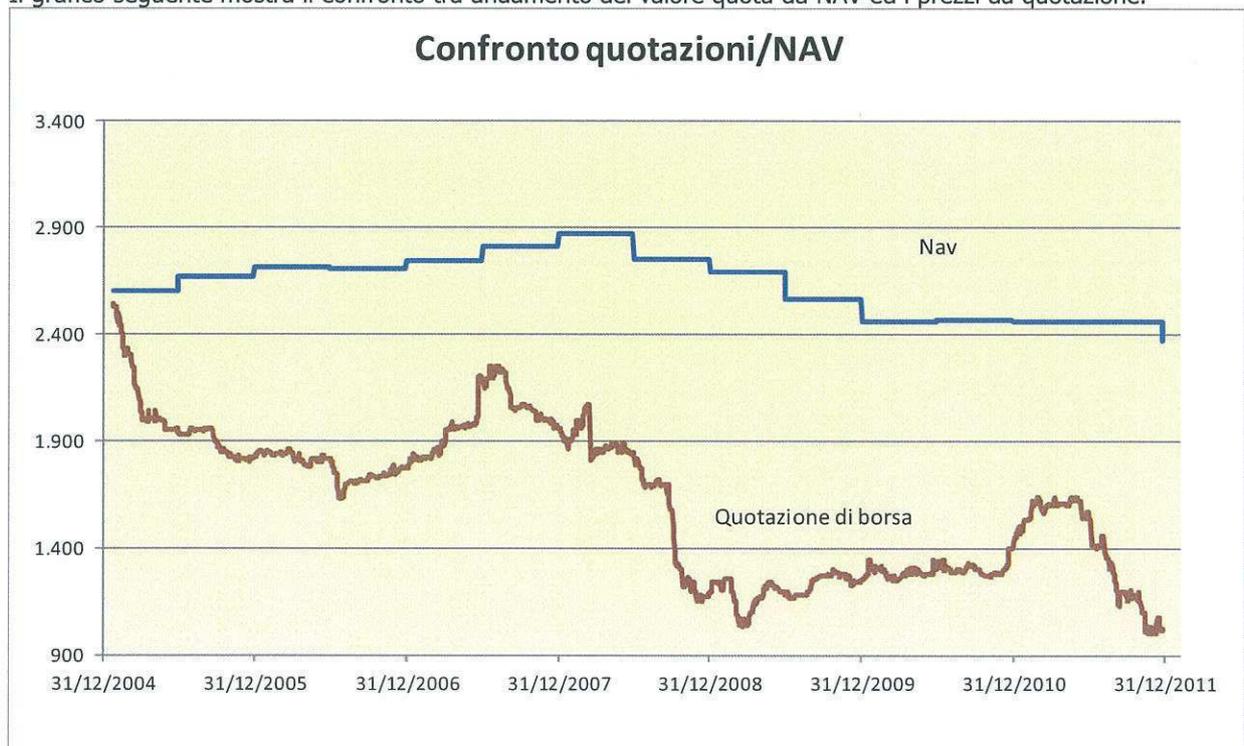


In generale nel mercato quotato dei Fondi immobiliari i prezzi differiscono in misura rilevante rispetto al NAV. Nello specifico a fine anno le quote registravano una quotazione a sconto del 57,03% rispetto al NAV.

I principali fattori penalizzanti sono:

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

Il grafico seguente mostra il confronto tra andamento del valore quota da NAV ed i prezzi da quotazione.



*Handwritten signature or mark.*

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

### Sezione I – Criteri di valutazione

I criteri di valutazione adottati per la redazione del rendiconto di esercizio al 31 dicembre 2011 sono quelli stabiliti dal Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 e successive modifiche, emanato in attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e del Decreto del Ministero del tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 e sono gli stessi adottati nell'ultima valorizzazione del patrimonio del Fondo.

#### **Strumenti finanziari non quotati**

Le partecipazioni detenute in società immobiliari sono state valutate al costo, aumentato degli oneri accessori di diretta imputazione, non ricorrendo le ipotesi previste al Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, paragrafo 2.4.5. del Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, in quanto l'attività prevalente delle società partecipate non consiste nell'investimento in beni immobili.

#### **Immobili**

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

L'esperto indipendente ha valutato, alla data del 31 dicembre 2011, gli immobili vincolati al patrimonio del Fondo con il metodo del Discounted Cash Flow ipotizzando un piano d'interventi di manutenzione e valorizzazione teso alla massimizzazione del valore al momento della vendita. Sia i costi di valorizzazione sia il valore di vendita capitalizzato sono stati attualizzati a tassi che tengono conto della rischiosità relativa al singolo asset. Il risultato di tale processo permette di ottenere un valore attuale per ogni singolo immobile appartenente al Fondo.

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

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

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

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

Così come previsto dal Titolo V, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005, nel caso in cui la SGR si discosti dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunica agli stessi le ragioni.

#### **Crediti e altre attività**

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

#### **Posizione netta di liquidità**

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

#### **Debiti ed altre passività**

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

#### **Ratei e risconti**

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

#### **Costi e ricavi**

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

## Sezione II – Le attività

Le attività del Fondo sono così costituite:

### Strumenti finanziari

#### II.1 Strumenti finanziari non quotati

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

Di tali immobili si fornirà dettaglio nella sezione dedicata.

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
452.140	572.140

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

**Denominazione e sede della società:** Andria Mongolfiera S.r.l. con sede in Andria Contrada Barba D'Angelo

**Attività esercitata dalla società:** titolare rami d'azienda commerciale

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. Prec
1) titoli di capitale con diritto di voto	100	100%	362.140	242.140	362.140
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari (da specificare)					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Ultimo esercizio (31/12/2011)	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	2.003.998	1.195.567	1.115.392
2) partecipazioni	155	155	155
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	1.732.124	801.088	783.524
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	244.174	337.867	331.868
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
° capitale circolante lordo			
° capitale circolante netto			
° capitale fisso netto			
° posizione finanziaria netta			
Dati reddituali	Ultimo esercizio (31/12/2011)	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato	2.763.945	2.835.131	3.214.192
2) margine operativo lordo	(93.470)	(267.371)	(343.411)
3) risultato operativo	(93.470)	(267.371)	(343.411)
4) saldo proventi/oneri finanziari	11.002	5.295	706
5) saldo proventi/oneri straordinari	(4.032)	268.075	369.449
6) risultato prima delle imposte	(86.500)	5.999	26.744
7) utile (perdita) netto	(93.692)	5.999	26.744
8) ammortamenti dell'esercizio	(179.954)	(118.628)	(124.260)

In considerazione dei ricorrenti risultati operativi negativi della società, si è ritenuto di considerare la riduzione del patrimonio netto della partecipata come una perdita durevole di valore, allineando sostanzialmente il valore della partecipazione a quello di patrimonio netto della società.

**Denominazione e sede della società:** Minganti S.r.l. con sede in Bologna via della Liberazione n.15

**Attività esercitata dalla società:** titolare rami d'azienda commerciale

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

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

B) Dati di bilancio dell'emittente

VB

<b>Dati patrimoniali</b>	<b>Ultimo esercizio (31/12/2011)</b>	<b>Esercizio precedente</b>	<b>Secondo esercizio precedente</b>
1) totale attività	891.422	602.792	829.893
2) partecipazioni		-	-
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	663.769	331.951	559.147
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	227.414	270.089	270.746
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
° capitale circolante lordo			
° capitale circolante netto			
° capitale fisso netto			
° posizione finanziaria netta			
<b>Dati reddituali</b>	<b>Ultimo esercizio (31/12/2011)</b>	<b>Esercizio precedente</b>	<b>Secondo esercizio precedente</b>
1) fatturato	586.174	645.749	804.049
2) margine operativo lordo	(42.132)	(222.709)	(1.082.063)
3) risultato operativo	(42.132)	(222.709)	(1.082.063)
4) saldo proventi/oneri finanziari	(107)	2.161	(2.391)
5) saldo proventi/oneri straordinari	3.265	219.891	1.030.637
6) risultato prima delle imposte	(38.974)	(657)	(53.817)
7) utile (perdita) netto	(42.675)	(657)	(53.817)
8) ammortamenti dell'esercizio	(80.083)	(144.111)	(48.871)

#### C) Criteri e parametri di valutazione

Le partecipazioni detenute in società immobiliari sono state valutate al costo, aumentato degli oneri accessori di diretta imputazione, non ricorrendo le ipotesi previste al Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, paragrafo 2.4.5. del Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, in quanto l'attività prevalente delle società partecipate non consiste nell'investimento in beni immobili.

#### 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 Minganti e pertanto non detengono al momento immobili né diritti reali immobiliari.

#### E) Descrizione delle operazioni

L'operatività delle società sopraindicate è funzionale alla gestione delle licenze dei due centri commerciali in Andria e Bologna. La loro attività tipica è, pertanto, strumentale alla gestione dei due centri e il loro conto economico esprime costi e ricavi tipici di questa attività.

#### F) Altre informazioni

Non si segnalano informazioni relativamente a questo aspetto.

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

VB

## II.2 Strumenti finanziari quotati

Il fondo non detiene strumenti finanziari quotati.

## II.3 Strumenti finanziari derivati

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

## II.4. Beni immobili e diritti reali immobiliari

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
153.000.000	159.400.000

Il saldo al 31 dicembre 2011 si riferisce a:

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

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

Descrizione	Importo
Valore di acquisto originario	174.547.860
Valutazioni	-26.265.244
Spese accessorie di acquisto	1.597.253
Capitalizzazioni	2.879.963
Imposte su acquisto immobili	240.168
<b>Totale</b>	<b>153.000.000</b>

Sull'importo totale in bilancio hanno inciso, per un totale di Euro 26.265.244, le svalutazioni cumulate iscritte in seguito alle valutazioni effettuate.

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

## ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO

N	Descrizione e ubicazione		Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico (€)	Ipotecche (€)	Altre info
						Canone per m2	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
Emilia Romagna												
1	BOLOGNA	212-A11 VIA DELLA LIBERAZIONE 15	COMMERCIALE	28/06/1905	14.021					51.635.871	4.853.816	
					386	556	Affitto	25/03/2012	Impr. Comm.le			
					2.840	158	Affitto	31/03/2018	Impr. Comm.le			
					73	418	Affitto	25/03/2012	Impr. Comm.le			
					83	418	Affitto	25/03/2012	Impr. Comm.le			
					0		Affitto	01/06/2015	Impr. Comm.le			
					4.146	109	Affitto	01/06/2015	Impr. Comm.le			
6.429	110	Affitto	31/12/2015	Impr. Comm.le								
Lombardia												
2	MILANO	212-A01 VIA BROLETTO 16	UFFICI	1961/1968	8.174					37.469.973	9.233.072	Vinc. L. 1089/39
					82	561	Affitto	31/03/2017	Impr. Comm.le			
					224	437	Affitto	30/09/2017	Impr. Comm.le			
					118	670	Affitto	30/09/2017	Regione			
7.750	329	Affitto	24/11/2015	Impr. Comm.le								
3	CINISELLO BALSAMO	212-A10 VIALE FULVIO TESTI 124	UFFICI	12/06/1905	5.007					7.610.622		
					1.132	143	Affitto	31/12/2014	Impr. Ind.le			
					401	153	Affitto	31/07/2016	Impr. Ind.le			
					667	132	Affitto	14/02/2014	Impr. Ind.le			
					652	124	Affitto	31/08/2014	Impr. Ind.le			
Piemonte												
4	TORINO	212-A08 VIA C. MAROCHETTI 11	UFFICI	21/05/1905	19.827	80	Affitto	19/06/2014	Impr. Comm.le	18.012.822		
Puglia												
5	ANDRIA	212-A12 CONTRADA BARBA D'ANGELO	COMMERCIALE	21/06/1905	12.184					52.166.855	6.323.166	
					38	262	Affitto	31/03/2012	Impr. Comm.le			
					12.146	230	Affitto	15/02/2012	Impr. Comm.le			
6	RUTIGLIANO	212-A13 Via Adelfia snc	LOGISTICA	29/06/1905	12.706					12.369.101		Non locato
<b>Totale</b>										<b>179.265.244</b>	<b>20.410.054</b>	

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

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

## INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITÀ DEI BENI IMMOBILI DETENUTI DAL FONDO

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a) canone annuo	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (c=a+b)	% sull'importo totale canoni
Fino a 1 anno	41.900.430	3.075.917		3.075.917	32,56%
Da oltre 1 a 3 anni	24.429.376	1.914.569		1.914.569	20,27%
Da oltre 3 a 5 anni	67.573.781	3.773.551		3.773.551	39,94%
Da oltre 5 a 7 anni	8.924.770	682.975		682.975	7,23%
Da oltre 7 a 9 anni	-	-		-	0,00%
<b>A) Totale beni immobili locati</b>	<b>142.828.357</b>	<b>9.447.012</b>		<b>9.447.012</b>	<b>100,00%</b>
<b>B) Totale beni immobili non locati</b>	<b>10.171.643</b>	-			

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

Alla data del 31 dicembre 2011, risultano non locate:

- immobile sito in Rutigliano – Via Adelfia snc
- porzione dell'immobile sito in Cinisello Balsamo – Via Fulvio Testi, 124

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

Cespiti disinvestiti	Quantità (mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Modena - Via Allegri	1.677	10-dic-04	2.906.712	3.380.000	26-giu-07	3.675.375	0	0	768.663
Trezzo sull'Adda (MI) - Via Giuseppe Mazzini	1.477	10-dic-04	2.355.439	2.940.000	26-giu-07	3.206.500	0	0	851.061
Milano - Via Minerbi	835	10-dic-04	1.904.397	2.010.000	26-giu-07	2.178.000	0	0	273.603
Milano - Via Val di Sole	681	10-dic-04	1.152.662	1.390.000	26-giu-07	1.512.500	0	0	359.838
Nembro (BG) - Via Roma	1.962	10-dic-04	2.905.712	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
			<b>21.725.924</b>	<b>26.020.000</b>		<b>29.897.337</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8.171.413</b>

### II.5. Crediti

Non sono iscritti crediti in bilancio.

### II.6. Depositi bancari

Non sono presenti in bilancio voci rientranti in questa categoria.

### II.7. Altri beni

La voce non è valorizzata in bilancio.

### II.8. Posizione netta di liquidità

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
2.234.000	1.317.998

La voce, interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile", è relativa al conto corrente del patrimonio di Invest Real Security acceso presso Iccrea Banca S.p.A. quale banca depositaria del Fondo.

## II.9. Altre attività

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
2.016.432	11.309.731

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata:

Voce	Descrizione	Importo
G2	Ratei e risconti attivi	48.204
G4.1	Crediti verso clienti	1.628.262
G4.3	Altre	339.966
	<i>Spese su mutuo</i>	<i>66.217</i>
	<i>Dep. Cauz. Acea Electrabel</i>	<i>4.928</i>
	<i>Depositi cauzionali fornitori</i>	<i>1.000</i>
	<i>Crediti per commissioni SGR</i>	<i>90.858</i>
	<i>C/cambiali BCC 2255</i>	<i>95.893</i>
	<i>Erario c/IVA</i>	<i>81.070</i>
	<b>TOTALE</b>	<b>2.016.432</b>

Nella voce G2 sono presenti ratei per Euro 8.811 relativi principalmente a contratti di locazione, e risconti per Euro 39.393 relativi a imposte di registro sui contratti di locazione.

I crediti verso clienti sono dettagliati nel modo seguente:

Descrizione	Importo
Crediti verso clienti	2.851.086
Crediti per fatture da emettere	
- canoni attivi	1.368
- oneri accessori	101
Note di credito da emettere oneri accessori	-8.195
Note di credito da emettere canoni attivi	-610.224
Fondo svalutazione crediti	-605.874
<b>Totale</b>	<b>1.628.262</b>

Le note di credito su canoni attivi si riferiscono ad adeguamenti canoni derivanti da sopravvenuti accordi contrattuali con i conduttori dei centri commerciali di proprietà del fondo.

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

La variazione del fondo svalutazione crediti è imputabile principalmente alla rettifica in diminuzione di quanto imputato al locatario P.E.M. Import Export S.r.l., e all'accantonamento effettuato nel corso dell'anno per i locatari Swisslog Italia S.p.a. e Hair De Luxe.

## Sezione III – Le passività

### III.H. Finanziamenti ricevuti

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
20.410.054	31.910.032

La voce, relativa al saldo residuo in conto capitale, è interamente allocata nella sottovoce H1. "Finanziamenti ipotecari", iscritta a seguito dell'erogazione dei finanziamenti da parte degli Istituti bancari Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (per Euro 27.000.000), Popolare di Milano (per Euro 29.000.000) e Banca Iccrea S.p.A. (per Euro 16.000.000), ed è correlata agli acquisti effettuati nell'esercizio 2006 degli immobili rispettivamente siti ad Andria ed a Bologna e all'acquisto dell'immobile a Milano in via Broletto; contestualmente ai mutui è stata iscritta ipoteca sugli immobili a favore dei creditori.

Di seguito sono riportate le condizioni applicate su tali finanziamenti.

- a) mutuo ipotecario concesso dalla Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. di Euro 27 milioni  
stipulato in data 16 febbraio 2006  
scadenza 10 aprile 2013  
indicizzato al tasso Euribor a 6 mesi più 0,50% di spread.
- b) mutuo ipotecario concesso dalla Banca Popolare di Milano di Euro 29 milioni  
stipulato in data 31 marzo 2006  
scadenza 31 dicembre 2012  
indicizzato al tasso Euribor a 3 mesi relativo al mese solare precedente quello di applicazione più 0,55% di spread.
- c) mutuo ipotecario concesso da Banca Iccrea S.p.A./BCC di Roma di Euro 8 milioni  
stipulato in data 23 dicembre 2008  
scadenza 31 dicembre 2013  
indicizzato al tasso Euribor 6 mesi/base 360 più 1,40% spread
- d) mutuo ipotecario concesso da Banca Iccrea S.p.A./BCC di Roma di Euro 8 milioni  
stipulato in data 8 ottobre 2009  
scadenza 31 dicembre 2013  
indicizzato al tasso Euribor 6 mesi/base 365 più 2,00% spread

A copertura del rischio oscillazione tasso sono stati stipulati i seguenti quattro contratti di swap, di cui i primi due scaduti nel corso dell'esercizio 2011, come meglio precisato alla sezione V – Altri dati patrimoniali. Tali contratti di copertura sono allineati con il piano d'ammortamento dei finanziamenti sottostanti e sono stati stipulati alle sottoelencate rispettive condizioni.

- a) Interest rate swap plain vanilla  
Durata 5 anni  
Scadenza: 10 aprile 2011  
Fondo paga: tasso fisso 3,915%  
Banca Popolare di Novara paga: tasso variabile Euribor a 6 mesi  
Frequenza e base: Semestrale, act/360
- b) Interest rate swap plain vanilla  
Durata 5 anni  
Scadenza: 30 giugno 2011  
Fondo paga: tasso fisso 3,93%  
Banca Popolare di Novara paga: tasso variabile Euribor a 6 mesi  
Frequenza e base: Semestrale, base act/360
- c) Interest rate swap plain vanilla  
Durata 4,5 anni  
Scadenza: 31 dicembre 2013  
Fondo paga: tasso fisso 2,4175%  
Iccrea Banca SpA paga: tasso variabile Euribor a 6 mesi  
Frequenza e base: Semestrale, base act/365

- d) Interest rate swap plain vanilla  
 Durata 4 anni  
 Scadenza: 31 dicembre 2013  
 Fondo paga: tasso fisso 2,510%  
 Banca Popolare di Verona S.p.A. paga: tasso variabile Euribor a 6 mesi  
 Frequenza e base: Semestrale, base act/365

### III.M. Altre passività

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
3.405.266	1.953.973

La voce si compone delle seguenti sottovoci:

#### M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
2.563.590	1.105.118

Si fornisce di seguito la composizione:

Descrizione	Importo
Debiti verso fornitori	317.861
Fatture da ricevere	275.015
Ritenute a garanzia sui SAL	124.729
Debiti per commissioni	1.845.985
<b>Totale</b>	<b>2.563.590</b>

Le fatture da ricevere sono così composte:

Descrizione	Importo
Spese di funzionamento	41.152
Manutenzione ed esercizio ordinari	617
Manutenzione ed esercizio straordinari	90.731
Spese per servizi	2.379
Capex fabbricati	98.357
Prestazioni e consulenze	650
Esperti indipendenti	14.500
Revisione	6.759
Spese di commercializzazione	7.370
Specialist Borsa	12.500
<b>Totale</b>	<b>275.015</b>

#### M2. Debiti di imposta

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
11.705	5.480

La voce esposta si riferisce all'IVA differita ed alle ritenute d'acconto sui redditi di lavoro autonomo regolarmente pagate alle scadenze di legge.

### M3. Ratei e risconti passivi

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
74.357	135.898

La voce iscritta in bilancio è relativa a ratei per Euro 42.801 relativi principalmente a interessi passivi sui mutui ipotecari e risconti per Euro 31.556 per fatture emesse per canoni di locazione, ma di competenza dell'esercizio successivo.

### M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2011
755.614	707.477

I debiti sono relativi ai depositi cauzionali versati dai locatari per Euro 744.263, oltre gli interessi da riconoscere agli stessi, per Euro 11.351.



## Sezione IV – Il valore complessivo netto

### PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (29 SETTEMBRE 2003) FINO AL 31 DICEMBRE 2011

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31 dicembre 2011, è risultato pari ad Euro 133.887.252 che corrisponde ad un valore pro-quota di Euro 2.373,89

Tale valore si scompone nelle voci riportate nella seguente tabella:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	141.000.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	141.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-120.000	-0,09%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	1.945.172	1,38%
B. Risultato complessivo gestione immobili	48.255.070	34,22%
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	-9.860.445	-6,99%
I. Oneri di gestione complessivi	-24.110.120	-17,10%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	-722.773	-0,51%
M. Imposte complessive	-178.791	-0,13%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	-1.410.000	
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-21.695.952	-15,39%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE		
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2011	133.887.252	94,96%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	1,42%	

## Sezione V – Altri dati patrimoniali

- 1) Il Fondo ha in essere, al 31 dicembre 2011, due contratti di swap su tassi d'interesse con finalità di copertura ai fini dei rischi di volatilità dei tassi passivi applicati sui mutui ipotecari.

	Ammontare dell'impegno	
	Valore assoluto	% del Valore Complessivo Netto
<b>Operazioni su tassi di interesse:</b>		
- Future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili		
- Opzioni su tassi e altri contratti simili		
- Swap e altri contratti simili	9.306.432	6,95%
<b>Operazioni su tassi di cambio:</b>		
- Future su valute e altri contratti simili		
- Opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili		
- Swap e altri contratti simili		
<b>Operazioni su titoli di capitale:</b>		
- Future su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili		
- Opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili		
- Swap e altri contratti simili		
<b>Altre operazioni:</b>		
- Future e contratti simili		
- Opzioni e contratti simili		
- Swap e contratti simili		

Il valore di mercato degli strumenti, al 31 dicembre 2011 è pari a Euro -161.618.

- 2) In bilancio sono iscritte attività nei confronti delle società partecipate Andria Mongolfiera Srl per Euro 1.385.629 e Minganti Srl per Euro 647.297 relativamente a fatture di affitti. Inoltre, sono iscritte in bilancio passività nei confronti di Beni Stabili Gestioni S.p.A. – Società di Gestione del Risparmio per Euro 1.845.985.
- 3) Il Fondo non detiene attività e/o passività denominate in valute diverse dall'euro o beni immobili situati in paesi diversi dall'U.E.M..
- 4) Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.
- 5) Si fornisce di seguito l'ammontare delle garanzie ricevute:

Saldo al 31/12/2011	Saldo al 31/12/2010
1.280.235	1.230.253

Trattasi di fidejussioni rilasciate da alcuni locatari.

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

## PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

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

Nel corso dell'esercizio il Fondo ha proceduto alla svalutazione della partecipazione in Andria Mongolfiera

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/ Minus valenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
<b>A. Partecipazioni in società non quotate:</b>				
1. Di controllo			-120.000	
2. Non di controllo				
<b>B. Strumenti finanziari non quotati</b>				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR				
<b>C. Strumenti finanziari quotati</b>				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di OICR				

Il fondo ha disinvestito il portafoglio mobiliare nel corso dell'esercizio 2006. Quindi nell'esercizio appena concluso non risultano iscritti in bilancio eventuali partite economiche relative alla gestione di titoli.

Come già indicato precedentemente, il Fondo ha stipulato quattro contratti di swap, di cui due scaduti nel corso del 2011, su tassi d'interesse con finalità di copertura ai fini dei rischi di volatilità dei tassi passivi applicati sui mutui ipotecari; l'operazione ha portato all'iscrizione di un costo.

Risultato degli strumenti finanziari derivati				
	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)	
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
<b>Operazioni su tassi di interesse:</b>				
Future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili				
Opzioni su tassi e altri contratti simili				
Swap e altri contratti simili	-331.263			
<b>Operazioni su titoli di capitale:</b>				
Future su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili				
Opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili				
Swap e altri contratti simili				
<b>Altre operazioni:</b>				
Future				
Opzioni				
Swap				

## Sezione II – Beni immobili

Di seguito viene dettagliato il risultato economico positivo dell'esercizio per i beni immobili che ammonta ad Euro 364.442.

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili					
	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
1. PROVENTI					
1.1 Canoni di locazione non finanziaria		9.121.545			
1.2 Canoni di locazione finanziaria					
1.3 Altri proventi					
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 Beni Immobili		0			
2.2 Diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 Beni Immobili		-7.020.817			
3.2 Diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI (anche ICI)		-1.736.286			
5. AMMORTAMENTI					

Gli oneri per la gestione di beni immobili includono l'imposta comunale sugli immobili, pari a Euro 268.242.

## Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

## Sezione IV – Depositi bancari

Il Fondo non ha investito in depositi bancari.

## Sezione V – Altri beni

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

## Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

La voce Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate ammonta ad Euro 99.373 ed è riferita ad interessi attivi su c/deposito vincolato.

La voce interessi passivi su finanziamenti ricevuti è pari ad Euro 687.070.

La voce Altri oneri finanziari, esposta in bilancio per un totale pari ad Euro 43.109, è relativa alle spese e commissioni accessorie collegate ai mutui.

## Sezione VII – Oneri di gestione

### VII.1 Costi sostenuti nel periodo

#### Commissione di gestione

La commissione di gestione SGR è pari all'1,8 per cento annuo, 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. Detto compenso viene prelevato dalle disponibilità del Fondo, con cadenza trimestrale, il primo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

#### Compenso spettante alla banca depositaria

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

#### Compenso spettante agli esperti indipendenti

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

#### Spese per la revisione contabile del Fondo

Il valore esposto si riferisce alla spese per la revisione contabile del Fondo effettuata dalla società di revisione.

#### Oneri per la gestione degli immobili

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

Descrizione	Importo
Spese condominiali	423.898
Spese di funzionamento	153.407
Manutenzioni	741.372
Assicurazioni	32.160
Imposte e tasse diverse	7.836
Imposta di registro	98.317
Interessi su depositi cauzionali	11.055
Imposta ICI	268.242
<b>Totale</b>	<b>1.736.287</b>

#### Altri oneri gravanti sul Fondo

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

Descrizione	Importo
Altre prestazioni	4.873
Borsa Italiana	15.120
Specialist Borsa	25.000
Altre spese	11.970
Oneri bancari	984
Contributi Consob	4.542
Svalutazione clienti e perdite su crediti	76.817
<b>Totale</b>	<b>139.306</b>

B

### VII.2 Provvigioni di incentivo

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

## Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto:

<b>Voce</b>	<b>Descrizione</b>	<b>Importo</b>
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	89.461
L2.	Altri ricavi	
	- Sopravvenienze attive	141.979
	- Proventi finanziari diversi	1.973
L3.	Altri oneri	
	- Sopravvenienze passive	-276.630
	<b>Totale</b>	<b>-43.219</b>

Le sopravvenienze attive sono relative principalmente allo storno di costi accantonati nei precedenti esercizi. Le sopravvenienze passive invece si riferiscono a costi di competenza di precedenti esercizi.

## Sezione IX – Imposte

Tale voce non risulta movimentata.

Si ricorda che 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 il regime di tassazione dei Fondi comuni di investimento immobiliare ai fini delle imposte sui redditi. Tale disposizione prevede che i fondi immobiliari non siano soggetti alle imposte sui redditi IRES e all'imposta regionale sulle attività produttive IRAP.

Con il D.L. n. 70 del 13 maggio 2011, convertito dalla Legge 106/2011, il legislatore è nuovamente intervenuto a regolare l'operatività dei fondi comuni di investimento modificando la fiscalità dei proventi realizzati dai partecipanti.

Ai sensi del comma 3 dell'art. 32 del D.L. 78/2010, così come chiarito dalla circolare A.d.E. 2E/2012, l'intero regime fiscale previsto dal D.L. n. 351/2001 sopra citato si applica, in ogni caso, ai fondi partecipati esclusivamente da investitori "istituzionali" ovvero **fondi immobiliari partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti soggetti:**

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

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

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

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

A tale proposito si precisa che ai sensi dell'art. 32, comma 7 bis del D.L. 78/2010, il previgente regime di esenzione, applicabile a tutti i proventi percepiti da soggetti residenti in paesi c.d. white list, continua ad essere ancora valido con riferimento alle distribuzioni di proventi riferiti a periodi di attività dei fondi chiusi fino al 31 dicembre 2009.

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

Inoltre, sempre con riferimento agli investitori "non istituzionali", **sia residenti che non residenti**, la norma prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5% del valore medio delle quote risultante dalla relazione semestrale e dal rendiconto annuale redatti nel periodo di imposta 2010. Tale imposizione colpisce soltanto i soggetti diversi da quelli indicati nel citato comma 3 che possiedono quote in misura superiore al 5% e produce l'effetto di rivalutare il costo o il valore di acquisto delle quote del fondo.

L'imposta è versata dal partecipante con le modalità e nei termini previsti per il versamento a saldo delle imposte risultanti dalla dichiarazione dei redditi relativa al periodo di imposta 2011. In alternativa il partecipante può delegare la SGR o l'intermediario depositario delle quote al pagamento di tale imposta sostitutiva in due rate di pari importo, rispettivamente entro il 16 gennaio 2012 e il 16 giugno 2012. A tal fine il partecipante è tenuto a fornire la provvista o in alternativa la SGR può effettuare la liquidazione parziale della quota per l'ammontare necessario al versamento dell'imposta.

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

La norma ha anche previsto che la SGR, previa deliberazione dell'assemblea dei partecipanti, poteva deliberare entro il 31 dicembre 2011 lo scioglimento di quei fondi che, alla data del 31 dicembre 2010, presentavano un assetto partecipativo diverso da quello previsto per i fondi "istituzionali" e nei quali almeno un partecipante deteneva quote per una percentuale superiore al 5%. Nel caso in cui sia stata deliberata la liquidazione è dovuta un'imposta sostitutiva di ammontare pari al 7% del valore netto del fondo risultante dal rendiconto redatto alla data del 31 dicembre 2010 e un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP nella misura del 7% sui risultati conseguiti dal 1° gennaio 2011 e fino alla fine della liquidazione.



## PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

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

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

Per quanto concerne la copertura del rischio di tasso la SGR ha concluso con Banca Popolare di Novara, Banca Popolare di Verona e Banca Iccrea S.p.A. quattro contratti interest rate swap i cui dati principali sono riportati nella sezione V – Altri dati patrimoniali. Nel corso del 2011 sono scadute le coperture stipulate con Banca Popolare di Novara, Banca Popolare di Verona.

In allegato al rendiconto sono forniti i seguenti documenti:

- **Allegato 1:** relazione sul valore di mercato dei beni immobili vincolati al Fondo Invest Real Security alla data del 31 dicembre 2011 redatta dall'esperto indipendente DTZ Italia S.p.A..
- **Allegato 2:** relazione della società di revisione Mazars S.p.A..

