

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2015 DEL

# **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 LUGLIO 2015

---

**INDICE**

<b>ORGANI SOCIALI</b>	<b>3</b>
<b>INFORMAZIONI GENERALI</b>	<b>4</b>
<b>DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO</b>	<b>5</b>
<b>NOTA ILLUSTRATIVA</b>	<b>6</b>
<b>1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO</b>	<b>6</b>
1.1. Quadro macroeconomico .....	6
1.2. Andamento del mercato immobiliare.....	8
1.3. Mercato dei fondi immobiliari .....	10
1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali .....	11
<b>2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO</b>	<b>14</b>
2.1. Linee strategiche della gestione del fondo .....	14
2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo .....	15
2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare.....	17
<b>2.4. Andamento della gestione del fondo</b>	<b>19</b>
2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi .....	19
2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni .....	19
2.4.3. Andamento del valore della Quota .....	20
2.4.4. Risultato di periodo .....	23
2.4.5. Finanziamenti, Derivati e liquidità del fondo .....	24
2.4.6. Governance del Fondo .....	24
<b>3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE</b>	<b>24</b>
<b>4. OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI</b>	<b>24</b>
<b>5. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR</b>	<b>25</b>
<b>6. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2015</b>	<b>25</b>
<b>7. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE</b>	<b>25</b>
<i>Situazione Patrimoniale</i>	<b>27</b>
<i>Sezione Reddituale</i>	<b>29</b>
<b>RELAZIONI</b>	<b>31</b>

---

**ORGANI SOCIALI****CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

---

<i>Presidente</i>	Aldo Mazzocco
<i>Vice Presidente</i>	Carlo Cerami
<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 &amp;Young S.p.A.

---

## INFORMAZIONI GENERALI

Il presente documento, redatto in osservanza al principio di chiarezza e precisione, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria al 30 giugno 2015 e l'andamento economico del periodo chiuso a tale data del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso Invest Real Security (di seguito "IRS"), 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, del 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) Nota Illustrativa
- 2) Situazione Patrimoniale
- 3) Sezione Reddittuale

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 art. 103-107.

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

## DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

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

<b>Tipologia</b>	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
<b>Data avvio operatività del Fondo</b>	29/09/2003
<b>Scadenza del Fondo</b>	31 dicembre 2016 - periodo di grazia di 3 anni dal 31 dicembre 2013
<b>Tipologia patrimonio immobiliare</b>	Immobili con varia destinazione, prevalentemente di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
<b>Banca Depositaria</b>	Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A. (I.C.P.B.I. S.p.A.)
<b>Esperto Indipendente</b>	DTZ Italia S.p.A.
<b>Società di revisione</b>	Reconta Ernst & Young S.p.A.
<b>Fiscalità</b>	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
<b>Valore del Fondo al collocamento</b>	Euro 141.000.000
<b>Numero di quote collocate</b>	56.400
<b>Valore nominale originario delle quote</b>	Euro 2.500
<b>Valore nominale residuo (1) delle quote al 30 giugno 2015</b>	Euro 2.475
<b>Valore complessivo netto del Fondo al 30 giugno 2015</b>	Euro 94.371.844
<b>Valore unitario delle quote al 30 giugno 2015</b>	Euro 1.673,260
<b>Valore di mercato degli immobili al 30 giugno 2015</b>	Euro 108.700.000
<b>Quotazione</b>	MIV, Segmento Fondi Chiusi, Borsa Italiana

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

## NOTA ILLUSTRATIVA

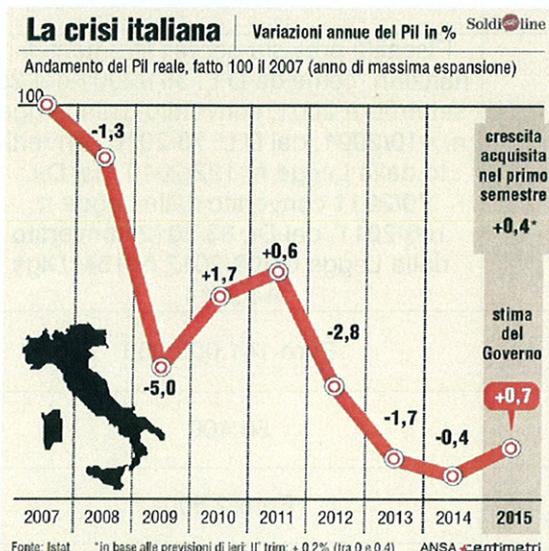
### 1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

#### 1.1. Quadro macroeconomico

Dopo una crisi molto grave e prolungata, nell'ultimo trimestre del 2014 l'economia italiana mostra concreti segnali di uscita dalla recessione. La favorevole evoluzione del contesto macroeconomico sta spingendo le principali organizzazioni internazionali a rivedere al rialzo le stime di crescita per l'Area dell'Euro e per l'Italia; abbiamo a disposizione una speciale finestra di opportunità per riprendere a crescere ad un ritmo sostenuto e porre il rapporto tra debito e PIL su un sentiero discendente.

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 consentirà 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 risulterà rafforzata, gli investimenti ed il consumo supportati.

Al contempo, la divergenza dei cicli economici tra le diverse aree valutarie si è associata a un forte deprezzamento dell'euro: la maggiore competitività delle aziende europee sui mercati globali sosterrà la domanda di esportazioni e la dinamica dei prezzi interni.



Riflettendo la favorevole evoluzione del quadro macroeconomico, la crescita dovrebbe rafforzarsi gradualmente in Europa e in Italia, favorendo il servizio e la dinamica del debito. La ripresa nell'area resta tuttavia diseguale ed esposta a numerosi rischi. Le tensioni geopolitiche, l'evoluzione della crisi in Grecia, la decelerazione delle economie emergenti costituiscono forti elementi d'incertezza.

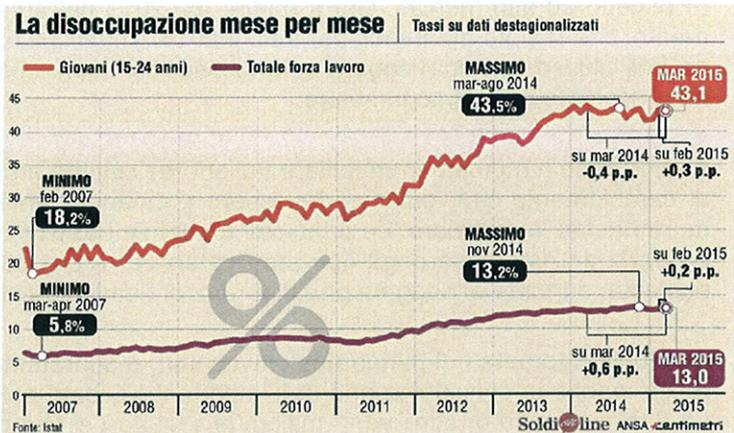
Anche in l'Italia, dopo un 2014 ancora non positivo, **dai primi mesi del 2015 arrivano incoraggianti segnali di ripresa economica**. Lo certifica l'Istat nel Rapporto annuale 2015 di fine maggio 2015. Dopo la forte contrazione del 2012 e 2013 (rispettivamente del 2,8% e dell'1,7%), il **PIL** italiano in volume ha segnato nel 2014 una ulteriore riduzione, seppure di entità decisamente più contenuta (-0,4%); il livello è sceso al di sotto di quello registrato nel 2000. L'andamento dell'attività economica è risultato negativo per i primi tre trimestri e ha segnato una variazione congiunturale nulla nel quarto". Nel primo trimestre 2015, invece, il Pil ha registrato un primo aumento congiunturale (+0,3%) dopo cinque trimestri di variazioni negative o nulle. Il prodotto interno lordo risulta invariato su base tendenziale, mentre la crescita acquisita per il 2015 è pari al +0,2%.

La **discesa dell'inflazione** ha contribuito al **lieve recupero dei consumi delle famiglie** nel 2014 (+0,3%), dopo il marcato calo degli ultimi 2 anni, che dovrebbero consolidare una moderata ripresa nel 2015. L'indice del clima di fiducia dei consumatori è aumentato nei primi mesi del 2015, con un leggero indebolimento ad aprile ed il rafforzamento del *sentiment* dei consumatori potrebbe preludere a un moderato miglioramento della spesa per consumi.

Ad inizio 2015 l'andamento dell'**export** ha beneficiato del deprezzamento del cambio. Nel primo trimestre la crescita delle vendite all'estero (+1,2% rispetto all'ultimo del 2014) è stata, infatti, particolarmente sostenuta verso i mercati extra Ue (+2,9%), a fronte di un lieve calo (-0,2%) verso l'area Ue.

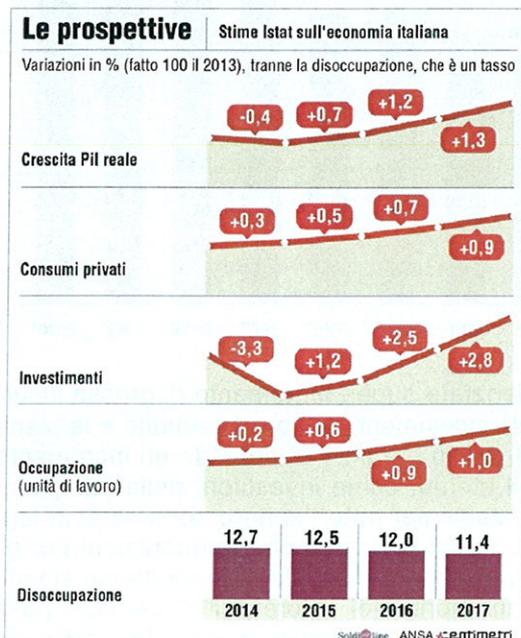
Anche le **importazioni** mostrano un incremento (+1,9%) cui ha contribuito una forte ripresa degli acquisti di beni intermedi (+4,9%) e strumentali (+4,6%) da parte delle imprese.

Sul fronte occupazionale, dopo due anni di contrazione, nel 2014 l'**occupazione** è tornata a crescere (88 mila occupati in più rispetto al 2013, +0,4%), soprattutto nelle classi di età più anziane, fra gli stranieri residenti e le donne. Il ricorso alla Cassa integrazione guadagni è sceso in misura consistente nelle imprese con almeno dieci dipendenti, da 71 a 65 ore effettivamente utilizzate per mille ore lavorate. Le retribuzioni hanno registrato aumenti contenuti nel 2014. Non diminuiscono i divari territoriali: nel 2014 la crescita dell'occupazione riguarda soltanto il Centro-nord, mentre il Mezzogiorno accusa una perdita di mezzo milione di occupati dall'inizio della crisi (-9%).



Anche la **produzione industriale**, che per l'intero 2014, è risultata nuovamente in flessione (-0,5%), anche se in misura meno marcata rispetto ai due anni precedenti (-3,2% nel 2013 e -6,4 nel 2012), il primo trimestre 2015 ha fatto registrare un'inversione di tendenza con una variazione trimestrale rispetto al periodo precedente positiva (+0,3%).

**PROSPETTIVE:** La ripresa economica prosegue, ma le informazioni provenienti dai settori produttivi indicano una intensità più contenuta rispetto al primo trimestre del 2015. Il mercato del lavoro mostra i primi segnali positivi dal lato della domanda anche se non rafforzati dalle indicazioni sull'offerta di lavoro. L'indice del clima di fiducia delle imprese italiane ha registrato un nuovo incremento a giugno 2015, sospinto da rialzi in tutti i principali comparti produttivi. Si conferma la riduzione delle spinte deflative cui seguirebbe in autunno una moderata ripresa dei prezzi. **Sul quadro macroeconomico pesa tuttavia l'incognita relativa agli sviluppi della crisi greca.**



La Commissione europea ha confermato la stima di crescita del **Pil** che dovrebbe crescere dello 0,6% nel corso del 2015 (il governo stima un +0,7%), mentre l'anno prossimo c'è all'orizzonte un leggero miglioramento al +1,2%. La stessa Commissione Europea ha riconosciuto che le mosse di Mario Draghi, che ha avviato il **quantitative easing** per risollevare l'inflazione dell'Eurozona, ha avuto un impatto più forte di quanto previsto a febbraio. In effetti, le **stime sui prezzi** sono state riviste al rialzo: in Italia non ci sarà deflazione quest'anno. Bruxelles ha corretto al rialzo le stime indicando che nel 2015 il tasso di inflazione sarà dello 0,2% (nelle previsioni invernali stimava -0,3%). L'anno prossimo la crescita dei prezzi balzerà all'1,8% (la stima precedente).

Tuttavia Bruxelles controlla con attenzione i conti pubblici italiani in quanto valuta il debito pubblico molto elevato. La sfida maggiore per l'Italia è proprio quella legata al **debito**, con una crescita che rimane debole. L'invito all'Italia è quello di articolare una politica di bilancio prudente con un'agenda di riforme che rimanga ambiziosa. Il debito pubblico italiano raggiungerà quest'anno "il picco", pari al 133,1% del Pil, per poi calare, il prossimo anno, al 130,6%.

## 1.2. Andamento del mercato immobiliare

Il mercato immobiliare, dopo circa sette anni di evidenti contrazioni e la perdita di fiducia da parte degli investitori istituzionali e privati nell'industria immobiliare, ha registrato nel 2014 una performance migliore rispetto ad altri mercati. Già a partire dal 2013 nell'area Euro si erano intravisti segnali di miglioramento, che si sono mantenuti per tutto il 2014. Tuttavia il fatturato del settore immobiliare dell'ultimo anno si è chiuso con una leggera contrazione, comunque controbilanciata da nuove opportunità di business scaturite nell'ultimo trimestre.

Analizzando il mercato immobiliare italiano dell'ultimo anno si possono però intravedere alcuni fattori di cambiamento che, qualora dovessero permanere anche nel 2015, consentirebbero la ripartenza dell'industria immobiliare. Le principali tendenze positive occorse durante l'anno sono identificabili nel protrarsi dell'interesse degli operatori esteri per il prodotto immobiliare italiano e nell'aumento della richiesta, da parte di soggetti privati e non, di finanziamenti dedicati agli immobili.

Se l'Italia è tornata nel mirino degli investitori, è soprattutto Milano a costituire l'obiettivo del loro interesse, anche in considerazione dell'importante evento dell'Expo 2015 che attrarrà complessivamente un flusso stimato di oltre venti milioni di visitatori e che porterà con sé benefici per tutta l'economia italiana e coinvolgerà indirettamente le più importanti città turistiche italiane (Roma, Firenze e Venezia). Non a caso, si è già manifestato un forte interesse da parte degli investitori e delle principali catene internazionali per gli alberghi collocati in posizioni prime nelle città sopra elencate. Tale trend dovrebbe continuare anche per tutto il 2015. Le quotazioni degli alberghi sono previste in crescita, soprattutto per quanto concerne il mercato degli hotel lusso (alberghi con 5 stelle) per i quali è già in corso una forte crescita del tasso di occupancy.

Il mercato immobiliare nelle città secondarie, salvo alcune particolari eccezioni, sconterà ancora la fragile ripresa. Tuttavia, per la fine dell'anno si prevede un modesto aumento delle transazioni nelle compravendite residenziali. La conseguenza sarà un aumento dei prezzi di vendita, però percettibile solamente nel primo semestre del 2016.



Osservando i singoli comparti immobiliari nazionali ci si attende che il **settore residenziale** superi il momento di grossa incertezza normativa e fiscale che ormai da tempo condiziona gli investimenti, le compravendite e la pianificazione dei costi operativi riguardanti gli immobili. Il trend atteso per il 2015 prevede un incremento del 15% delle transazioni immobiliari e vede in prima fila il ritorno, come investitori, delle famiglie. I prezzi, dopo anni di forti contrazioni, dovrebbero rimanere stabili per tutto l'anno o comunque in leggera diminuzione rispetto al valore registrato nel 2014. Va altresì precisato che le quotazioni per gli immobili posizionati nella fascia medio-bassa del mercato potrebbero discostarsi in modo più significativo dai valori registrati nel 2014, così come è prevista una ripresa di valore per gli immobili posizionati in fasce di prezzo elevate. La completa ripresa del mercato residenziale dovrebbe avvenire solamente a cavallo del 2016, periodo in cui le banche dovrebbero riprendere ad erogare con una certa continuità nuova finanza.

### Numero di transazioni immobiliari 2012-2015 (I trimestre) – Comparto residenziale

Settore	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	IV trim 2012	Totale 2012	I trim 2013	II trim 2013	III trim 2013	IV trim 2013	Totale 2013	I trim 2014	II trim 2014	III trim 2014	IV trim 2014	Totale 2014	I trim 2015
	Residenziale	110.116	119.707	95.989	118.205	444.017	94.555	108.683	91.083	108.804	403.125	98.446	107.647	94.888	116.543	417.524
Variazione annuale	-19,46%	-25,22%	-26,80%	-30,54%	-25,76%	-14,13%	-9,21%	-5,11%	-7,95%	-9,21%	4,12%	-0,95%	4,18%	7,11%	3,57%	-3,05%

Fonte: Elaborazione su dati Agenzia del Territorio

Nell'ultimo anno, il segmento degli **uffici** ha subito contrazioni elevate, a causa della debolezza del comparto dei servizi, l'alto tasso di disoccupazione e i riflessi dello scenario economico nazionale. Di fatto, il mercato del 2015 sconterà ancora il tasso di vacancy elevato ereditato dagli anni precedenti. Le stime prevedono per i prossimi mesi un calo delle quotazioni appena inferiore all'1% e una forte diminuzione della domanda per nuovi spazi, che dovrebbe coinvolgere anche gli immobili di recente costruzione e con buoni standard qualitativi. Un elemento di assoluta positività per questo comparto riguarda la stabilizzazione dei canoni di locazione per gli immobili con già in corso contratti di locazione. Infatti sono previste in diminuzione tutte le attività volte alle rinegoziazioni al ribasso dei contratti di locazione. La diminuzione di queste attività impatterà positivamente sulla stabilizzazione dei flussi di cassa operativi, con la conseguente diminuzione della volatilità del rendimento.

#### Numero di transazioni immobiliari 2012-2015 (I trimestre) – Comparto terziario

Settore	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	IV trim 2012	Totale 2012	I trim 2013	II trim 2013	III trim 2013	IV trim 2013	Totale 2013	I trim 2014	II trim 2014	III trim 2014	IV trim 2014	Totale 2014	I trim 2015
	Terziario	2.619	2.622	2.191	3.192	<b>10.624</b>	2.378	2.343	1.935	2.798	<b>9.454</b>	2.134	2.182	1.897	2.805	<b>9.018</b>
Variazione annuale	-19,61%	-32,56%	-27,64%	-25,57%	<b>-26,54%</b>	-9,20%	-10,64%	-11,68%	-12,34%	<b>-11,01%</b>	-10,26%	-6,87%	-1,96%	0,25%	<b>-4,61%</b>	-6,42%

Fonte: Elaborazioni su dati Agenzia del Territorio

L'inizio dell'anno porta con sé grandi aspettative per tutto il comparto destinato al **retail**. Così come per il **settore alberghiero**, agli occhi degli investitori istituzionali l'Italia è *"back on the map"*. Già verso la fine del 2014 si sono verificate transazioni immobiliari di *asset high street retail* che si sono perfezionate a livelli di *yield* considerati fino a pochi mesi prima inapplicabili in Italia. Anche per questo settore si ripresenta il problema della poca disponibilità di prodotto di qualità, particolarmente appetibile per tutti gli investitori istituzionali ed esteri. L'aspettativa di conseguenza prevede un forte aumento dei prezzi per il prodotto di qualità sul mercato prime.

#### Andamento dei prezzi di compravendita e dei canoni di locazione immobiliare nelle 13 grandi città italiane (variazione semestrale) 2010-2014 – Comparto commerciale

	2010		2011		2012		2013		2014	
	I	II								
Prezzi	-1,20%	-0,70%	-0,71%	-1,91%	-1,58%	-1,78%	-2,49%	-1,89%	-2,53%	-1,68%
Var. annuale	-2,31%	-1,46%	-1,34%	-2,60%	-3,46%	-3,33%	-4,23%	-4,34%	-4,38%	-4,18%
Canoni	-2,50%	-0,85%	-1,72%	-2,63%	-1,80%	-1,83%	-2,38%	-1,46%	-1,98%	-1,52%
Var. annuale	-2,97%	-3,02%	-2,62%	-3,11%	-4,04%	-3,67%	-4,21%	-3,81%	-3,41%	-3,47%

Fonte: Nomisma

#### Il mercato logistico/industriale

La fiducia nel comparto manifestata dagli investitori internazionali si è concretizzata in importanti transazioni, che hanno visto nei primi mesi dell'anno il passaggio di proprietà di interi portafogli.

Il mercato risulta favorevolmente influenzato dalla percezione di una diversificazione del rischio, grazie al rafforzamento della sua attività in parte integrata con l'e-commerce. Infatti, attualmente lo spazio del capannone non è più meramente l'area di un magazzino di stoccaggio delle merci, ma ha inglobato parte delle funzioni di produzione e distribuzione, di una o più aziende, arrivando a comprendere quella di vendita: il negozio si è trasferito all'interno mediante l'e-commerce. Quello che cambia nello spazio di vendita inglobato in quello della logistica è il rischio legato alla sua attività e di conseguenza al tenant. Il mercato è alimentato anche da una domanda di sostituzione, proveniente dal fabbisogno di metrature necessarie a seguito della chiusura di nuovi contratti o ampliamenti di attività, principalmente dai 3PL (Third Party Logistic Service Provider). È stabile invece la domanda proveniente dai retailer. L'offerta risulta ancora in leggero incremento, rispetto al 2014, escludendo quella di Classe A, che invece è diminuita. Tuttavia si tratta di una disponibilità di spazi molto elevata, dove abbondano immobili ai limiti dell'idoneità per le funzioni logistiche, sia in termini di metrature che di caratteristiche generali (altezze, materiali di costruzioni, risparmio energetico), penalizzando nel complesso la crescita di un mercato di standard elevato.

In relazione alle quotazioni, sta per concludersi il lungo ciclo di discesa di prezzi e canoni di locazione, in atto ormai da circa sette anni. Nel primo semestre del 2015 si è alleggerita la caduta, i prezzi si sono

contratti appena dello 0,7% rispetto al semestre precedente, mentre i canoni di locazione sono diminuiti dell'1,6%.

#### Numero di transazioni immobiliari 2012-2015 (I trimestre) – Comparto logistico/industriale

Settore	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	IV trim 2012	Totale 2012	I trim 2013	II trim 2013	III trim 2013	IV trim 2013	Totale 2013	I trim 2014	II trim 2014	III trim 2014	IV trim 2014	Totale 2014	I trim 2015
Produttivo	2.281	2.369	2.188	3.183	10.021	2.147	2.215	1.983	2.902	9.247	2.131	2.444	2.015	2.992	9.582	1.981
Variazione annuale	-7,80%	-26,18%	-25,81%	-17,09%	-19,65%	-5,87%	-6,50%	-9,37%	-8,83%	-7,72%	-0,75%	10,34%	1,61%	3,10%	3,62%	-7,04%

Fonte: Elaborazione su dati Agenzia del Territorio

#### 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 ricicatura dei tessuti insediativi esistenti, l'offerta di servizi e la dotazione di nuovi spazi pubblici. 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%).

#### 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 sofferenze bancarie ammontano oggi, secondo i dati di Banca d'Italia di novembre 2014, all'impressionante cifra di oltre 180 miliardi di euro. Di fronte a questa situazione, 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. Con particolare riferimento al settore immobiliare, l'esposizione complessiva delle banche italiane nei confronti del real estate è stimata pari a circa € 126 mld (fonte: Morgan Stanley) di cui circa € 26 mld riferiti a posizioni distressed, pari al 20,6% dell'intera esposizione.

#### 1.3. Mercato dei fondi immobiliari

La **prospettiva positiva dell'immobiliare italiano** sopra descritta, evidente nella massa di investimenti che ha caratterizzato il primo trimestre del 2015 (1,9 miliardi di euro, la metà dell'intero 2014), trova conferma nella riorganizzazione che ha interessato recentemente alcune aziende del settore, prima fra tutte la stessa InvestIRE Sgr con l'operazione di fusione con Polaris RE Sgr e Beni Stabili Gestioni SGR con efficacia 1 gennaio 2015.

Stanno inoltre intervenendo molti operatori con costituzione e/o trasformazione delle società in Siiq con l'obiettivo di attrarre investitori istituzionali, anche internazionali, che conoscono questo tipo di struttura, ampiamente diffuso all'estero. C'è infatti potenzialmente un ampio patrimonio disponibile dai fondi immobiliari in scadenza, che hanno complessivamente un valore stimato in circa 5 miliardi di euro nei prossimi 3 anni.

Il settore, quindi, scommette sul rafforzamento della ripresa in campo immobiliare e sulla tenuta dei tassi, Grecia permettendo.

A confermarlo sono i segnali incoraggianti del mattone rilevati anche Rapporto 2015 di Scenari Immobiliari: il Nav del settore è aumentato dell'11,5% mentre il patrimonio immobiliare ha superato i 50 milioni

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (RETAIL E RISERVATI)							
Al 31 dicembre di ogni anno - in milioni di euro							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016**
◆ N° fondi operativi <sup>1</sup>	305	312	358	365	385	402	415
◆ Nav <sup>2</sup>	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	48.200	50.100
◆ Patrimonio Immobiliare detenuto direttamente	43.500	46.400	47.300	49.100	50.500	53.500	56.000
◆ Indebitamento esercitato <sup>3</sup>	24.800	28.500	29.700	31.500	30.700	29.800	-
◆ Performance (Roe) <sup>4</sup>	3,5%	0,7%	-1,8%	-0,5%	1,2%	1,5%	-

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento  
 2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno  
 3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)  
 4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati  
 \* Stima  
 \*\* Previsione

Fonte: Scenari Immobiliari  
 GRAFICA MI MILANO FINANZA



di euro, confermandosi come il più grande portafoglio privato italiano. Anche il numero dei fondi è salito a 385, +5,5% rispetto al 2013.

Il trend positivo si conferma anche nella prima parte del 2015 e le previsioni per fine anno sono di un ulteriore incremento del Nav a 48,2 miliardi (+10,8%) ma il dato a consuntivo potrebbe essere superiore. Il numero dei fondi supererà quota 400,

il top a livello europeo, primato però offuscato dall'elevato numero di sgr (50) che fa sì che la dimensione media dei fondi sia appena sopra ai 100 milioni di euro. Non a caso Banca d'Italia ha più volte sollecitato un processo di concentrazione del settore, almeno nell'ambito delle sgr più piccole.

Un po' più incerto il trend dei **fondi immobiliari quotati**, quelli aperti ai risparmiatori, che ancora non hanno purtroppo conosciuto il decollo pronosticato al momento del loro lancio.

A marzo l'indice Bnp Paribas REIM relativo ai prodotti quotati ha ceduto il 4,3% rispetto a febbraio, interrompendo così la ripresa avviata a inizio anno. Una performance ancora più preoccupante se si considera che nello stesso periodo tanto il reddito fisso ha fornito soddisfazioni agli investitori. Così oggi la capitalizzazione complessiva si attesta intorno ai 2 miliardi di euro, contro i 5 raggiunti nel 2007, e lo sconto delle quotazioni di Borsa rispetto al Nav (Net asset value), che costituisce il valore effettivo del patrimonio, è tornato a superare il 40%, un differenziale elevato rispetto alla media internazionale. Le ultime rilevazioni di giugno 2015 portano tale sconto a superare il 50%. Tuttavia un aiuto è arrivato per questi fondi dalla legge 116/2014 che ha dato la possibilità di una proroga straordinaria di due anni, sufficiente a farli uscire dall'impasse di dover vendere a tutti i costi gli asset in portafoglio nella fase più critica del mercato.

#### 1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali

Una delle principali novità normative, entrate in vigore nel corso del 2015, è sicuramente 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. Più in particolare, il Regolamento UE prevede, fra le altre, disposizioni attuative in materia di condizioni generali di esercizio, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, gestione del rischio (c.d. "risk management").

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.

Di seguito si riportano in dettaglio i principali interventi di interesse introdotti al **TUF**:

- **Il nuovo impianto definitorio.** Tra le varie modifiche delle definizioni, si segnala:
  1. l'introduzione delle nozioni di "FIA italiano" e "FIA italiano riservato", quest'ultimo inteso come il fondo comune di investimento la cui partecipazione è riservata non più alla categoria degli investitori qualificati di cui all'art.1, comma 1, lettera h), del D.M. n. 228/1999 bensì **"alla categoria degli investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39"**;
  2. la "nuova" definizione di gestione collettiva del risparmio intesa come **"il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oic e dei relativi rischi"**. Dette attività devono essere prestate congiuntamente. Al riguardo si segnala che rispetto al passato non è più possibile costituire SGR c.d. "di promozione" che svolgono cioè esclusivamente attività di amministrazione del fondo lasciando la gestione del patrimonio ad un'altra SGR c.d. "di gestione".
- **La commercializzazione di FIA riservati.** In linea con la Direttiva, il **TUF** pone in capo al gestore l'obbligo di tramettere alla Consob una notifica per ciascun FIA che intende commercializzare corredata da una serie di documenti individuati. La Consob d'intesa con la Banca d'Italia se non ritiene sussistano motivi ostativi comunica alla Società entro venti giorni lavorativi il via libera alla commercializzazione. Inoltre, a far data dal 3 aprile 2015, le quote dei FIA in parola possono essere commercializzate esclusivamente nei confronti degli Investitori Professionali e delle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39 del TUF di cui si dirà meglio nel prosieguo.

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.

Tra le principali novità introdotte dal Nuovo DM occorre segnalare, *inter alia*, per quanto attiene specificamente ai FIA italiani chiusi:

- l'abolizione dell'obbligo di quotare i fondi in caso di valori d'affari inferiori ad euro 25.000;
- l'ampliamento a 24 mesi del termine di sottoscrizione di quote o azioni, con possibilità di prorogare di 12 mesi il periodo di adesione ai fondi chiusi;

- la possibilità di sottoscrivere quote o azioni del FIA italiani riservati per un importo complessivo non inferiore ad Euro 500.000,00 anche da parte di investitori che non siano classificati come professionali ai sensi dell'articolo 6 commi 2-quinquies e 2-sexies, del TUF. Tale soglia è derogata per i componenti del Consiglio di Amministrazione e per i dipendenti del gestore;
- l'eliminazione delle disposizioni sulla disciplina dei conflitti di interesse;
- l'estensione della durata massima degli OICR chiusi da 30 a 50 anni.

Tra le principali novità introdotte dai Regolamenti attuativi, si segnala:

- Esternalizzazione funzioni aziendali operative essenziali o importanti o servizi: le disposizioni di riferimento sono volte a garantire la qualità e la capacità del soggetto delegato nello svolgimento dell'incarico, durata predeterminata e delle responsabilità in capo al delegante, oltre a delle garanzie in merito alla continuità e qualità del servizio prestato in caso del venir meno della delega medesima. In caso di esternalizzazioni di tali funzioni, i gestori sono tenuti ad informare preventivamente le Autorità di vigilanza, le quali, entro 30 giorni dalla data di ricevimento della comunicazione, possono avviare d'ufficio un procedimento amministrativo di divieto che si conclude nei successivi 60 giorni.
- Commercializzazione delle quote/azioni di FIA ad investitori professionali: il nuovo Regolamento Emittenti prevede **per la commercializzazione in Italia**: l'obbligo di redigere un documento di offerta; obbligo di trasmettere alla Consob una lettera di notifica prima dell'avvio della commercializzazione di ciascun FIA; ottenimento del rilascio nel termine dei venti giorni lavorativi successivi a quello di notifica da parte di Consob: i) del provvedimento per l'avvio della commercializzazione o ii) dell' eventuale comunicazione di richiesta di integrazione della documentazione inviata ai sensi art. 28-bis.
- Commercializzazione delle quote/azioni di FIA ad investitori retail: il nuovo Regolamento Emittenti prevede diverse procedure, mantenendo un obbligo di preventiva notifica in caso di commercializzazione in Italia di FIA italiani chiusi o aperti e un procedimento autorizzativo per i gestori italiani ed europei che intendono commercializzare in Italia dei FIA UE.

In aggiunta a quanto sopra, l'articolo 3(3)(d) della Direttiva AIFMMD 2011/61/UE del Parlamento Europeo prevede che gli Stati membri provvedono affinché i GEFIA (gestori di fondi di investimento alternativi) forniscano periodicamente (nel caso di InvestIRE Sgr, trimestralmente) alle autorità competenti del loro Stato membro d'origine (Banca d'Italia) informazioni sui principali strumenti in cui negoziano e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazioni dei FIA che gestiscono al fine di consentire alle autorità competenti di monitorare efficacemente il rischio sistemico. Dopo diversi rinvii, la prima data di segnalazione è prevista per fine ottobre, relativamente al 30 settembre 2015.

La Consob, inoltre, 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 criminose 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 c.d. **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 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 tre settori di attività: il settore edile, il settore energetico ed il settore della grande distribuzione. 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 sette 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

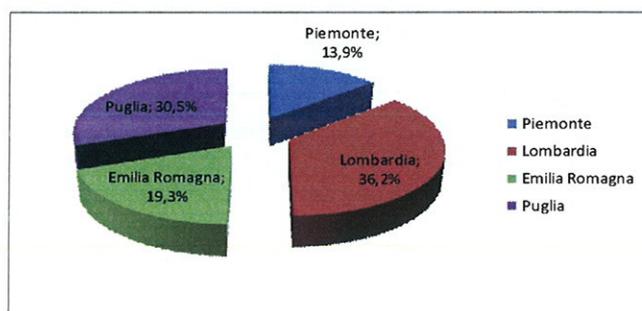
Il portafoglio immobiliare del Fondo, è costituito da immobili destinati in prevalenza ad uffici e logistica.

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 30 giugno 2015.

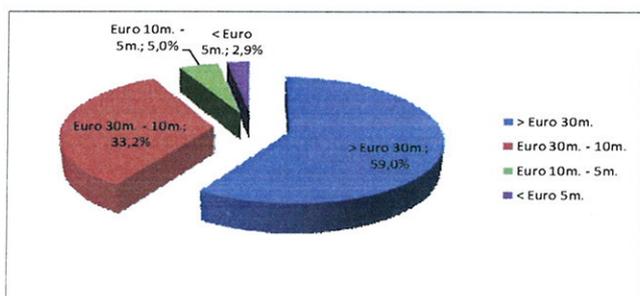
Numero Immobili			Valore al 30/06/2015		Superfici	
Regione	N.	% del tot.	Valore	% del tot.	GLA	% del tot.
Piemonte	1	16,7%	15.100.000	13,9%	19.827	27,6%
Lombardia	2	33,3%	39.400.000	36,2%	13.181	18,3%
Emilia Romagna	1	16,7%	21.000.000	19,3%	14.021	19,5%
Puglia	2	33,3%	33.200.000	30,5%	24.890	34,6%
<b>Totale</b>	<b>6</b>	<b>100,0%</b>	<b>108.700.000</b>	<b>69,5%</b>	<b>71.919</b>	<b>65,4%</b>

Nella seguente tabella, con grafici, si riportano:

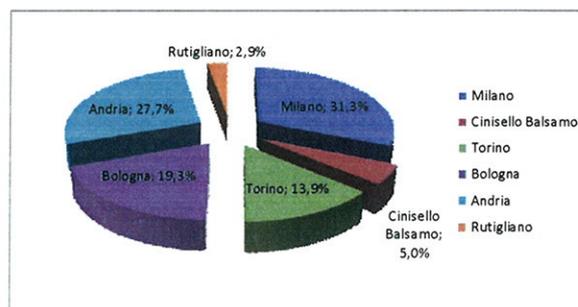
- la distribuzione geografica per regione dell'intero portafoglio;
- la concentrazione per comune del patrimonio immobiliare;
- la suddivisione per fasce di valore degli immobili.



Tipo	Valore al 30/06/2015	% del tot.	N.asset
> Euro 30m.	64.100.000	59,0%	2
Euro 30m. - 10m.	36.100.000	33,2%	2
Euro 10m. - 5m.	5.400.000	5,0%	1
< Euro 5m.	3.100.000	2,9%	1
<b>Totale</b>	<b>108.700.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>6</b>



Numero Immobili			Valore al 30/06/2015		Superfici	
Comune	N.	% del tot.	Valore	% del tot.	GLA	% del tot.
Milano	1	16,7%	34.000.000	31,3%	8.174	11,4%
Cinisello Balsamo	1	16,7%	5.400.000	5,0%	5.007	7,0%
Torino	1	16,7%	15.100.000	13,9%	19.827	27,6%
Bologna	1	16,7%	21.000.000	19,3%	14.021	19,5%
Andria	1	16,7%	30.100.000	27,7%	12.184	16,9%
Rutigliano	1	16,7%	3.100.000	2,9%	12.706	17,7%
<b>Totale</b>	<b>6</b>	<b>100,0%</b>	<b>108.700.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>71.919</b>	<b>100,0%</b>



Ad ulteriore descrizione del patrimonio immobiliare del fondo, si riportano di seguito:

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

Descrizione e Ubicazione	Destinazione prevalente	Anno di costruz	Superf. Lorda	Canone per m2	Tipologia Contratto	Scadenza contratto	Locatario	Costo storico (Euro)	Ipoteche (Euro)	Altre Info
<b>EMILIA ROMAGNA</b>										
<b>BOLOGNA</b>										
212-A 11 VIA DELLA LIBERAZIONE 15	COMMERCIALE		14.362					51.635.869	4.853.816	
			0			01/06/2017	Impresa commerciale			
			85		Affitto	27/11/2016	Impresa commerciale			
			94	426	Affitto	26/03/2016	Impresa commerciale			
			94	391	Affitto	31/12/2020	Impresa commerciale			
			147	340	Affitto	14/03/2019	Impresa commerciale			
			147	313	Affitto	31/12/2020	Impresa commerciale			
			152	125	Affitto	13/12/2019	Impresa commerciale			
			152	115	Affitto	31/12/2020	Impresa commerciale			
			200	319	Affitto	25/03/2018	Impresa commerciale			
			200	293	Affitto	31/12/2020	Impresa commerciale			
			389	627	Affitto	25/03/2018	Impresa commerciale			
			2.845	158	Affitto	31/03/2018	Impresa commerciale			
			4.057	143	Affitto	01/01/2022	Impresa commerciale			
<b>LOMBARDIA</b>										
<b>CINISELLO BALSAMO</b>										
212-A10 VIALE FULVIO TESTI 124	UFFICI		5.007					7.610.622		
			323	118	Affitto	31/05/2020	Impresa commerciale			
<b>MILANO</b>										
212-A 01 VIA BROLETTO 16	UFFICI		8.174					37.469.973	4.211.321	
			82	413	Affitto	31/12/2021	Impresa commerciale			
			118	569	Affitto	30/09/2017	Impresa commerciale			
			224	563	Affitto	30/09/2017	Impresa commerciale			
			7.750	338	Affitto	24/11/2015	Impresa commerciale			
<b>PIEMONTE</b>										
<b>TORINO</b>										
212-A 08 VIA C. MAROCHETTI 11	UFFICI		19.827					18.012.822		
<b>PUGLIA</b>										
<b>ANDRIA</b>										
212-A 12 CONTRADA BARBA D'ANGELO SNC	COMMERCIALE		12.184					52.166.855	5.943.776	
			38	275	Affitto	31/03/2017	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	214	Affitto	06/10/2018	Impresa commerciale			
			89	199	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	348	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			
			171	198	Affitto	30/06/2019	Impresa commerciale			
			173	198	Affitto	11/11/2016	Impresa commerciale			
			185	216	Affitto	31/08/2019	Impresa commerciale			
			188	220	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	187	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	196	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			
			1.155	80	Affitto	13/11/2034	Impresa commerciale			
			1.831	97	Affitto	27/06/2017	Impresa commerciale			
			10.991	165	Affitto	31/12/2020	Impresa commerciale			
<b>RUTIGLIANO</b>										
212-A 13 VIA ADELFA SNC	LOGISTICA		12.706					12.369.101		
			12.706	12	Affitto	30/11/2021	Impresa commerciale			
								<b>Totale Fondo</b>	<b>179.265.243,28</b>	<b>15.008.913,00</b>

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

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

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

### 2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare

#### **Investimenti, disinvestimenti e attività di locazione**

La gestione del Fondo IRS nel corso del primo semestre 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 primo semestre 2015 è stata raccolta una manifestazione di interesse all'acquisto dell'immobile sito in Milano Via Broletto a seguito della quale la SGR ha concesso un periodo di esclusiva per effettuare la Due Diligence .

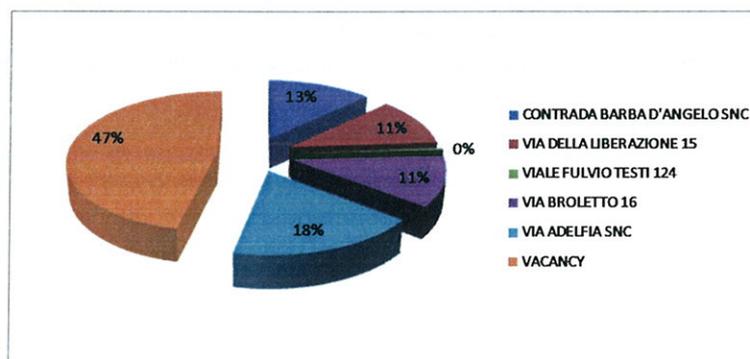
#### **Contratti di locazione**

Il livello di occupancy dell'intero portafoglio immobiliare al 30 giugno 2015 è pari al 53,30% diminuito rispetto al 31 dicembre 2014 di circa il 3% principalmente per il rilascio di 2 piani dell'immobile di Ciniello Balsamo .

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:



#### **Andria – Contrada Barba D'Angelo snc**

Il Centro Commerciale di Andria, gestito dalla società partecipata Andria Mongolfiera Srl, risente della crisi dovuta alla contrazione dei consumi. Diversi operatori hanno mostrato segni di sofferenza nella gestione dell'attività commerciale con la conseguenza che la società di gestione si è trovata ad accettare rinegoziazioni al ribasso dei canoni per tener conto dell'andamento del mercato e consentire la permanenza degli operatori nel centro in modo da difendere più possibile i livelli di occupancy, fondamentali per le attività di commercializzazione dell'asset. Tuttavia, nonostante il

costante presidio, alcuni piccoli operatori hanno chiuso i punti vendita rilasciando i locali e portando l'occupancy del centro commerciale a circa il 75%.

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

- **Bologna – Via della Liberazione 15**

Il Centro Commerciale Officine Minganti, gestito dalla società partecipata Minganti Srl, risente ancor di più della crisi dei consumi; l'andamento negativo non ha consentito la permanenza degli operatori in difficoltà ed il tasso di occupancy al 30 giugno 2015 si attesta a circa il 58%.

E' stato affidato mandato ad un primario operatore internazionale specializzato nel settore retail, per la definizione di un programma di rilancio del centro con criteri di sostenibilità e di compatibilità con gli obiettivi di dismissione dell'immobile che sta portando a degli interessamenti per la locazione di alcuni punti vendita anche se ancora non vi è nulla di formalizzato

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

Si è proceduto ad affidare mandato di commercializzazione delle unità sfitte ad società di intermediazione locale. A seguito del recesso per gravi motivi esercitato dalla società che occupava 2 piani dell'immobile, e contestato dalla SGR, sono stati rilasciati i locali ed è stata attivata azione legale per recupero del credito e risarcimento del danno.

- **Milano – Via Broletto 16**

Immobile locato al 100%. E' pervenuta disdetta contrattuale dal principale conduttore dell'immobile. E' in corso l'attività di marketing finalizzata alla vendita dell'asset, che ricade nell'area prossima a piazza Cordusio su cui al momento si sta concentrando l'interesse di importanti operatori. È stata ricevuta una manifestazione di interesse all'acquisto da parte di primaria società internazionale a seguito della quale è stato concesso un periodo di esclusiva.

- **Rutigliano Via Adelfia snc**

A seguito del recesso contrattuale da parte del conduttore che occupava circa 2.500 mq dell'immobile è stata formalizzata la risoluzione contrattuale ed è stato ripreso in consegna l'immobile. L'attività di commercializzazione intrapresa da tempo ha portato a dicembre 2014 alla sottoscrizione di nuovo contratto di locazione per l'intero stabile con primario operatore 3PL ad un canone annuo a regime pari a € 380.000.

- **Torino – Via Marochetti 11**

Per l'immobile di Torino Via Marochetti, attualmente libero a seguito del rilascio avvenuto nel 2012, sulla base degli strumenti urbanistici vigenti e delle richieste di mercato si è proceduto ad effettuare analisi e studi di fattibilità di possibili riconversione d'uso, al fine di agevolare l'attività di commercializzazione affidata ad una primaria società di intermediazione per la vendita dell'immobile nello stato di fatto.

**Manutenzione straordinaria**

Nel corso del periodo sono stati effettuati una serie di interventi di ristrutturazione, manutenzione straordinaria e di messa a norma degli asset del Fondo in accordo con il piano delle attività programmate. In particolare sono state eseguite ed in corso d'opera le seguenti attività:

- Per l'immobile in Cinisello Balsamo – Viale Fulvio Testi 124 sono state portate a termine le lavorazioni per la realizzazione di nuovo impianto videocitofonico e TVCC tale da permettere la cessazione del servizio di portierato con contenimento dei costi di gestione.
- Per l'immobile in Milano – Via Broletto 16 è in corso di completamento l'attività professionale per analisi urbanistica dell'edificio con particolare riferimento allo stato di destinazione d'uso del piano quinto.
- Per l'immobile in Andria – CC ANDRIA MONGOLFIERA sono state portate a termine le lavorazioni di riparazione localizzata del manto di impermeabilizzazione copertura. Sono in corso attività di recupero preventivi di spesa per la sostituzione a step di porzioni più ampie del telo di impermeabilizzazione partendo dalle aree corrispondenti a locali commerciali più sensibili.

- Per l'immobile in Bologna – CC MINGANTI è in corso di completamento l'attività professionale per analisi vulnerabilità sismica edificio.

## 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.

Al 30 giugno 2015 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 139.590.000 (Euro 2.475 per quota). I rimborsi, complessivamente pari a Euro 1.410.000 (Euro 25 pro-quota), sono riepilogati nelle seguenti tabelle:

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

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

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

Esercizio di distribuzione	Dividendo unitario distribuito	Dividendi complessivi distribuiti
2005	21,00	1.184.400
2006	55,53	3.131.892
2006	50,00	2.820.000
2007	46,54	2.624.856
2008	167,28	9.434.592
2009	44,33	2.500.212
<b>Totale</b>	<b>384,68</b>	<b>21.695.952</b>

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

Alla data del 30 giugno 2015 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR a Euro 108.700.000 discostandosi dal valore dell'Esperto Indipendente che indica un valore di mercato del portafoglio al 30 giugno 2015 pari a Euro 118.900.000. La variazione registrata nel semestre 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 e l'immobile in Milano – Via del Broletto, per il quale si avvicina il periodo di vacancy del principale conduttore (92% totale canone). Si segnala che, relativamente all'immobile di Milano è giunta una proposta commerciale per la vendita dell'immobile; Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione ha ritenuto di discostarsi dal valore espresso dall'Esperto Indipendente, assumendo come migliore stima il prezzo di realizzo di tale immobile pari a euro 34.000.000 (valore indicato dall'Esperto Indipendente pari a Euro 36.900.000).

Il valore del portafoglio immobiliare del Fondo al 30 giugno 2015, è così ripartito:

Descrizione	Saldo 30/06/2015	Saldo 31/12/2014
Valore di acquisto originario	174.547.860	174.547.860
Spese accessorie di acquisto	1.837.421	1.837.421
Capitalizzazioni	2.879.963	2.879.963
<b>Totale costo storico</b>	<b>179.265.244</b>	<b>179.265.244</b>
Svalutazioni	-70.565.244	- 60.365.244
<b>Totale</b>	<b>108.700.000</b>	<b>118.900.000</b>

La movimentazione del periodo è riportata nella seguente tabella:

<b>Saldo al 31/12/2014</b>	<b>118.900.000</b>
Svalutazioni nette	(10.200.000)
<b>Saldo al 30/06/2015</b>	<b>108.700.000</b>

### Partecipazioni

Il Fondo detiene i seguenti strumenti finanziari non quotati:

- partecipazione totalitaria nel capitale di Andria Mongolfiera S.r.l. iscritta al valore di Euro 100.000 (Euro 44.900 al 31 dicembre 2014). Alla data del 30 giugno 2014 si è proceduto ad allineare il valore della partecipazione per adeguamento al patrimonio netto della Società che si è incrementato per effetto delle riserve istituite dal Socio Fondo IRS a copertura future perdite di esercizio;
- partecipazione totalitaria nel capitale sociale di Minganti S.r.l. iscritta al valore di Euro 248.349, invariata rispetto al 31 dicembre 2014).

Le società controllate Andria Mongolfiera e Minganti gestiscono le licenze di vendita inerenti i negozi presenti nei centri commerciali rispettivamente di Andria e Bologna: nel corso del semestre hanno operato al fine di perseguire l'attività affitto ramo d'azienda mirata alla riduzione dell'attuale tasso di vacancy. Per maggiori informazioni, si rinvia a quanto indicato nell'Andamento della gestione del patrimonio immobiliare.

Si evidenzia che le Società Andria e Minganti hanno in essere contenziosi fiscali per accertamenti IRES/IRAP. In particolare si segnala che per la società Andria Mongolfiera sul finire del mese di gennaio 2015 è stata depositata la sentenza in relazione al primo grado di giudizio per l'annualità 2007 che è stata sfavorevole alla società; i contenziosi per le annualità 2008 e 2009 hanno la stessa natura e quindi c'è un ragionevole rischio di soccombere in un primo grado di giudizio. Per tale motivo si è ritenuto opportuno a costituire nella società Andria un Fondo per un ammontare pari al rischio delle 3 annualità accertate il cui ammontare (considerando imposte e sanzioni piene) è pari a Euro 933.565 (di cui già pagato Euro 164.662 a titolo di riscossione provvisoria per gli anni 2007 e 2008 nella misura di un terzo dell'imposta oltre aggio ed interessi). Tale accantonamento ha determinato un patrimonio netto negativo nella Andria Mongolfiera Srl, a fronte del quale il Fondo IRS ha inteso costituire ai fini del ripianamento un fondo copertura perdite future per l'importo di Euro 1 milione.

La SGR ha conferito alla DTZ Italia S.p.A. l'incarico triennale di Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo. Qui di seguito una tabella riassume, ai fini della trasparenza, gli incarichi ricoperti dai diversi Esperti Indipendenti dei Fondi gestiti dalla Investire SGR.

#### 2.4.3. Andamento del valore della Quota

Il valore complessivo del Fondo al 30 giugno 2015 ammonta a Euro 94.371.844 (Euro 104.323.912 al 31 dicembre 2014) corrispondente ad un valore unitario delle quote pari a Euro 1.673,260 (valore unitario al 31 dicembre 2014 pari a Euro 1.849,715) e ha subito un decremento nell'arco del semestre pari a Euro 9.952.068 determinato interamente dalla perdita del periodo.

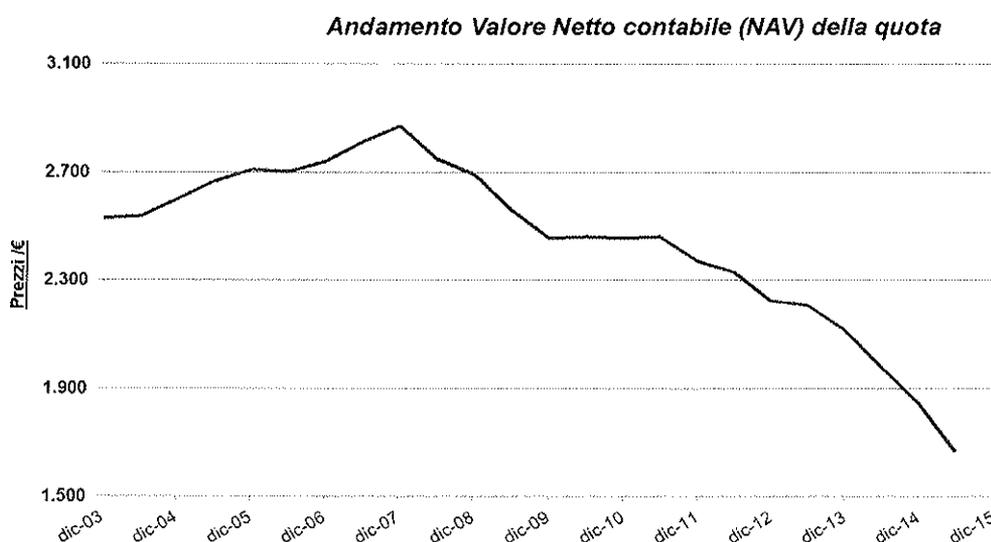
La tabella di seguito riportata sintetizza il valore complessivo del Fondo, tenendo conto dei rimborsi di capitale e dei dividendi distribuiti fino al 30 giugno 2015:

Valore iniziale del Fondo	(A)	141.000.000
Rimborsi al 30 giugno 2015	(B)	-1.410.000
<b>Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi</b>	<b>(A) + (B)</b>	<b>139.590.000</b>
Risultati cumulati al 31 dicembre 2014	(C)	-13.570.136
Risultato di periodo al 30 giugno 2015	(D)	-9.952.068
Dividendi distribuiti al 30 giugno 2015	(E)	-21.695.952
<b>Valore complessivo del Fondo al 30 giugno 2015</b>	<b>(A) + (B) + (C) + (D) + (E)</b>	<b>94.371.844</b>

Di seguito si evidenzia l'andamento della quota dal collocamento al 30 giugno 2015:

Data rendiconto	N° quote	Valore unitario quote	Valore complessivo quote
29/09/2003	56.400	2.500,000	141.000.000
31/12/2003	56.400	2.532,870	142.853.851
31/12/2004	56.400	2.603,630	146.844.548
31/12/2005	56.400	2.712,540	152.987.524
31/12/2006	56.400	2.742,240	154.662.176
31/12/2007	56.400	2.872,600	162.014.676
31/12/2008	56.400	2.695,160	152.006.934
31/12/2009	56.400	2.459,010	138.688.186
31/12/2010	56.400	2.459,856	138.735.864
31/12/2011	56.400	2.373,887	133.887.252
31/12/2012	56.400	2.226,369	125.567.215
31/12/2013	56.400	2.120,299	119.584.876
31/12/2014	56.400	1.849,715	104.323.912
Relazione semestrale al 30/06/2015	56.400	1.673,260	94.371.844

L'andamento è rappresentato dal grafico sottostante:



La Relazione Semestrale al 30 giugno 2015 del Fondo Invest Real Security chiude con un **valore complessivo netto del Fondo (NAV) pari a Euro 94.371.844**, che, se si confronta con quello al 31 dicembre 2014, pari a Euro 104.323.912, registra un **decremento pari ad Euro 9.952.068 (-9,5%)**.

La diminuzione del valore del Fondo è conseguenza dell'effetto combinato dei seguenti fattori:

- per euro -10.200.000 (-9,8%) alla svalutazione del patrimonio immobiliare, derivante dalla valutazione a valori di mercato; al riguardo si fa presente che il CdA della SGR del 21 luglio 2015 ha deliberato positivamente l'offerta di acquisto dell'immobile di Via Broletto 16 in Milano ad un prezzo pari a euro 34.000.000, acquisendo, pertanto, tale valore nel patrimonio immobiliare in sostituzione di quello espresso dall'Esperto Indipendente per euro 36.900.000;
- +247.932 (+0,2%) per l'utile operativo di periodo.

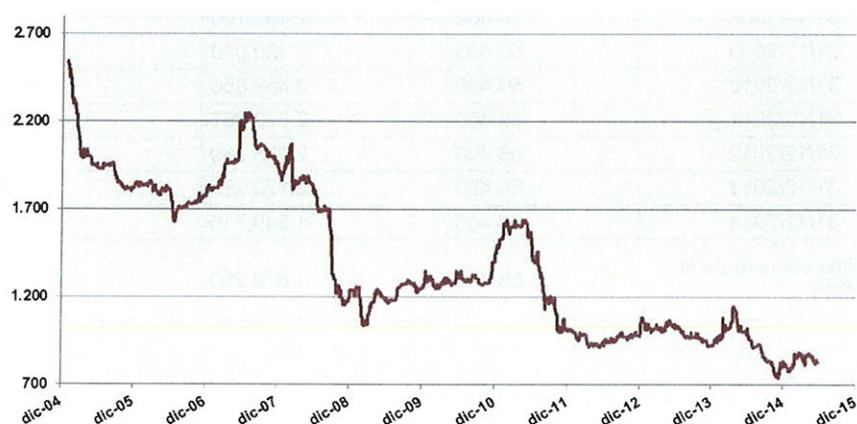
Al 30 giugno 2015 il **valore unitario delle quote** risulta pari a Euro **1.673,260**, per 56.400 quote a fronte di un valore nominale residuo (cioè al netto di tutti i rimborsi parziali di quote effettuate dalla nascita del fondo al 30 giugno 2015) di Euro 2.475,000 per quota.

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

Le transazioni del 1° semestre 2015 hanno interessato n. 1.635 quote (2.921 nel 2014), con una media di 13 quote al giorno (12,4 nel 2014). La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo pari ad Euro 888 il 27 marzo 2015 (euro 1.147 nel giorno 28 aprile 2014) e quello minimo di Euro 776 il 30 gennaio 2015 (euro 738 l'11 dicembre 2014).

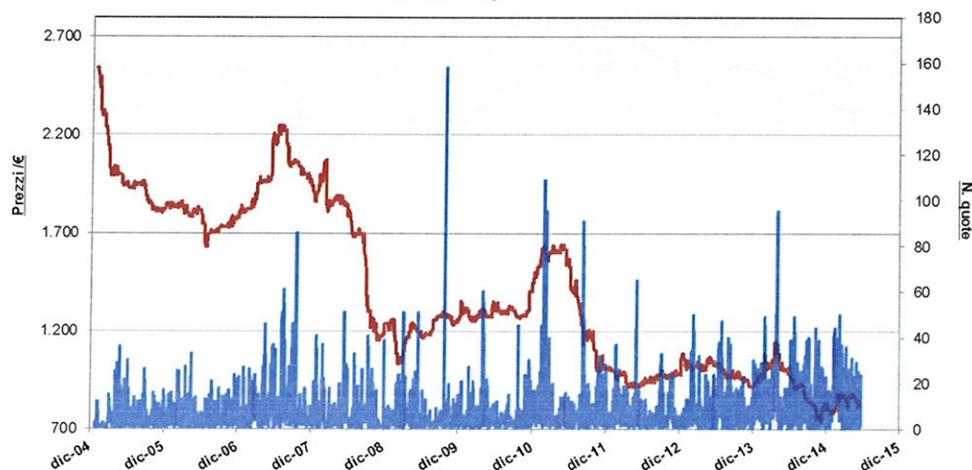
La quotazione al 30 giugno 2015 è stata pari ad Euro 830. Nel grafico seguente si evidenzia l'andamento delle quotazioni:

*Andamento quotazioni*



Di seguito viene rappresentato graficamente l'andamento dei volumi e dei prezzi dalla data di collocamento al 30 giugno 2015:

*Volumi & quotazioni*



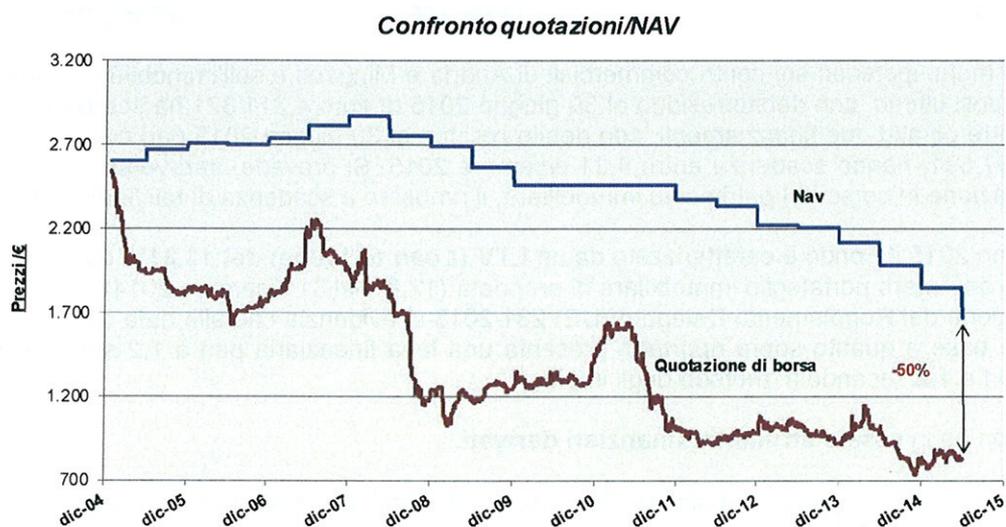
Come già anticipato nel paragrafo 1.3 *Il mercato dei fondi Immobiliari*, nel mercato quotato dei Fondi immobiliari i prezzi differiscono in misura rilevante rispetto al valore complessivo netto contabile (NAV) del fondo risultante dalla relazione. Nello specifico al 30 giugno 2015 il disallineamento ("sconto") tra il

valore della quota rilevato sul mercato (Euro 830) e quello risultante dal NAV (Euro 1.673,260) è pari al 50%, in diminuzione rispetto allo sconto alla fine del 2014 e 2013 (entrambe circa 56%).

I principali fattori penalizzanti sono:

- 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.

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



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 al 30 giugno 2015 chiude con un risultato del periodo pari a Euro – 9.952.068 che depurato delle svalutazioni immobiliari di Euro 10.200.000 è pari ad un utile di Euro 247.932 determinato:

- (i) dal ripristino della svalutazione della partecipazione in Andria per Euro 55.100;
- (ii) dai maggiori canoni attivi di locazione al netto degli oneri per la gestione degli immobili e delle relative imposte comunali (IMU e TASI) per Euro 2.033.699;
- (iii) dagli oneri finanziari gravanti sui mutui ipotecari per Euro -332.629;
- (iv) dagli altri oneri di gestione pari a Euro – 1.672.753
- (v) in parte compensati dagli altri ricavi al netto degli oneri per un totale di Euro 164.515.

La variazione negativa del risultato operativo di gestione al netto delle svalutazioni immobiliari e delle partecipazioni del semestre 2015 rispetto al risultato operativo di gestione dello stesso periodo dell'anno precedente è pari a circa 600 mila euro ed è determinata dall'effetto combinato dei seguenti fattori:

- i. da una riduzione del risultato della gestione degli immobili per circa Euro 200 mila (principalmente per i minori ricavi da locazione per riduzione di canoni);
- ii. dai maggiori oneri di gestione al netto dei ricavi per Euro 400 mila per effetto combinato delle minori provvigioni di gestione (circa Euro 600 mila) e dall'accantonamento a fondo rischi (circa Euro 1 milione) a copertura perdite future di gestione della società partecipata Andria Mongolfiera srl, data la probabile passività che potrà derivare dai contenziosi fiscali in essere e meglio descritti nell'andamento delle partecipazioni.

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'1,8% del NAV è stata ridotta allo 0,9% con efficacia 1 gennaio 2015.

#### 2.4.5. Finanziamenti, Derivati e liquidità del fondo

Il Fondo ha in essere i seguenti **finanziamenti bancari**:

<b>Banca Finanziatrice</b>	<b>Importo erogato/accollato</b>	<b>Debito residuo al 30 giugno 2015</b>
Monte dei Paschi di Siena	27.000.000	5.943.775
Banca Popolare di Milano	29.000.000	4.853.816
ICCREA Banca e BCC Roma	8.000.000	4.211.321
<b>Totale</b>	<b>64.000.000</b>	<b>15.008.912</b>

Si tratta di mutui ipotecari sui centri commerciali di Andria e Minganti e sull'immobile sito in Milano, Via Broletto; quest'ultimo, con debito residuo al 30 giugno 2015 di euro 4.211.321 ha scadenza a dicembre 2016, mentre gli altri due finanziamenti, con debito residuo al 30 giugno 2015 pari complessivamente a euro 10.797.591, hanno scadenza entro il 31 dicembre 2015. Si prevede, attraverso le attività di commercializzazione in corso del patrimonio immobiliare, il rimborso a scadenza di tali finanziamenti.

Al 30 giugno 2015 il Fondo è caratterizzato da un **LTV (Loan to Value) del 13,81%** calcolato sul valore di mercato dell'intero portafoglio immobiliare di proprietà (12,7% al 31 dicembre 2014).

In applicazione del Regolamento Delegato (UE) 231/2013 si evidenzia che alla data del 30 giugno 2015 il fondo, in base a quanto sopra riportato, presenta una leva finanziaria pari a 1,2 secondo il "metodo lordo" e pari a 1,2 secondo il "metodo degli impieghi".

Il Fondo non ha in essere **strumenti finanziari derivati**.

Al 30 giugno 2015, la liquidità disponibile, di circa euro 1,4 milioni, risultava depositata sul c/c in essere presso la banca depositaria.

#### 2.4.6. Governance del Fondo

L'assemblea straordinaria dei soci riunitasi il 28 aprile 2015 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.

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.

### 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. OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI

InvestIRE sgr ha adottato una Policy di gestione del rischio (di seguito "Policy"), ai sensi del Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013, al fine di individuare tutti i rischi ai quali i fondi di investimento alternativi (di seguito "FIA") immobiliari chiusi gestiti dalla SGR sono esposti o potrebbero essere esposti. La Policy è differenziata per ogni FIA: è adeguata alla natura, alla scala e alla complessità dell'attività del FIA gestito.

La Policy include la descrizione degli strumenti e delle procedure necessarie per permettere alla SGR di valutare, per ogni FIA che gestisce, l'esposizione al **rischio di mercato**, **rischio di liquidità**, **rischio di credito**, **rischio di controparte**, nonché l'esposizione a **qualsiasi altro rischio pertinente, compreso il rischio operativo**, che potrebbe assumere un impatto significativo sul rendimento dei sottoscrittori.

La Funzione di Gestione del Rischio ha sviluppato un modello di *Fund Risk Assessment*, prevalentemente di tipo quantitativo, al fine di stimare su base periodica il grado di rischio dei FIA gestiti da Inve-

stiRE. Le classi di rischio previste dal modello 7: Basso, Contenuto, Moderato, Media Entità, Severo, Elevato e Molto Elevato.

Nello specifico del rischio di liquidità, la Funzione di Gestione del Rischio svolge periodicamente prove periodiche di stress delle variabili rilevanti al fine di verificarne l'impatto sul rendimento medio e sulle stime di cassa del fondo.

Relativamente alla gestione dei rischi operativi, essa avviene in due fasi distinte: la prima, gestione *ex ante*, volta all'identificazione e creazione dei presidi a mitigazione del rischio operativo potenziale, la seconda, gestione *ex post*, orientata alla misurazione, gestione e monitoraggio dei rischi operativi residui.

Nella gestione *ex ante* i rischi operativi vengono gestiti a cura del Consiglio di Amministrazione della SGR attraverso l'adozione di un puntuale e dettagliato sistema di procedure interne mantenuto ed aggiornato nel tempo in base all'evoluzione strategica, organizzativa ed operativa della SGR stessa. Nella gestione *ex post* l'attenzione viene invece rivolta all'analisi dell'efficacia dei presidi posti in essere al fine di mitigare i rischi operativi attraverso la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei suddetti rischi.

La Funzione di Gestione del Rischio, in particolare, evidenzia i principali rischi legati ad operazioni di nuovi investimenti o di disinvestimenti immobiliari ed elabora un'analisi sulla solidità patrimoniale e finanziaria di potenziali nuovi conduttori o acquirenti.

Nell'ambito di operazioni di investimento della liquidità, nonché in fase di sottoscrizione di nuovi finanziamenti, la Funzione verifica il rispetto dei limiti normativi (ove previsti) e regolamentari previsti per il FIA.

Con cadenza semestrale la Funzione di Gestione del Rischio verifica le assunzioni finanziarie delle perizie degli Esperti Indipendenti, ripercorrendo le ipotesi adottate dall'esperto e verificandone la congruità e la continuità rispetto al passato e rispetto al contesto di mercato.

La Funzione, infine monitora giornalmente, tramite un *info service provider*, i conduttori degli immobili (e gli appaltatori in merito ad eventi negativi a carico della società, dei soci e degli esponenti aziendali, protesti, procedure concorsuali, nuovi bilanci depositati presso la Camera di Commercio).

Oltre alle attività sopra descritte vengono tenute in debita considerazione e presidiate dalla SGR ulteriori aree ed attività di rischio, tra cui quelle che in particolare riguardano:

- la normativa antiriciclaggio e di contrasto al terrorismo;
- la normativa in materia di protezione dei dati personali di cui al D.Lgs. 30 giugno 2003, n. 196 e successive modifiche ed integrazioni; e
- la disciplina introdotta dal D.Lgs. 8 giugno 2001 n. 231 recante norme sulla "responsabilità amministrativa delle persone giuridiche".

## 5. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETÀ' DEL GRUPPO DELLA SGR

Si segnala che il contratto di *property* per la gestione del patrimonio immobiliare del fondo è stipulato con la Revalo S.p.A., società facente parte del gruppo di appartenenza della SGR. In considerazione del fatto che Revalo è costituita per il 37% da BS7 S.p.A., per il 36% da Banca Finnat, per il 15% da Regia, soci diretti di Investire SGR, il contratto è in potenziale conflitto di interessi; per questo motivo verranno posti in essere i presidi richiesti sia dalla *conflict* policy aziendale in materia.

## 6. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2015

Nell'ambito della gestione del patrimonio immobiliare e del fondo, non risultano eventi successivi al 30 giugno 2015 da riportare nel presente documento.

## 7. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

La Relazione Semestrale al 30 giugno 2015 del Fondo Invest Real Security chiude con un **valore complessivo netto del Fondo (NAV) pari a Euro 94.371.844**, che, se si confronta con quello al 31 dicembre 2014, pari a Euro 104.323.912, registra un **decremento pari ad Euro 9.952.068 (-9,5%)**.

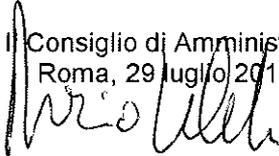
La diminuzione del valore del Fondo è conseguenza dell'effetto combinato dei seguenti fattori:

- per euro -10.200.000 (-9,8%) alla svalutazione del patrimonio immobiliare, derivante dalla valutazione a valori di mercato; al riguardo si fa presente che il CdA della SGR del 21 luglio 2015 ha deliberato positivamente l'offerta di acquisto dell'immobile di Via Broletto 16 in Milano ad un prezzo pari a Euro 34.000.000, acquisendo, pertanto, tale valore nel patrimonio immobiliare in sostituzione di quello espresso dall'Esperto Indipendente per euro 36.900.000;
- +247.932 (+0,2%) per l'utile operativo di periodo.

Al 30 giugno 2015 il **valore unitario delle quote** risulta pari a Euro **1.673,260**, 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 30 giugno 2015) di euro 2.475.000 per quota e di un valore di quotazione alla stessa data di euro 830,0. Il NAV pertanto si presenta inferiore al valore nominale residuo; la borsa, inoltre, sconta di circa il 50% il valore delle quote al 30 giugno 2015.

Nonostante un risultato operativo positivo, in applicazione delle disposizioni di cui all'art. 4.5 del Regolamento del fondo, non sussistono i presupposti per determinare un provento distribuibile per l'effetto della presenza di minusvalenze da valutazione superiori allo stesso risultato.

In relazione a quanto esposto ed in coerenza con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione del 29 luglio 2015 delibera di approvare la Relazione Semestrale del fondo al 30 giugno 2015.

Il Consiglio di Amministrazione  
Roma, 29 luglio 2015  


## Situazione Patrimoniale

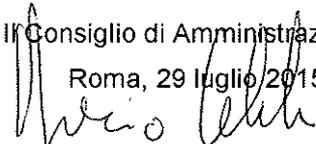
RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2015		Situazione al 31/12/2014	
	valore complessivo	in percentuale dell'attivo	valore complessivo	in percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>348.349</b>	<b>0,31</b>	<b>293.249</b>	<b>0,24</b>
A1. Partecipazioni di controllo	348.349	0,31	293.249	0,24
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
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>	<b>108.700.000</b>	<b>96,70</b>	<b>118.900.000</b>	<b>97,88</b>
B1. Immobili dati in locazione	108.700.000	96,70	118.900.000	97,88
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>	<b>1.409.298</b>	<b>1,25</b>	<b>747.442</b>	<b>0,62</b>
F1. Liquidità disponibile	1.409.298	1,25	747.442	0,62
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>1.952.117</b>	<b>1,74</b>	<b>1.539.889</b>	<b>1,27</b>
G1. Crediti per p.c.f. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	69.435	0,06	51.819	0,04
G3. Risparmio d'imposta				
G4.1 Crediti vs clienti	1.783.817	1,59	1.189.370	0,98
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso				
G4.3 Altre	98.865	0,09	298.700	0,25
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>112.409.764</b>	<b>100,00</b>	<b>121.480.580</b>	<b>100,00</b>

*Arzò Velh*

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2015	Situazione al 31/12/2014
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>15.008.913</b>	<b>15.072.144</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	15.008.913	15.072.144
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>3.029.007</b>	<b>2.084.524</b>
M1. Provigioni ed oneri maturati e non liquidati	1.190.606	1.240.979
M2. Debiti di imposta	275	7.200
M3. Ratei e risconti passivi	91.661	84.539
M4. Debiti verso altri	1.000.000	
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	746.465	751.806
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>18.037.920</b>	<b>17.156.668</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>94.371.844</b>	<b>104.323.912</b>
Numero delle quote in circolazione	56.400	56.400
Valore unitario delle quote	1.673,260	1.849,715
Rimborsi o proventi distribuiti per quota		

Il Consiglio di Amministrazione

Roma, 29 luglio 2015



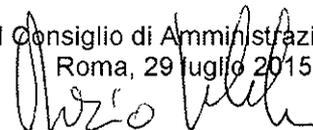
## Sezione Reddittuale

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Situazione al 30/06/2015		Situazione al 30/06/2014	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>	55.100		-99.671	
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili / perdite da realizzi				
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	55.100		-99.671	
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili / perdite da realizzi				
A2.3 plusvalenze / minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili / perdite da realizzi				
A3.3 plusvalenze / minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		55.100		-99.671
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	-8.166.301		-6.176.294	
B1. CANONI DI LOCAZIONE ED ALTRI PROVENTI	2.938.142		3.076.477	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE	-10.200.000		-8.400.000	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-581.433		-536.690	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI E ALTRE SIMILARI	-323.010		-316.081	
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		-8.166.301		-6.176.294
<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 realizzi				
E3. plusvalenze / minusvalenze				
<b>Risultato gestione investimenti</b>		-8.111.201		-6.275.965



RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Situazione al 30/06/2015		Situazione al 30/06/2014	
<b>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>				
PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E				
G1.	ASSIMILATE			
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
Risultato lordo della gestione caratteristica		-8.111.201		-6.275.965
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>				
<b>H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>				
H1.1	su finanziamenti ipotecari	-312.709		-331.140
H1.2	su altri finanziamenti	-312.709		-331.140
<b>H2. ALTRI ONERI FINANZIARI</b>				
Risultato netto della gestione caratteristica		-8.443.830		-6.626.973
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>				
I1.	Provvigione di gestione SGR	-1.672.753		-1.155.479
I2.	Commissioni banca depositaria	-424.393		-1.006.594
I3.	Oneri per esperti indipendenti	-26.581		-29.896
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-12.500		-12.500
I5.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-7.045		-6.608
I5.	Altri oneri di gestione	-1.202.234		-99.881
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>				
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	164.515		134.018
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	18		7.877
L2.	Altri ricavi	170.391		127.901
L3.	Altri oneri	-5.894		-1.760
Risultato della gestione prima delle imposte		-9.952.068		-7.648.434
<b>M. IMPOSTE</b>				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile / perdita del periodo		-9.952.068		-7.648.434

Il Consiglio di Amministrazione  
Roma, 29 luglio 2015



## RELAZIONI

InvestIRE SGR S.p.A.

PREFAZIONE FONDO IRS

Data del rapporto: 15 Luglio 2015  
Data di Valutazione: 30 Giugno 2015

### 11 Metodo di Valutazione adottato

Al fine di determinare il più probabile valore di mercato, DTZ Italia S.r.l. ha compiuto nel 2015, un sopralluogo negli Immobili costituenti il Portafoglio IRS, per sincerarsi della situazione generale, in particolar modo della loro qualità edilizia, del livello di vetustà e dello stato conservativo in cui attualmente essi versano.

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

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

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

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

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

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

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

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

Abbiamo assunto una crescita dei canoni di locazione di mercato 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.

Global Economic / Oil Inflation	PERIODI	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Inflation Rate / Market Growth		0.82%	0.98%	0.88%	1.18%	1.72%	1.67%	1.88%	1.88%	1.88%	1.88%
Index / Rate	75%	0.82%	0.73%	0.66%	1.01%	1.29%	1.43%	1.41%	1.45%	1.45%	1.41%

L'inflazione annua attesa è stata fornita per i prossimi 7 anni, pertanto si è mantenuta l'ultima proiezione pari al 1,88%, per gli ultimi 3 anni del periodo decennale considerato.

### 12 Valore di Mercato Portafoglio IRS al 30 Giugno 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 30 Giugno 2015, pari a:

<b>VALORE DI MERCATO FONDO IRS AL 30.06.2015</b>	<b>€ 111.600.000</b> (CENTO UNDICI MILIONI SEI CENTO MILA EURO)
--	--

InvestIRE SGR S.p.A.

PREFAZIONE FONDO IRS

Data del rapporto: 15 Luglio 2015  
Data di Valutazione: 30 Giugno 2015

### 13 Confidenzialità e Raccomandazioni

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

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

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

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 S.r.l.



Ugo Enrico Arcaini FRICS  
Membro del Consiglio di Amministrazione  
In nome e per conto di  
DTZ Italia S.r.l.