



FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

INVEST REAL SECURITY

Fondo gestito da Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR, società incorporata con effetto giuridico, contabile e fiscale dal 1° gennaio 2015 in Investire Immobiliare SGR S.p.A. (facente parte del gruppo Banca Finnat), con sede in Roma, Piazza del Gesù 49, numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Roma n. 06931761008, con atto Notaio M. Misurale Rep. 198062 del 19 dicembre 2014 e registrato il 22 dicembre 2014.



RENDICONTO DI GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2014

Approvato dal Consiglio di Amministrazione
della Investire Immobiliare SGR S.p.A.
in data 27 febbraio 2015

INDICE

INFORMAZIONI SOCIETARIE	3
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	5
INFORMAZIONI GENERALI	6
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI	7
1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO	7
1.1 <i>Quadro macroeconomico</i>	7
1.2 <i>Andamento del mercato immobiliare</i>	8
1.3 <i>Mercato dei fondi immobiliari</i>	10
2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO.....	16
2.1 ANDAMENTO DELLA GESTIONE	16
2.2 OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI.....	19
2.3 EVENTI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO	20
RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2014	21
SITUAZIONE PATRIMONIALE	21
SEZIONE REDDITUALE	23
NOTA INTEGRATIVA	25
PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA.....	25
PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	29
<i>Sezione I – Criteri di valutazione</i>	29
<i>Sezione II – Le attività</i>	31
<i>Sezione III – Le passività</i>	38
<i>Sezione IV – Il valore complessivo netto</i>	41
<i>Sezione V – Altri dati patrimoniali</i>	42
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	43
<i>Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari (esclusi interessi)</i>	43
<i>Sezione II – Beni immobili</i>	43
<i>Sezione III – Crediti</i>	44
<i>Sezione IV – Depositi bancari</i>	44
<i>Sezione V – Altri beni</i>	44
<i>Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari</i>	44
<i>Sezione VII – Oneri di gestione</i>	45
<i>Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri</i>	46
<i>Sezione IX – Imposte ed altri aggiornamenti normativi</i>	47
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI.....	51

INFORMAZIONI SOCIETARIE

In data 19 dicembre 2014 si è perfezionata l'operazione di fusione per incorporazione di Polaris Real Estate SGR SpA (*Incorporata*) e Beni Stabili Gestioni SpA SGR (*Incorporata*) in Investire Immobiliare SGR SpA (*Incorporante*), con atto a rogito Notaio Maurizio Misurale di Roma Rep.n. 198062/70931, registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Roma 1 in data 22 dicembre 2014 n. 32256, serie 1T ed iscritto nei Registri delle Imprese di Roma e Milano in data 23 dicembre 2014.

La fusione ha avuto effetto a decorrere dal 1° gennaio 2015 e, da tale data, l'Incorporante Investire Immobiliare SGR S.p.A è subentrata, ai sensi dell'articolo 2504 bis c.c., in tutto il patrimonio attivo e passivo delle società incorporate, inclusa la gestione dei fondi immobiliari, nonché, in tutti i diritti, le ragioni, le azioni giudiziarie, i crediti e i debiti, gli obblighi, i contratti ed impegni di qualsiasi natura, sia di fronte ai privati come nei confronti di tutte le pubbliche amministrazioni, anche comunali.

Contestualmente all'efficacia della fusione sono cessati dalle cariche e dalle relative mansioni e facoltà gli organi amministrativi e gli organi di controllo delle incorporate (Nota 1); gli incaricati della revisione legale dei conti delle Incorporate hanno continuato a svolgere le proprie funzioni al solo fine di esprimere il giudizio sui dati contabili al 31 dicembre 2014, ivi inclusi quelli relativi ai rendiconti annuali dei Fondi gestiti dalle stesse Incorporate.

In conseguenza della fusione, il capitale sociale dell'Incorporante è stato aumentato di Euro 6.170.000,00 passando da Euro 8.600.000,00 a Euro 14.770.000,00, mediante emissione di numero 6.170 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1.000,00 cadauna.

A seguito dell'efficacia della fusione, il capitale sociale dell'Incorporante risulta così suddiviso:

1. BANCA FINNAT EURAMERICA S.P.A. è titolare di 7.409 azioni ordinarie, pari al 50,16% del capitale sociale;
2. B.S. 7 SOCIETA' PER AZIONI è titolare di 2.643 azioni ordinarie, pari al 17,90% del capitale sociale;
3. REGIA SRL è titolare di 1.720 azioni ordinarie, pari al 11,64% del capitale sociale;
4. FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCE LOMBARDE è titolare di 1.277 azioni ordinarie, pari al 8,65% del capitale sociale;
5. CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA ED ASSISTENZA IN FAVORE DEI GEOMETRI è titolare di 1.140 azioni ordinarie, pari al 7,72% del capitale sociale;
6. ICCREA HOLDING SPA è titolare di numero 352 azioni ordinarie, pari al 2,38% del capitale sociale;
7. FONDAZIONE CASSA DEI RISPARMI DI FORLI' è titolare di numero 229 azioni ordinarie, pari al 1,55% del capitale sociale.

Inoltre, alla data di efficacia della fusione sono stati emessi i seguenti warrant:

- n. 8.600 (ottomilaseicento) warrant "Categoria A", sulla base del Regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione sub "B", assegnati gratuitamente ai soci dell' Incorporante INVESTIRE IMMOBILIARE SGR S.P.A secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria A" per ogni azione della medesima Società Incorporante detenuta alla data di efficacia della fusione;
- n. 3.524 (tremilacinquecentoventiquattro) warrant "Categoria B", sulla base del Regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione "sub C", assegnati gratuitamente ai soci della BENI STABILI GESTIONI S.P.A. SGR secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria B" per ogni azione della INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.P.A. assegnata in concambio alla data di efficacia della Fusione;
- n. 3.524 (tremilacinquecentoventiquattro) warrant "Categoria B2", sulla base del Regolamento accluso al Progetto di Fusione sub "D", assegnati gratuitamente ai soci della BENI STABILI GESTIONI S.P.A. - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria B2" per ogni azione di INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.P.A. assegnata in concambio alla data di efficacia della fusione;
- n. 2.646 warrant "Categoria C", sulla base del Regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione sub "E", assegnati gratuitamente ai soci della POLARIS REAL ESTATE SGR S.p.A. secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria C" per ogni azione di INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.P.A assegnata in concambio alla data di efficacia della fusione.

In data 13 gennaio 2015 si è riunita l'Assemblea ordinaria dei soci di Investire Immobiliare Sgr S.p.A., che, a seguito delle dimissioni dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, ha deliberato, tra l'altro, di nominare:

1. quali membri del Consiglio di Amministrazione i Signori:

- Aldo Mazzocco, *Presidente*;
- Carlo Cerami, *Vice Presidente*;
- Dario Valentino, *Amministratore Delegato*;
- Domenico Bilotta, *Consigliere*;
- Giulio Bastia, *Consigliere*;
- Ermanno Boffa, *Consigliere*;
- Leonardo Buonvino, *Consigliere*;
- Fabio Carozzo, *Consigliere*;
- Giuseppe Mazzarella; *Consigliere*;
- Arturo Nattino, *Consigliere*;
- Anna Pasquali, *Consigliere*;
- Maurizio Pinnarò, *Consigliere*;
- Marco Tofanelli, *Consigliere*.

2. quali membri del Collegio Sindacale i Signori:

- Francesco Minnetti, *Presidente*;
- Carlo Napoleoni, *Sindaco Effettivo*;
- Andrea Severi, *Sindaco Effettivo*;
- Marco Vicini, *Sindaco Supplente*;
- Antonio Staffa, *Sindaco Supplente*.

Il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale resteranno in carica fino all'Assemblea di approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017.

In data 5 febbraio 2015 il Consiglio di Amministrazione della Società dopo averne verificato i requisiti ha conferito la nomina di Amministratori Indipendenti all'Avv. Giuseppe Mazzarella e al Dott. Marco Tofanelli.

(Nota 1)

Consiglio di Amministrazione Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR in carica fino al 31/12/2014	
<i>Presidente</i>	Ing. Aldo Mazzocco
<i>Amm. Delegato</i>	Arch. Anna Pasquali
<i>Vice Presidente</i>	Dott. Carlo Napoleoni
	Dott. Massimo Lapucci
	Arch. Claudio Sposito
	Avv. Stefano Vittori
	Ing. Carlo M. G. Masseroli
Collegio Sindacale Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR in carica fino al 31/12/2014	
<i>Presidente</i>	Dott. Giovanni Naccarato
<i>Sindaci effettivi</i>	Dott. Gianluca Pivato
	Dott. Mauro Pastore
<i>Sindaci supplenti</i>	Dott. Lucio Bevilacqua
	Dott. Francesco Longo

DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

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

Tipologia	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
Data avvio operatività del Fondo	29/09/2003
Scadenza del Fondo	31 dicembre 2016 - periodo di grazia di 3 anni dal 31 dicembre 2013
Tipologia patrimonio immobiliare	Immobili con varia destinazione, prevalentemente di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
Banca Depositaria	ICCREA Banca S.p.A. fino al 19/10/2014 I.C.B.P.I. S.p.a dal 20/10/2014
Esperto Indipendente	DTZ Italia S.p.A.
Società di revisione	Mazars S.p.A.
Fiscalità	Fiscalità prevista per tali strumenti finanziari, come da D.L. 351/2001 del 25 settembre 2001, convertito dalla Legge n. 410/2001, dal D.L. 78/2010 convertito dalla Legge n. 122/2010, dal D.L. 70/2011 convertito dalla Legge n. 106/2011, dal DL 83/2012 convertito dalla Legge 07/08/2012 n. 134, Dlgs 44/2014
Valore del Fondo al collocamento	Euro 141.000.000
Numero di quote collocate	56.400
Valore nominale originario delle quote	Euro 2.500
Valore nominale delle quote al 31 dicembre 2014	Euro 2.475
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2014	Euro 104.323.912
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2014	Euro 1.849,715
Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2014	Euro 118.900.000
Quotazione	MIV, Segmento Fondi Chiusi, Borsa Italiana

In merito alla scadenza del Fondo si evidenzia che in data 11 dicembre 2014 si è tenuta l'Assemblea dei Partecipanti chiamata a deliberare la proposta di modifica del Regolamento del Fondo al fine di introdurre la facoltà da parte del Consiglio di Amministrazione, previo parere del Collegio Sindacale, di deliberare la Proroga Straordinaria Biennale (al 31 dicembre 2018), al solo fine di completare lo smobilizzo degli investimenti in portafoglio, prevista dalla Legge n.116/2014.

Le suddette modifiche regolamentari non sono state approvate a seguito di voto contrario della maggioranza dei partecipanti all'Assemblea.

INFORMAZIONI GENERALI

Il presente rendiconto, redatto in osservanza al principio di chiarezza e precisione, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria al 31 dicembre 2014 e l'andamento economico dell'esercizio chiuso a tale data del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso Beni Stabili Invest Real Security, ed è composto, in osservanza a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dal Decreto del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, n. 228 del 24 maggio 1999 e dalle direttive impartite dalla Banca d'Italia con il provvedimento dell'8 maggio 2012 e successive modifiche, dai seguenti documenti:

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

Il rendiconto è corredato dalla Relazione degli Amministratori della Società di gestione del Fondo. La Nota integrativa forma parte integrante del rendiconto. Essa fornisce informazioni più dettagliate sui dati contabili delle sezioni patrimoniale e reddituale ed ulteriori notizie al pubblico, rispetto a quelle ricavabili dagli schemi di bilancio, in quanto ritenute necessarie ad esprimere in modo chiaro, veritiero e corretto i dati esposti nel rendiconto di gestione.

La nota è ripartita in parti e sezioni, che illustrano singoli aspetti della gestione, in funzione dell'operatività svolta dal Fondo ed è corredata di allegati che ne costituiscono parte integrante, incluso il prospetto dei flussi di cassa.

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

Il rendiconto al 31 dicembre 2014 è oggetto di revisione contabile da parte di Mazars S.p.A..

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1.1 Quadro macroeconomico

Secondo l'analisi del quadro macroeconomico mondiale condotta da Banca d'Italia (Bollettino Economico n. 1 – gennaio 2015), la dinamica dell'economia globale e del commercio internazionale nel corso del 2014 è stata decisamente inferiore alle attese. Anche se si sono intravisti segnali di un lento miglioramento, la ripresa è ancora fragile e difforme tra le varie aree. Nella seconda metà dell'anno l'attività globale si è progressivamente rafforzata, sostenuta dalla ripresa dei principali parametri e dal forte slancio espansivo in alcune delle principali economie avanzate, soprattutto gli Stati Uniti, dove l'attività economica ha accelerato nettamente, crescendo oltre le attese. Nello stesso tempo, persiste la debolezza nell'area dell'euro e in Giappone, per il prolungarsi del rallentamento in Cina e per la brusca frenata in Russia. La crescita nei mercati emergenti è rimasta contenuta e incerta per effetto delle tensioni geopolitiche e sui mercati finanziari, nonché di ostacoli di natura strutturale. L'avvio di una vera ripresa risulta, quindi, ancora molto difforme tra le diverse regioni del mondo ed è frenata ancora da numerosi elementi di incertezza.

Area Euro

La crescita economica nell'area dell'euro rimane modesta. Nel terzo trimestre del 2014 il PIL dell'area è cresciuto in misura modesta (0,2%) e si prefigura per il quarto trimestre una crescita ancora contenuta, con andamenti differenziati tra paesi. Tra le maggiori economie il prodotto è tornato ad aumentare in Francia (0,3%) e molto lievemente in Germania (0,1%), mentre è diminuito in Italia (-0,1%). L'interscambio con l'estero ha fornito un contributo appena positivo alla variazione del PIL; l'apporto della domanda interna è stato nullo, a causa del calo degli investimenti e della crescita limitata dei consumi. Anche in Germania l'attività economica ha subito un rallentamento, a causa del calo della domanda estera che non è compensata da un sufficiente recupero di quella interna. Le prospettive di crescita per i prossimi mesi sono state riviste al ribasso, sia per l'area euro nel suo complesso che per le principali economie.

In dicembre l'inflazione al consumo è scesa su valori negativi, per la prima volta da ottobre del 2009 e le aspettative per il 2015 sono di un'inflazione dell'area pari allo 0,6%, ulteriormente rivista al ribasso rispetto alle previsioni. Su orizzonti più lunghi risalirebbe solo lentamente, rimanendo a lungo su livelli bassi. La BCE è pronta a ricorrere a nuove misure per contrastare i rischi crescenti per la stabilità dei prezzi e per fronteggiare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione.

Il mercato del lavoro è in fase di miglioramento in alcuni Paesi, come il Regno Unito, mentre il tasso di disoccupazione è ancora in crescita in altre nazioni, soprattutto nell'Europa del sud.

Italia

Attività economica – In Italia l'attività economica resta debole. Dopo una sostanziale stabilizzazione nella seconda parte del 2013, l'economia è tornata a indebolirsi. Nella prima metà del 2014 il PIL ha risentito del protrarsi della caduta degli investimenti e, in misura minore, dell'effetto dell'andamento sfavorevole del commercio internazionale sulle nostre esportazioni. Migliorano invece i consumi delle famiglie, che hanno registrato un modesto rialzo. Secondo le valutazioni di Banca d'Italia, nel quarto trimestre il PIL sarebbe ancora lievemente diminuito, come indicato dalla flessione della produzione industriale. Le prospettive della domanda estera sono diventate più incerte, risentendo dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche. Secondo i principali osservatori un'inversione di tendenza dell'attività produttiva potrebbe verificarsi nella prima parte dell'anno, ma con ancora un'elevata incertezza. Nei sondaggi più recenti il miglioramento delle opinioni delle imprese, in atto dal 2013, ha subito una battuta d'arresto, cui hanno contribuito le prospettive sulla domanda e sulla situazione economica generale. La maggioranza delle imprese intervistate nell'indagine autunnale condotta da Banca d'Italia conferma, comunque, la spesa per investimenti nel 2015, in particolare quelle aziende con migliori condizioni di accesso al credito, con minori problemi di liquidità e soprattutto con attese positive sull'evoluzione della domanda dei propri prodotti. Rimane debole il settore delle costruzioni, nonostante un'attenuazione della flessione del prezzo delle abitazioni.

Consumi – Nella prima metà dell'anno i consumi delle famiglie, in forte caduta dall'avvio della crisi, sono tornati a crescere, sia pure in misura contenuta. Vi ha contribuito il deciso aumento della fiducia registrato fino alla primavera. Nei mesi estivi le opinioni delle famiglie sul quadro economico generale sono peggiorate; tuttavia nella media giugno-agosto la produzione industriale nei settori dei beni di consumo ha significativamente accelerato e nel terzo trimestre sono lievemente aumentate le immatricolazioni di autovetture.

Occupazione – Segnali di stabilizzazione si erano intravisti sul fronte del mercato del lavoro, con una leggera ripresa dell'occupazione in primavera. I dati registrati a ottobre, evidenziano un balzo record del

tasso di disoccupazione, stimato al 13,2%, in aumento dello 0,3% rispetto al mese precedente. Record negativo anche per il tasso di disoccupazione giovanile, salito al 43,3%, in aumento dello 0,6% rispetto al mese precedente. La bassa intensità di utilizzo della manodopera e le aspettative delle imprese delineano prospettive ancora incerte.

Inflazione – L’inflazione al consumo, in calo da oltre un biennio, è risultata negativa sia in agosto sia in settembre (-0,2 e -0,1% sui dodici mesi); nei mesi finali del 2014 è rimasta su valori estremamente bassi, tornando appena negativa (-0,1%) in dicembre. Circa un terzo della flessione è ascrivibile alla riduzione dei prezzi dei prodotti energetici e dei beni alimentari. Al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari), la variazione dell’indice è rimasta positiva, ma ha raggiunto in agosto il valore più basso mai registrato (0,4%). Secondo le previsioni degli operatori, nei prossimi cinque anni l’inflazione risalirebbe solo lentamente. Rimane elevato il rischio che un periodo prolungato di bassa inflazione, se non di calo dei prezzi.

Credito – Vi sono segnali di miglioramento delle condizioni del credito, ma non sono generalizzati. Il costo dei prestiti è diminuito, rispondendo alla riduzione dei tassi ufficiali; si sono stabilizzate le erogazioni di mutui alle famiglie, mentre continua la flessione del credito alle imprese. Secondo i sondaggi le difficoltà di accesso al credito bancario si attenuerebbero, ma restano elevate per le imprese di minore dimensione. Sulla domanda di finanziamenti pesa il ciclo ancora sfavorevole degli investimenti. È proseguita la riduzione rispetto al picco del 2013 dei flussi di nuove sofferenze in rapporto alle consistenze dei prestiti alle imprese.

Domanda estera – La spinta delle esportazioni, che aveva sostenuto la dinamica del prodotto negli ultimi anni nell’area dell’euro e in Italia grazie alla modesta ripresa del commercio mondiale, sembra affievolirsi. In base alle inchieste più recenti, le prospettive sulle nostre vendite all’estero risultano incerte.

1.2 Andamento del mercato immobiliare

Andamento del mercato immobiliare in Europa

L’andamento dei **mercati immobiliari** è stato nel complesso migliore rispetto a quello dell’economia in generale. Segnali di miglioramento, seppure lento e graduale, sono visibili nella maggior parte dei mercati europei, compresi quelli dell’Europa del sud. La liquidità è in aumento tra gli investitori e l’accesso al credito comincia a essere più agevole anche sul versante dei mutui per le famiglie. Molti investitori sono disposti ad alzare il profilo di rischio, allocando risorse in mercati che fino a poco tempo fa erano tagliati fuori dai circuiti di investimento, come Spagna e Italia.

Il comparto **residenziale** guida la ripresa nella maggior parte dei mercati europei. Le politiche monetarie e i tassi di interesse bassi sostengono il recupero e la stabilizzazione dei valori, soprattutto nei Paesi favoriti da uno scenario economico più positivo. Si assiste a un generalizzato aumento delle compravendite, grazie anche alla ripresa del mercato dei mutui. Alcune città, soprattutto nell’Europa del nord, hanno già registrato aumenti consistenti dei prezzi rispetto all’anno scorso, mentre qualche aggiustamento verso il basso ha caratterizzato i Paesi dell’Europa del sud con riferimento agli immobili secondari. Una più generalizzata crescita dei valori è attesa nel biennio 2015-2016, anche se la previsione è legata all’andamento economico e a quanto accadrà all’inflazione.

Gli ultimi mesi hanno evidenziato un generalizzato miglioramento del mercato degli **uffici**, favorito anche da un buon livello di liquidità degli investitori. Tuttavia, l’elevata disoccupazione e il forte debito pubblico esercitano una notevole pressione sul mercato, dominato da un atteggiamento di prudenza da parte degli affittuari e dalla rinegoziazione dei contratti esistenti. I canoni di locazione hanno visto un trend fortemente differenziato. Londra, le principali città tedesche e Dublino hanno registrato aumenti significativi, mentre a Parigi e nella maggior parte delle città dell’Europa del sud e in alcune orientali il trend è ancora negativo.

Il mercato **commerciale** ha performato meglio degli altri durante la crisi e ha mantenuto anche nel 2014 un andamento positivo, sia nella Gdo che nella piccola distribuzione. L’incremento della domanda da parte degli investitori internazionali ha comportato un aumento dei canoni nelle top location delle città più dinamiche. Le previsioni per i prossimi mesi sono di un diffuso miglioramento, con riferimento sia ai volumi che alle quotazioni.

Il comparto **industriale** ha visto un generalizzato miglioramento del clima di fiducia, sebbene l’atteggiamento di società e developer continui a essere finalizzato al contenimento del rischio. La logistica continua a essere caratterizzata da una divisione nord-sud, con vacancy rate in calo e forte attività locativa nei mercati del nord a fronte di eccesso di offerta e assorbimento in calo nell’Europa del sud. E’ in aumento la richiesta di spazi di piccole dimensioni situati nei pressi dei centri urbani, con una crescente attenzione verso gli immobili dotati di elevata flessibilità e alto contenuto tecnologico. I valori sono in fase di stabilizzazione.

In termini di volumi scambiati in Europa (secondo le rilevazioni di CBRE – European Investment–MarketView – Q3-2014), nel terzo trimestre 2014, sono stati raggiunti 48,4 mld di euro, in crescita del 4% rispetto al secondo trimestre 2014 e ancor più (+27%) rispetto allo stesso trimestre del 2013. Da segnalare una crescita record dei volumi scambiati nel terzo trimestre 2014 rispetto allo stesso periodo del 2013 in

paesi come Irlanda (+240%) e Spagna (+174%). Dai recenti dati elaborati da CBRE la Spagna dovrebbe chiudere l'anno con un volume eccezionalmente elevato, poco meno del doppio rispetto all'Italia.

In totale nei primi nove mesi dell'anno sono stati scambiati 133 mld di euro, contro i 105 mld di euro dei primi 9 mesi del 2013. Gli ultimi dati del quarto trimestre, registrano un aumento dei volumi investiti del 40% rispetto al trimestre precedente, facendo chiudere il 2014 con una crescita rispetto all'anno 2013 del 21%. I forti risultati nei mercati core di Francia, Germania e Regno Unito sono stati supportati anche da livelli di attività in crescita in diversi mercati periferici dell'Europa centro-orientale, dei Paesi Nordici e dell'Europa meridionale. Si attende un 2015 positivo: il volume degli investimenti dovrebbe crescere nuovamente, con le migliori performance attese nel Sud Europa e nei Paesi Bassi, dal momento che gli investitori guardano sempre di più ai mercati in via di ripresa.

Andamento del mercato immobiliare in Italia

Il 2014 è stato caratterizzato da un continuità rispetto al 2013. I segnali positivi, registrati nell'anno precedente, sono stati confermati nel primo semestre del 2014 e sono proseguiti anche nella seconda metà dell'anno. Guardando l'andamento degli investimenti trimestre dopo trimestre si nota però un leggero rallentamento nel ritmo di crescita. La ripresa c'è, ma il mercato è cambiato rispetto al ciclo passato. A fronte del sostenuto dinamismo del mercato investimenti, permane un lieve ritardo nella ripresa dei mercati degli utilizzatori e quindi nella domanda da parte delle grandi corporate, soprattutto nel settore uffici. Da evidenziare, in particolare, che si è passati ad un mercato decisamente più dinamico, con un ritorno dell'interesse da parte degli investitori opportunistici che approfittano delle occasioni a prezzi di sconto e di rendimenti mediamente più elevati, contando su un'inversione di tendenza a breve termine. Si è verificata, infatti, una sostituzione degli investitori di lungo periodo con quelli di breve periodo. E' in aumento anche l'interesse degli investitori istituzionali. In generale si avverte ottimismo per una ripartita, sebbene permanga un atteggiamento prudente da parte degli operatori, per le preoccupazioni legate alle difficoltà burocratiche e, soprattutto, all'instabilità politica. Il segno positivo è atteso nel 2015, ma la crescita sarà modesta, con un ritmo inferiore agli altri Paesi europei. La ripresa sarà legata all'avvio di un nuovo ciclo che sarà caratterizzato soprattutto da una crescita qualitativa anziché quantitativa. Il nuovo prodotto dovrà rispondere ad esigenze di flessibilità e multifunzionalità, con scarso consumo del suolo, recupero dell'esistente e ricerca dell'efficientamento energetico dell'immobile.

Secondo gli ultimi dati elaborati da CBRE, il **volume degli investimenti** immobiliari in Italia nell'ultima parte dell'anno con 2,6 miliardi di euro, rappresenta una crescita di oltre il 50% rispetto al trimestre precedente. Già nel terzo trimestre era stato registrato un incremento nell'ordine del +5,5% su base trimestrale e di oltre il +16% su base annua, superando la quota del miliardo di euro. Si conferma quindi per il quarto trimestre consecutivo un trend positivo e un consolidarsi dell'interesse da parte degli investitori, nonostante le avvisaglie di una nuova recessione economica per il Paese ed il posticipo dell'inizio della ripresa al 2016. Il 2014 si chiude con un volume pari a 5,3 miliardi di euro, un aumento dell'11% rispetto allo scorso anno. Ancora una volta è stato il capitale straniero a guidare la ripresa, rappresentando l'80% degli investimenti totali protagonisti nel trimestre, con oltre 4 miliardi investiti. Il volume annuo registrato sul mercato immobiliare italiano mette in evidenza un recupero significativo dalla crisi più acuta del 2012 (+104%) ed è incoraggiante per il settore, ma dimostra ancora una volta il ritardo cronico dell'Italia nei confronti dell'Europa che corre a velocità più che doppie, con un volume complessivo che nel 2014 dovrebbe superare di oltre il 30% quello dello scorso anno.

Permane la debolezza degli investitori nazionali, pressoché assenti negli ultimi due anni, con investimenti stabilizzati intorno al miliardo di euro anche nel 2014. La maggior parte degli investimenti domestici è stata realizzata da fondi legati alle casse di previdenza di alcune categorie. Un numero interessante emerso dall'analisi è quello relativo alla differenza di capitale domestico e straniero investito in Italia tra il 2007 ed il 2014. Infatti, se il capitale straniero è in linea rispetto a quello investito nel 2007, quello domestico è inferiore dell'80%.

I prodotti o le asset class che hanno trainato i volumi sono certamente i grandi portafogli immobiliari a destinazione mista, che hanno rappresentato oltre il 50% del volume totale, con un valore medio che ammonta a circa 55 mln di euro. Il 55% di tali operazioni è stato condotto da fondi immobiliari (nella posizione di venditore e/o acquirente). Per quanto riguarda la distribuzione settoriale degli investimenti, come evidenziato dall'ultimo report *Italy Commercial Real Estate*, il settore retail con oltre il 40% del totale si conferma il più attraente, pur perdendo qualche posizione rispetto al settore uffici che segue con il 30% del totale investito. I prodotti retail continuano a segnare un trend positivo grazie all'azione e all'attività di molti fondi opportunistici, ma ora finalmente anche da parte dei fondi istituzionali. Da segnalare l'acquisizione, nel terzo trimestre 2014, da parte di un fondo pensione italiano della maggioranza di un portafoglio di gallerie commerciali. Il settore uffici rimane stabile alla luce della mancanza di lot size rilevanti tali da richiamare l'attenzione degli investitori stranieri. L'interesse è interamente concentrato a Milano, che si conferma il mercato italiano più importante. Quanto, invece, a distribuzione geografica, i deals si concentrano nel Nord Italia per quasi il 50% dei casi; il Centro conquista il 19% del mercato mentre il Sud si ferma all'1,5%.

I **rendimenti** rimangono stabili come risultato di un raffreddamento nel sentiment generale sull'economia italiana, che tarda a mostrare segnali concreti di cambiamento. Unica eccezione, il settore della logistica per cui è stata registrata un'ulteriore contrazione dei rendimenti di 25 bps come effetto diretto del forte interesse che si sta registrando a livello europeo per portafogli logistici combinato alla scarsità di prodotto prime. In realtà, le recenti transazioni per questo tipo di asset riflettono ancora rendimenti lordi tra il 9 e 10%.

I segnali di ripresa che hanno accompagnato la chiusura del 2013 e tutto il 2014 nel settore degli investimenti immobiliari, si scontrano tuttavia con la situazione di stagnazione in cui versa ancora l'intera economia italiana, a causa di un PIL in diminuzione e previsto in crescita solo nel 2015 e con un settore creditizio che, pur registrando un costo del credito in diminuzione, registra un netto calo nelle richieste di finanziamento. La continua stagnazione dell'economia e le prospettive di crescita riviste al ribasso sono probabilmente da ritenersi uno dei fattori che hanno portato gli addetti ai lavori del mercato immobiliare a intravedere segnali meno ottimistici per i prossimi due anni: le aspettative di una raggiunta stabilità e di un leggero miglioramento del mercato sono attese complessivamente dal 66,9% degli operatori, in diminuzione rispetto alle precedenti rilevazioni trimestrali (70,1% e 79,4% rispettivamente nel secondo e nel primo trimestre 2014), riposizionandosi così sui valori di fine 2012.

Tra i mercati più interessanti per il nuovo ciclo atteso, quello dei trophy e iconic asset, che nel tempo è stato in grado di garantire agli investitori un'ottima protezione del capitale dalle oscillazioni congiunturali. La maggiore tenuta delle quotazioni dei trophy assets, rispetto al normale mercato di riferimento, è stata particolarmente evidenziata negli ultimi sette anni di crisi, durante i quali le quotazioni medie cittadine si sono contratte di diversi punti percentuali, mentre quelle degli asset di alta gamma sono aumentate. Lo scostamento delle quotazioni degli immobili trofeo rispetto ai valori della media cittadina risulta, in termini di prezzi, più elevato per il residenziale a Milano e per il commerciale a Roma, mentre in termini di canoni è più elevato per il commerciale a Milano e per il residenziale e terziario a Roma.

1.3 Mercato dei fondi immobiliari

Il mercato dei fondi conferma la sua competitività rispetto alle altre forme di investimento, anche se ha risentito della perdurante fragilità del sistema economico. Secondo il Rapporto di Scenari Immobiliari, negli otto Paesi europei considerati il 2014 si dovrebbe chiudere con un patrimonio di quasi 388 miliardi di euro, che significa un aumento di circa il 2,4% rispetto all'anno precedente e la cifra più elevata mai raggiunta. La crescita più modesta rispetto all'anno scorso è imputabile alla flessione del valore del patrimonio nel Regno Unito e in Germania.

Per quanto riguarda l'asset allocation, è in aumento la percentuale del residenziale, che per un buon numero di società rappresenta l'asset class più interessante, soprattutto nell'Europa centrale e orientale. Il valore del patrimonio abitativo è destinato a crescere nel prossimo futuro, non solo per i nuovi investimenti ma anche per la probabile rivalutazione degli asset in portafoglio grazie alla ripresa del mercato nella maggior parte dei Paesi. E' in aumento anche l'attività di ristrutturazione e valorizzazione dei patrimoni.

Per quanto riguarda l'Italia, la crescita dell'industria dei fondi immobiliari in Italia, dall'avvio nel 1999 ad oggi si è mantenuto nel tempo, nonostante la doppia crisi immobiliare ed economica. Tra il 2001 e il 2014 il patrimonio è aumentato di quasi diciassette volte: a fine dicembre 2013 il Nav era pari a 38,3 miliardi di euro e si stima che per fine 2014, il Nav superi i 41 mld di euro.

La crescita maggiore è stata quella dei fondi per investitori istituzionali, in linea con quanto sta accadendo nei principali Paesi europei. Più difficile il contesto per i fondi retail, per i quali l'inefficienza del mercato finanziario e l'approssimarsi delle scadenze hanno creato difficoltà. Anche in un anno di mancata ripresa immobiliare come il 2014, il patrimonio netto dei fondi è comunque aumentato del 5,1%, rispetto a una media europea del 2,4% per cento. Sulla stessa linea le previsioni per il 2015, quando entreranno sul mercato nuovi fondi, sia pubblici che di investitori internazionali.

L'asset allocation nel corrente anno ha visto una leggera crescita dei settori più tradizionali, come uffici e commerciale. In un contesto di "zero inflazione", i tradizionali modi di investire stanno subendo profonde trasformazioni e il settore del risparmio gestito in immobili ne sta traendo e ne trarrà molteplici vantaggi. Lo strumento fondo è sufficientemente flessibile per consentire investimenti sia in beni particolari (come immobili pubblici da riqualificare), che in settori come l'energia e le infrastrutture. Con il 2015 si apre quindi una nuova stagione di opportunità per i fondi immobiliari.

Una questione centrale è la scadenza, in tempi relativamente brevi, di molti fondi che potrebbe portare su un debole mercato immobiliare una rilevante offerta con il rischio di un eccesso di offerta. Secondo i dati di Banca d'Italia, entro il 2015 saranno posti in liquidazione un elevato numero di *fondi retail*, riversando sul mercato circa 5 miliardi di euro di immobili. Se si considerano anche i fondi riservati a investitori istituzionali, la massa aumenta in modo esponenziale. A questi si aggiungano i piani di dismissione del sistema previdenziale e bancario. Nell'attuale fase di congiuntura economica appare evidente come tale eccesso di offerta non potrà essere efficacemente assorbito dal mercato e l'inevitabile clima competitivo dei

prezzi ed il probabile ricorso a procedure di quick sale potrebbero influenzare negativamente il rendimento del fondo e dell'equity investita.

L'approvazione a fine agosto del cosiddetto "Decreto Competitività" (D.L. 91/2014, convertito nella L. 116/2014) rappresenta una risposta concreta alle problematiche sopra evidenziate per i fondi retail. Il decreto ha, infatti, introdotto, per i soli fondi quotati, la facoltà di proroga straordinaria per un periodo non superiore a due anni al solo fine di completare lo smobilizzo degli investimenti. È una norma nata proprio con lo scopo di tutelare i quotisti e risparmiatori e a salvaguardare, nel contempo, il mercato dei fondi immobiliari. In tale contesto, appare evidente la ratio della norma che permetterà un più ordinato processo di dismissione degli asset per i fondi in scadenza, attenuando le probabili pressioni sui prezzi ed evitando dismissioni dell'attivo a valori di mercato eccessivamente penalizzanti, con detrimento del valore della quota. Anche le modifiche introdotte dal D.L. "Sblocca Italia" (D.L. 133/2014 convertito in L. 164/2014), agevolando le interazioni tra le SIIQ e i fondi immobiliari, grazie alla possibilità di conferire gli immobili di un fondo in fase di liquidazione in una SIIQ, rappresentano un'ulteriore boccata di ossigeno per il settore dei fondi immobiliari

Il settore residenziale

Il perdurare della crisi economica, accompagnato da un aumento del tasso di disoccupazione, ha frenato le potenzialità della domanda residenziale. Il numero delle compravendite dovrebbe attestarsi per il 2014 a quota 423.000 scambi, avvicinandosi ai valori di circa 30 anni fa, ma complessivamente segnando un'inversione di tendenza rispetto al calo inesorabile dei volumi iniziato nel 2006 e continuato sino allo scorso anno. La previsione per il prossimo anno è quella di un ulteriore incremento delle compravendite (450.000), non si può parlare ancora di ripresa, ma certamente di una normalizzazione dell'andamento

I segnali di una ripresa registrati all'inizio del 2014 (+4,07% rispetto allo stesso periodo del 2013) sono stati confermati nel terzo trimestre (+4,15%), nonostante una battuta d'arresto intermedia registrata a fine giugno.

Il settore è ancora debole, anche a causa dell'incertezza normativa e fiscale, pur continuando a essere il comparto a maggiore potenziale di crescita. Nel primo semestre del 2014 si erano concretizzati in modo più tangibile i segnali di ripresa attraverso, in particolare, la ripresa delle transazioni e l'aumento delle erogazioni di finanziamenti per l'acquisto di una abitazione. Certamente questa ripresa va calata in un contesto macroeconomico che deve ancora consolidarsi, ma i principali indicatori legati all'andamento del settore residenziale hanno comunque mostrato segnali positivi.

Il risultato positivo osservato su base nazionale nel terzo trimestre, si presenta ancora più marcato nelle otto maggiori città italiane (+9,6%).

Tra le città spiccano in particolare i rialzi a Firenze e Bologna che mostrano tassi di variazione intorno al 20%. Roma e Milano, i due mercati più grandi per numero di compravendite, sono in forte recupero in questo trimestre rispetto al terzo trimestre del 2013, con Milano che conferma per il quinto trimestre consecutivo il segno positivo e Roma che rafforza il risultato dello scorso trimestre (+11,8%).

L'accenno di ripresa nel numero di transazioni per il comparto residenziale è stato accompagnato da un propedeutico decremento dei prezzi che continuano a registrare quindi una *performance* negativa. La decrescita dei valori è un carattere comune all'intero mercato, riconducibile a un eccesso di offerta diffuso in tutte le aree urbane. La differenziazione è nella "velocità" con cui variano i prezzi, ridotta per gli immobili di fascia "alta", i quali hanno minori tempi di permanenza sul mercato, e prolungata per gli *asset* secondari. Dal rapporto di Banca d'Italia (Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia - dicembre 2014) si evince come nel terzo trimestre 2014 le transazioni abbiano registrato uno sconto medio del 16,1% tra la richiesta iniziale dei venditori e il prezzo effettivamente pagato al momento del rogito. Restano, comunque, elevate le oscillazioni tra le varie zone: nelle grandi città e nei quartieri più centrali si intravedono segnali positivi, con leggero calo dei tempi di vendita e riduzione della "forbice" tra prezzo richiesto e proposta del compratore. Ancora forte la crisi delle nuove costruzioni, vicine ai minimi storici. L'invenduto è ancora elevato e i nuovi cantieri sono rari.

Le aspettative sul 2015 sono legate all'andamento economico e quindi restano ancora molto caute e con previsioni di leggeri incrementi sul fronte degli scambi, ma non su quello delle quotazioni. Bisognerà probabilmente aspettare il 2016 per superare la soglia delle 500.000 transazioni residenziali

Il settore terziario-uffici

Insieme al settore commerciale, quello degli uffici è stato il preferito dagli investitori esteri. Anche i fondi immobiliari italiani hanno privilegiato questo comparto, che ancora non è uscito però dalla lunga crisi, essendo influenzato dai riflessi dello scenario economico: debolezza del comparto dei servizi, alti livelli di disoccupazione, trasformazioni del modo di lavorare (temporary office, coworking). Complessivamente i primi tre trimestri del 2014 hanno registrato, in termini di volumi, una variazione negativa del -6,67% rispetto allo stesso periodo del 2013. Il terzo trimestre 2014 è stato tuttavia caratterizzato da un robusto livello di attività rispetto agli investimenti in questo settore e relativa a un cospicuo numero di

compravendite in atto, alcune delle quali poi concretizzatesi entro la fine dell'anno. La grossa parte di tali investimenti è stata effettuata da player stranieri, ed è rappresentata da tipologie di operazioni prevalentemente di tipo *core* e opportunistico.

Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di *location* e qualità edilizio-architettonica, i cui contratti di locazione hanno già registrato un riallineamento dei valori alle attuali situazioni di mercato. Il mercato delle locazioni presenta una certa dinamicità in quanto mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione; è infatti in aumento il numero delle società che stanno intraprendendo iniziative di ristrutturazione organizzativa concentrando nei propri *headquarters* tutte le funzioni aziendali, comprese quelle prima delocalizzate sul territorio. Si continua a ricercare immobili di grado A: l'efficienza dell'uso degli spazi e dei consumi, insieme alla *location*, è sempre cruciale nelle scelte localizzative. Cambia il modello del *workplace*: si prediligono l'*open space*, il *desk sharing* e le tecnologie più avanzate che permettono di sfruttare in modo diverso e più intelligente gli spazi di lavoro. Il crescente interesse dei potenziali conduttori per immobili di recente costruzioni con elevate caratteristiche qualitative (classe energetica, funzionalità degli spazi, etc.) principalmente localizzati a Milano e Roma, sta causando un innalzamento del tasso di sfritto di immobili di classe inferiore e con scarsa funzionalità; tasso questo destinato a crescere per gli uffici situati in zone non primarie.

La *vacancy* si mantiene intorno al 10% a Milano e Roma, ma è in calo nelle zone dei business district. Aumenta la domanda non solo da parte degli investitori, ma anche delle imprese che sono alla ricerca di spazi moderni e meglio attrezzati. Questo spostamento dagli immobili di classe B alla classe A sta caratterizzando il mercato in questa fase e si amplierà nel corso del 2015. Nel corso del 2014 si è visto ancora un calo dei canoni medi, mentre i prezzi si sono mantenuti stabili nelle top *location* e in calo nelle altre zone. In termini numerici nel secondo semestre del 2014 i prezzi di compravendita e di locazione del comparto hanno segnato rispettivamente un -1,75% e un -2,00%, in leggera attenuazione del trend negativo

Molto diffuse la "scalettatura" dei canoni per i primi anni di contratto oppure la rinegoziazione degli stessi, anche se per breve periodo. Milano e Roma restano nelle preferenze degli investitori italiani ed esteri, anche se ci sono stati acquisti importanti sia a Torino che Bologna e Firenze. Nel corso del 2015 è probabile il ritorno al mercato dei patrimoni e dello scambio di "pacchetti" più importanti. E' indicatore di una ripresa del mercato che dovrebbe concretizzarsi tra la seconda metà del 2015 e i primi mesi del 2016.

Mercato di Milano

A **Milano** il mercato degli immobili direzionali e terziari rimane il più attivo d'Italia. Il canone medio degli uffici classe A è posizionato su livelli ancora bassi rispetto alle principali città terziarie europee e offre prospettive di crescita per il prodotto di qualità.

L'assorbimento nel terzo trimestre dell'anno ha raggiunto i 55.400 mq, un 15% in meno rispetto alla media trimestrale degli ultimi tre anni. Il dato dei primi nove mesi del 2014 ha superato i 200.000 mq, il 60% in più rispetto al valore registrato nello stesso periodo dello scorso anno. La qualità si conferma il driver principale della domanda, con il 78% della superficie totale assorbita che ha interessato spazi di grado A. Osservando la distribuzione geografica dello spazio assorbito si nota come quasi la metà abbia riguardato uffici posizionati nel CBD. Leggermente peggiorata nel trimestre l'attività nelle aree periferiche e semicentrali.

Per i primi 9 mesi del 2014, i valori di locazione prime sono rimasti stabili su base trimestrale alla soglia di €480/mq/anno; la crescente attività registrata nel CBD ha fatto crescere anche il canone medio, portandolo a € 254mq/anno. Il livello di *vacancy* registrato nel terzo trimestre del 2014 si è attestato al 12,9%, in crescita rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Il volume d'investimento nel settore degli uffici a Milano ha raggiunto i 661 milioni di euro nei primi nove mesi dell'anno, valore doppio rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il terzo trimestre, con 340 mln di euro di volumi scambiati, è stato caratterizzato dalla due vendite di due portafogli che hanno determinato la forte accelerata rispetto ai primi due trimestri dell'anno e l'attività in pipeline rimane elevata. Si conferma buona la domanda da parte delle società di consulenza anche se il settore industriale rimane il più dinamico dall'inizio dell'anno. In particolare, sono i settori della moda e quello farmaceutico ad essere maggiormente attivi nel settore industriale.

I rendimenti *prime* si confermano stabili: 5,75% per gli *asset prime* in CBD", intorno al 7,25% per gli spazi a uffici definiti "secondary CBD" e intorno al 8,25% per gli spazi a uffici definiti "major provincial", ossia localizzati nell'hinterland.

In crescita la quota di ristrutturazioni sul totale, anche se l'attesa delle proprietà a trovare un utilizzatore fa slittare in avanti la data di inizio/consegna lavori.

Mercato di Roma

Nel 2014 è proseguito il consolidamento del mercato terziario verso canoni di locazione inferiori rispetto all'anno precedente. La stabilizzazione del mercato terziario capitolino segnala l'avvenuta assimilazione da parte degli operatori delle misure introdotte nel 2012 attraverso la c.d. "spending review", la quale ha portato a un drastico calo del livello delle locazioni di uffici specie nel centro della Capitale dove sono maggiormente concentrate le sedi degli Enti Pubblici.

Permane una situazione di criticità, sia in termini di volumi scambiati che di quotazioni; le compravendite e locazioni sono concentrate principalmente nelle aree centrali e semicentrali della città, oltre che nella zona sud. Rispetto a Milano, Roma è caratterizzata maggiormente dalla carenza di prodotto core in vendita. Si cominciano ad avvertire i segnali di un surplus dell'offerta disponibile soprattutto per quanto riguarda il prodotto di vecchia concezione. Lo stock di uffici di Roma necessita di un rinnovamento per offrire uffici in linea con le tendenze attuali di mercato. Nello specifico si stima che più del 60% degli edifici ad uso terziario della capitale siano classificabili come edifici di classe "B" o inferiore. L'aumento dell'offerta sta accentuando la pressione ribassista sui canoni alla quale si aggiunge un aumento dei periodi di free rent.

L'assorbimento nel terzo trimestre dell'anno ha raggiunto i 20.600 mq, in aumento del 69% rispetto al trimestre precedente, ma in calo del 21% in rapporto allo stesso trimestre del 2013. Dopo più di un anno il centro storico torna ad essere l'area con la maggiore quota di assorbimento, quasi la metà del totale trimestrale con circa 9.800 mq. Le superfici di grado B si confermano le più transate anche nel terzo trimestre dell'anno, rappresentando il 61% del totale trimestrale. Ciò nonostante le aree centrali rimangono le preferite, a conferma che la location dell'immobile è la componente preponderante del mercato romano. Dal punto di vista dello spazio transato, la quota maggiore risulta riferita ad unità di media dimensione (1.000 mq – 5.000 mq) rappresentando il 62,7% del totale.

Il vacancy rate si mantiene stabile sul livello dell'8,2% e data l'assenza di nuovi sviluppi, lo stock è rimasto invariato. I canoni prime, dopo la contrazione nel secondo trimestre dell'anno, rimangono stabili rispettivamente a €380/mq/anno nel CBD a €330/mq/anno nel sotto-mercato dell'EUR. Il canone medio è in calo del 9% rispetto al trimestre precedente sul livello di € 236 mq anno.

L'outlook per il mercato di Roma rimane legato allo sviluppo Europarco, dove varie trattative sono subordinate alla consegna degli ultimi edifici del progetto. Dopo un semestre caratterizzato da una limitata attività d'investimento, nel terzo trimestre sono stati investiti circa € 66 milioni. Nonostante il miglioramento, il volume investito è comunque in calo del 20% rispetto allo stesso trimestre del 2013. I prime yield sono rimasti invariati sul livello del 6,25% lordo (5,30% netto). Entro l'anno l'attività potrebbe migliorare ulteriormente come effetto del completamento atteso di alcuni investimenti oggi in fase di negoziazione

Il settore commerciale

Il mercato immobiliare commerciale in Italia è caratterizzato da una relativa vivacità, rispetto agli altri comparti. Nonostante il perdurare della crisi dei consumi, si sono registrate numerose transazioni riguardanti shopping center e/o immobili della grande distribuzione. Gli immobili oggetto di scambio sono stati soprattutto le strutture performanti, con ampi bacini d'utenza, redditività attraente e dotati di infrastrutture idonee alla buona accessibilità.

Il secondo semestre è stato particolarmente attivo per il mercato, con oltre trenta centri commerciali scambiati. Hanno alimentato il mercato anche le numerose acquisizioni di importanti gruppi della distribuzione da parte di altri operatori del settore, che hanno generato sia un'attività di scambio nei metri quadrati a seguito della nuova stipula dei contratti d'affitto, che la vendita degli spazi occupati dall'attività commerciale. Sono stati attivi nelle transazioni anche alcuni fondi immobiliari partecipati da enti previdenziali, che per la prima volta si sono affacciati al comparto commerciale, mostrando fiducia nei confronti di questa asset class, che sempre più si conferma un investimento core.

Con poco meno di 400 mln di euro, il volume degli investimenti *retail* nel terzo trimestre dell'anno è diminuito del 41% rispetto al trimestre precedente e del 38% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Ciò non significa però che l'interesse per il settore sia diminuito, quanto piuttosto un allungamento notevole dei tempi di perfezionamento dell'investimento che fa crescere il volume dei *deal* in pipeline, che con elevata probabilità si trasformeranno in investimento nell'ultimo trimestre dell'anno. Ad oggi, infatti, la stima del volume di investimenti retail previsti nell'ultimo trimestre 2014 si avvicina ad un miliardo di Euro ed include importanti centri commerciali (Roma Est, Fashion District) e alcune negoziazioni per centri singoli e negozi high street. È in aumento il volume investito nell'high street, in particolare come effetto delle dismissioni degli sportelli bancari che molte banche stanno implementando. In particolare, nei primi nove mesi dell'anno questo tipo di investimento ha rappresentato il 45% del volume totale investito nell'high street in Italia. Il settore *retail*, in generale, si conferma anche nei primi nove mesi del 2014 il settore preferito dagli investitori, rappresentando il 40% del volume totale investito in Italia.

I rendimenti sono rimasti stabili nel terzo trimestre, riflettendo il deterioramento delle aspettative di crescita dell'economia italiana rispetto ai mesi pre-estivi. Di conseguenza i rendimenti netti per centri commerciali prime si confermano sul livello del 6,00% e per i centri *good secondary* su quello del 7,3%.

Le previsioni indicano che l'interesse si focalizzerà sugli immobili di qualità elevata, sia che si tratti di centri commerciali o di immobili collocati nei centri urbani. In particolare, aumenterà l'importanza del commercio

urbano, estendendo la propria azione di riqualificazione fuori dai centri storici in zone semicentrali o periferiche ben collegate. Si attende un ampliamento della forbice tra le quotazioni degli immobili prime e quelli di posizione di secondo livello. Buone potenzialità di crescita per il settore dei business park, con qualche anno di ritardo rispetto alle altre nazioni.

Il settore della logistica

Il mercato immobiliare della logistica in Italia ha visto un risveglio nel corso del 2014, soprattutto nel secondo semestre. L'interesse per l'Italia arriva dagli investitori internazionali specializzati che hanno scelto la penisola come mercato nel quale estendere la propria rete di piattaforme logistiche europee. Nella ricerca selettiva di opportunità di investimento, come posizione più ambita è stata individuata l'area centro-nord. Importanti transazioni effettuate da investitori esteri hanno interessato interi portafogli di centri logistici, la maggior parte collocati a ridosso delle principali città. Gli scambi hanno innescato un effetto positivo, attivando la maggior parte dei principali investitori specializzati che ora sono alla ricerca delle migliori opportunità, con l'obiettivo di essere i primi ad individuarle. Si avverte un ritorno alla crescita, favorito sia dai livelli di rendimenti attraenti (con punte anche del dieci per cento), che dalla contrazione di prezzi e canoni di locazione degli ultimi anni.

Nel corso del terzo trimestre 2014, gli investimenti nel settore hanno raggiunto i 120 mln di euro, quintuplicando il valore registrato nel periodo precedente; nel complesso, infatti, nei primi 9 mesi del 2014, con 340 mln di euro, si registra una variazione di +57,6% rispetto all'intero 2013. La superficie totale assorbita ha sfiorato i 500.000 mq, nei primi 9 mesi dell'anno, evidenziando un aumento del 36% rispetto al 2013. La Lombardia si conferma il target preferito dagli utilizzatori, concentrando il 49% dello spazio assorbito. Gli operatori logistici 3PL si confermano i più dinamici, avendo occupato quasi il 58% dei magazzini locati; al secondo posto gli operatori industriali con il 24%.

I canoni prime sono rimasti stabili sia nelle location prime che in quelle secondarie. A Milano, con €48/mq/anno e a Roma con €52/mq/anno, il livello dei canoni per magazzini logistici si conferma sui livelli minimi dell'ultimo ciclo immobiliare. Nelle aree secondarie i canoni si confermano sulla soglia di €40/mq/anno. Il canone medio registrato nel trimestre è stato € 42/mq/anno.

I rendimenti prime hanno subito una contrazione di 25 bps, raggiungendo la soglia dell' 8,00% lordo, come effetto di un aumento della domanda e la scarsità di prodotto prime; per le *location* secondarie ci si attende su rendimenti dell'8,75%-9,50%. Bisogna tuttavia sottolineare come tale quadro non tenga conto delle aggressive politiche commerciali in termini di *free rent* che i proprietari di questa tipologia di immobili sono costretti ad accordare per attrarre nuovi conduttori.

La crescita in corso del commercio on-line si conferma un driver importante per la futura domanda di spazi logistici; in particolare, questo cambiamento sta spingendo ad una ristrutturazione della supply chain nella distribuzione secondo due driver distinti, i magazzini XXL ed i piccoli centri di distribuzione vicino ai centri urbani.

Il settore delle RSA

Il mercato immobiliare relativo al settore delle RSA è in costante crescita grazie al continuo incremento della domanda di assistenza socio-sanitaria e soprattutto di residenze extraospedaliere. Negli ultimi anni le strutture per l'assistenza sanitaria sono molto cambiate sia per quanto riguarda le caratteristiche delle strutture edilizie che per gli aspetti di tipo gestionale. Oggi la principale forma di offerta di servizi agli anziani non autosufficienti è rappresentata dalle RSA ma la dotazione di offerta non è omogenea a livello regionale e provinciale. La normativa (D.P.C.M. 22 dicembre 1989; D.L. 21 maggio 2001 n. 308) su cui si fondano le RSA è nazionale ma ogni singola Regione può implementarla in modo autonomo. Il numero di posti letto viene determinato dalle Regioni attraverso programmi triennali e in accordo con le ASL e di conseguenza i fabbisogni di assistenza residenziale dipendono dalla disponibilità dei fondi regionali per sanità ed assistenza. Negli ultimi anni la Pubblica Amministrazione ha delegato al settore privato la proprietà e la gestione delle strutture mantenendo il controllo sui servizi erogati dalle strutture accreditate. Tutto ciò ha consentito la suddivisione tra proprietà, gestione delle strutture e controllo consentendo l'ingresso dei privati anche attraverso la cessione parziale o totale delle strutture pubbliche. La liberalizzazione ha consentito la nascita di strutture specializzate e polifunzionali e ha portato questo settore immobiliare all'attenzione degli investitori istituzionali.

Dall'analisi delle previsioni del Piano Socio Sanitario Nazionale si può dedurre che l'andamento demografico delle classi di età più anziane sta aumentando ad un ritmo più alto della crescita della popolazione anziana in generale. Gli ultra80enni quindi stanno aumentando percentualmente più degli ultra65enni; ne risulta, inoltre, che l'età della vecchiaia si è allungata, così come l'aspettativa di vita, e si sono posticipate le patologie gravi (dinamica della disabilità). La conseguenza principale è che seppur sembra diminuito il periodo di assistenza, il bisogno di servizi risulta incrementato, bisogno legato al minor sostegno familiare. Il quadro è un futuro dove aumenteranno i bisogni sia per numero che per complessità, mentre sono destinate a diminuire o a non crescere le risorse di cura (meno famiglia e meno intervento pubblico).

L'epoca in cui si potevano avere risorse senza dover dimostrare il proprio livello di efficienza ed efficacia, è terminato. In questo le RSA non fanno eccezione, ma anzi si collocano al centro di questo processo.

La politica prevista dal Piano Nazionale non è quindi "più anziani con più bisogni, più RSA", bensì "più anziani con più bisogni, RSA migliori".

Questo quadro epidemiologico, di sicuro interesse generale, rafforza ancor più la necessità di assicurare, da parte della comunità nazionale o regionale, un'adeguata copertura economica ai costi assistenziali della non autosufficienza degli anziani.

Gli ultimi dati disponibili (anno 2013) dicono che in Italia, circa il 2% di ultra65enni sono ricoverati in strutture residenziali, di cui l'1,8% in residenze sanitarie assistenziali (RSA); circa il 4,1% (erano il 3,6% nel 2009) sono gli anziani seguiti con l'assistenza domiciliare integrata. Più in generale, facendo riferimento al complesso delle strutture residenziali, secondo l'Annuario statistico del ministero della Salute, i posti letto in tutta Italia risultano essere poco più di 200mila e distribuiti in modo disomogeneo: oltre 160mila è concentrato nel Nord Italia. Nel settentrione, in effetti, i posti disponibili nelle RSA, nelle Case protette, negli Hospice e, più in generale, in tutte le strutture sanitarie che svolgono attività di tipo residenziale, risultano essere circa 236 posti letto ogni 10.000 anziani residenti nella stessa area geografica. È al centro (76,3 posti letto ogni 10.000 anziani residenti) ed in particolare al sud (16,8 posti letto ogni 10.000 anziani residenti) che si aggravano i problemi legati alla capacità di soddisfare la sempre crescente domanda socio-sanitaria.

Il settore degli immobili alberghieri

A livello mondiale il turismo ha avuto un andamento positivo nel 2014, nonostante la crisi economica: i viaggiatori sono cresciuti del cinque per cento, rispetto al 2013 (fonte Organizzazione mondiale del turismo). Tra le macroregioni che hanno registrato buone performance si colloca l'Europa, con un aumento del quattro per cento in confronto all'anno precedente).

In Italia, la timida fase di ripresa del turismo, iniziata già nel 2013, è proseguita anche nel 2014. Il merito è dovuto soprattutto alla componente estera (con una crescita delle presenze straniere del 3,7, mentre quella nazionale è stata negativa (meno 2,9%). Tuttavia, il giro d'affari generato dal comparto della ricettività alberghiera è stato negativo, dovuto soprattutto alla flessione delle tariffe unita ad una sostanziale stabilità dei pernottamenti

Fanno eccezioni le principali città, soprattutto quelle legate al turismo culturale e religioso, che invece hanno registrato un incremento del tasso di occupazione delle camere. Le stime generali per fine 2014 sono di una diminuzione degli incassi pari al 13,7% nelle strutture alberghiere. Le migliori performance si registrano per le categorie a 4 e 5 stelle, con un incremento del tasso di occupazione e del ricavo medio per camera.

È cresciuto notevolmente l'interesse sul comparto da parte degli investitori stranieri, dovuto sia ad una scelta di diversificazione del portafoglio che all'attrattiva del mercato in vista di Expo 2015. Tuttavia, l'interesse è concentrato sulle principali città e sugli immobili di qualità collocati nelle posizioni prime. Le prospettive sono strettamente legate, da un lato, alle previsioni di crescita del turismo mondiale, costantemente in aumento. Dall'altro, dai progetti di espansione di molte catene internazionali, che prevedono posizionamenti o ampliamenti dei propri brand. Si attende una crescita moderata, ma costante, del fatturato, che potrà avere il suo punto più alto nel 2016.

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 (c.d. "Decreto Lupi"), 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. Il sostegno allo sviluppo dell'edilizia residenziale sociale è stato, anzitutto, messo in pratica prevedendo agevolazioni e detrazioni fiscali in relazione agli alloggi sociali in locazione. È stata, inoltre, stabilita, la facoltà di riscattare gli alloggi sociali da parte degli inquilini al termine della locazione settennale, con la previsione di alcuni vantaggi per l'acquisto dell'abitazione locata.

Al fine di incrementare l'offerta di alloggi di edilizia residenziale sociale, è stato previsto, infine, la possibilità di attivare una serie di interventi, anche in deroga agli strumenti urbanistici vigenti, quali ristrutturazioni, sostituzioni, variazione di destinazione d'uso, che possono in parte usufruire di uno stanziamento pari a 100 milioni di euro. Inoltre, è concesso, anche in deroga alle relative norme di finanziamento, la cessione o il conferimento ai fondi immobiliari di immobili residenziali (ultimati o in corso d'opera) realizzati da soggetti pubblici e privati con il concorso di un contributo pubblico, e destinati a contribuire all'aumento dell'offerta di alloggi sociali.

Con queste premesse, l'esperienza dei fondi immobiliari rappresenta lo strumento per individuare le best practice sul territorio in termini sia di processo - le strutture finanziarie per la realizzazione delle opere, anche attraverso una maggior ricorso alle forme partenariali - sia di prodotto, i migliori progetti dal punto di

vista della qualità della produzione edilizia con una particolare attenzione agli aspetti, ambientali, energetici e sociali. In tale contesto svolge un ruolo di perno e catalizzatore il Fondo Investimenti per l’Abitare (FIA), gestito da CDP Investimenti SGR e partecipato dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti. Ad aprile 2014 il FIA ha assunto delibere d’investimento per circa 1.100 milioni di euro in 23 fondi locali gestiti da 13 SGR, per realizzare 183 progetti, per complessivi 11.691 alloggi sociali e 6.550 posti letto in residenze temporanee e studentesche. Sono stati sottoscritti 17 fondi locali per un ammontare complessivo di 555 milioni di euro ed erogati 191 milioni di euro. I progetti in corso o già completati dai fondi locali sono 53 e riguardano 15 dei 23 fondi deliberati in via definitiva. I progetti, per molti casi, si caratterizzano non solo per l’incremento della dotazione di alloggi sociali, ma contribuiscono alla riqualificazione urbana dei quartieri in cui si inseriscono, attraverso la ricucitura dei tessuti insediativi esistenti, l’offerta di servizi e la dotazione di nuovi spazi pubblici. 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, se si esclude l’Irlanda. 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.

2. ATTIVITA’ DI GESTIONE DEL FONDO

2.1 ANDAMENTO DELLA GESTIONE

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2014 ammonta a Euro 104.323.912, corrispondente ad un valore unitario delle quote pari a Euro 1.849,715 (valore unitario al 31 dicembre 2013 pari a Euro 2.120,299) ed ha registrato una performance negativa del 12,76% calcolata, così come indicato da Assogestioni, con il metodo *Dietz modificato*.

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2014, rispetto all’esercizio precedente, ha subito infatti un decremento di Euro 15.260.964 determinato interamente dalla perdita dell’esercizio che è stata significativamente influenzata dalle svalutazioni del patrimonio immobiliare pari a Euro 15.600.000 (Euro 7.200.000 al 31 dicembre 2013). Tali svalutazioni effettuate in base alle stime degli Esperti Indipendenti hanno interessato principalmente (circa il 42% delle svalutazioni complessive dell’esercizio) gli immobili di Andria (BT), di Bologna e di Milano dato il perdurare delle difficili condizioni di mercato. 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, attualmente locato, per il quale è pervenuta disdetta contrattuale da parte del conduttore principale.

Il risultato dell’esercizio, depurato delle svalutazioni immobiliari, è pari ad un utile di Euro 339.037, rispetto ad un utile di Euro 1.217.661 del precedente esercizio, depurato anch’esso dall’effetto delle svalutazioni immobiliari. Tale decremento, pari a Euro 878.624, è sostanzialmente imputabile a:

- i. minori margini della gestione immobiliare che, senza tener conto dell’effetto delle valutazioni immobiliari, passa da un risultato positivo di Euro 4.412.643 ad un risultato positivo di Euro 3.249.633 (Euro – 1.163.010). La variazione è determinata principalmente dalle maggiori

- manutenzioni straordinarie che hanno interessato l'immobile di Andria, finalizzate ad interventi meglio descritti nel paragrafo seguente degli Investimenti, Disinvestimenti ed Attività di locazione.
- ii. svalutazione delle partecipazioni. Il risultato della gestione degli strumenti finanziari non quotati passa infatti da Euro – 58.262 dell'esercizio 2013 a Euro – 232.539 dell'esercizio 2014, le cui perdite sono state generate dalla contrazione dei margini derivanti dalle difficoltà nella gestione dei centri commerciali. Per i criteri di valutazione delle partecipazioni nelle società commerciali unitamente alle informazioni sull'andamento di gestione e sui contenziosi fiscali in corso delle partecipate si fa rinvio alla Nota Integrativa – Attività - II.1 Strumenti finanziari non quotati.

Tali effetti sono stati parzialmente compensati principalmente da:

- i. l'incremento del risultato netto degli altri ricavi al netto degli oneri, depurato degli interessi attivi su disponibilità liquide e dei proventi finanziari, che passa da un risultato positivo di Euro 61.434 del 2013 a Euro 176.311 del 2014 dovuto principalmente a rimborsi assicurativi incassati nell'esercizio e ad insussistenze di passività rilevati in precedenti esercizi;
- ii. minori oneri finanziari di competenza dell'esercizio 2014, al netto dei proventi finanziari, che passano da Euro 774.564 a Euro 686.380 dell'anno 2014: la variazione netta è imputabile ad un minor debito medio dell'esercizio, parzialmente compensato da un incremento dei tassi dei finanziamenti con riferimento alla rimodulazione delle scadenze effettuata sul finire del precedente esercizio.
- iii. minori oneri di gestione che passano da Euro 2.423.590 del 2013 a Euro 2.167.988 del 2014 per effetto della riduzione delle commissioni di gestione rispetto al precedente esercizio, parzialmente rettificata dall'aumento delle spese per la pubblicazione dei prospetti ed informativa al pubblico connessi principalmente agli adempimenti pubblicitari per la convocazione e lo svolgimento dell'Assemblea dei Partecipanti tenutasi in data 11 dicembre 2014.

A livello patrimoniale, oltre a quanto sopra riportato con riferimento al patrimonio immobiliare ed alle partecipazioni, si evidenzia una riduzione delle passività a seguito principalmente del rimborso delle quote capitali dei finanziamenti.

INVESTIMENTI, DISINVESTIMENTI E ATTIVITA' DI LOCAZIONE

Il portafoglio del Fondo è costituito da sei immobili ubicati ad Andria, Rutigliano Bologna, Cinisello Balsamo, Milano e Torino. L'uso prevalente di tale portafoglio è il terziario commerciale. In termine di superficie lorda e di valore di mercato, i principali immobili sono i due centri commerciali (Andria e Bologna) concessi in locazione alle società controllate che ne curano la gestione.

Il fondo è nella fase di liquidazione e l'attività è finalizzata alla dismissione dei suddetti immobili; in un contesto difficile come quello attuale, il principale impegno della società di gestione, si è concretizzato nel rafforzare la propria struttura interna e l'attività di commercializzazione, al fine di garantire il miglior realizzo del patrimonio in vista della chiusura del periodo di liquidazione.

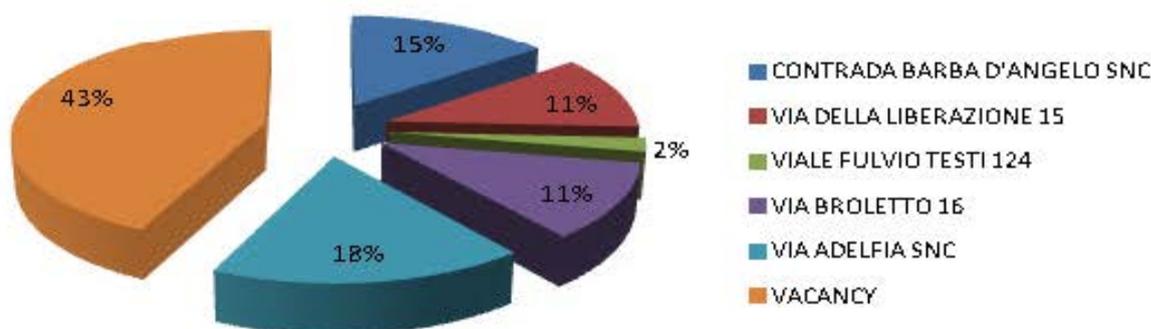
Contratti di locazione

Il livello di occupancy dell'intero portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2014 è pari al 57% aumentato rispetto al 31 dicembre 2013 di circa il 13% principalmente per la formalizzazione della locazione dell'immobile di Rutigliano.

A causa del perdurare della criticità della situazione di mercato, si sono confermate difficoltà: i) nelle attività di nuove locazioni; 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 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. L'attività di commercializzazione finalizzata alla locazione ha portato alla sottoscrizione di 6 contratti di affitto di ramo d'azienda per circa 2.100 mq, ed a 5 rinnovi di contratti d'affitto per circa 630 mq, portando l'occupancy del centro commerciale a circa l'87%. In riferimento ai nuovi contratti, si segnala l'ingresso di un noto operatore internazionale del settore abbigliamento, il cui unico punto vendita all'interno della città di Andria è rappresentato da quello aperto all'interno del centro commerciale.

Si ritiene che l'importanza del marchio e l'unicità del punto vendita possano determinare sia un maggiore numero di ingressi dei visitatori sia maggiore attrattività commerciale nei confronti di altri marchi nazionali con conseguente assorbimento della vacancy.

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 31 dicembre 2014 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 e si è in attesa di perfezionare le trattative in corso.

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

Si è proceduto ad affidare mandato di commercializzazione delle unità sfitte a società di intermediazione locale. È stato ricevuto un recesso per gravi motivi da parte della società che occupa due piani dell'immobile, che la SGR ha contestato.

- **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.

- **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 ad un canone annuo a regime pari a

€ 380.000. Tale contratto ha decorrenza economica posticipata rispetto a quella giuridica in virtù di opere che saranno eseguite dal conduttore per l'adeguamento dei locali all'utilizzo.

- **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 dell'anno 2014 state effettuate le seguenti attività:

Andria – Contrada Barba D'Angelo snc: sono stati finalizzati alcuni interventi sulla copertura dell'immobile per risolvere il problema delle infiltrazioni. Nell'ambito nell'operazione di rilancio del centro commerciale finalizzato all'inserimento di grandi marchi, si è indetto un "concorso di idee" per il restyling della galleria commerciale. A seguito della scelta del progetto migliore, sono stati eseguiti i lavori che si sono conclusi in concomitanza con l'ingresso dei nuovi marchi nella galleria commerciale. Al fine di consentire l'ingresso di alcuni nuovi brand, sono stati effettuati anche importanti interventi di ristrutturazione dei relativi punti vendita.

2.2 OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI

Il modello di gestione dei rischi in essere nel corso del 2014 prevedeva una mappatura dei rischi strategici ed operativi, relativi alle diverse fasi dei processi aziendali ed in particolare di quelli immobiliari, che sono riconducibili alle seguenti categorie:

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

In particolare nel corso dell'esercizio sono stati oggetto di costante monitoraggio le attività tipiche del processo immobiliare:

- Operazioni di investimento e disinvestimento: la Società di Gestione ha adottato delle procedure con l'obiettivo di assicurare alle operazioni di acquisto e vendita di immobili controlli e verifiche tali da mitigare i rischi connessi a tali operazioni. Le attività di analisi svolte dai diversi uffici vengono sintetizzate in un documento che viene condiviso con l'Amministratore Delegato e sottoposto all'attenzione del Comitato Esecutivo, ove previsto, e al Consiglio di Amministrazione. Il documento, oltre a descrivere l'operazione in termini economici, finanziari, catastali, urbanistici e dimensionali, riporta i rischi presenti nell'operazione, in particolare relativamente al rischio *tenant*, al rischio immobiliare (relativamente al territorio, alla destinazione d'uso e alla concentrazione del conduttore) nonché eventuali rischi specifici della stessa.
- Valutazioni immobiliari: in tale ambito, gli incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti, i presidi organizzativi e procedurali adottati per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti medesimi e l'adesione alle linee-guida in materia di valutazione immobiliare emanate da Assogestioni sono illustrati nel paragrafo della Nota Integrativa- Criteri di valutazione- Immobili- Presidi organizzativi e procedurali adottati da parte degli Esperti Indipendenti.
- Copertura assicurativa sui beni immobili: sugli immobili del Fondo vengono stipulate polizze assicurative con una primaria compagnia.
- Contratti di locazione: al fine di ridurre il rischio di insolvenza dei conduttori la funzione di gestione del rischio ha implementato una procedura per la valutazione della solidità economico-finanziaria della controparte. In particolare vengono verificati:

- i. la sostenibilità del canone di locazione;
 - ii. la presenza di eventuali eventi negativi sull'azienda e sui soggetti ad essa collegati;
 - iii. il rischio connesso al settore di appartenenza;
 - iv. il rischio connesso al numero di consultazioni alla banca dati. A tutela del Fondo i contratti di locazione prevedono il rilascio da parte dei conduttori di garanzie (fidejussioni o depositi cauzionali).
- **Posizioni creditorie:** viene posta particolare attenzione alle tempistiche di incassi dei canoni e dei rimborsi spese da parte dei conduttori, monitorando eventuali ritardi e sollecitando l'incasso tramite contatti telefonici, formali lettere di sollecito e diffide. La funzione di gestione del rischio con periodicità trimestrale ha analizzato con la funzione legale, il fund manager e il *property* amministrativo le posizioni critiche per porre in essere azioni mirate al recupero del credito.
- **Oscillazione del tasso di interesse:** la società di gestione è solita attuare una politica di copertura del rischio finanziario, in particolare per quello che concerne il rischio tasso, mediante contratti di Interest Rate Swap e/o CAP. L'obiettivo di questi contratti è quello di minimizzare il rischio di oscillazione dei tassi attraverso la conversione dei tassi variabili dei contratti di finanziamento con contratti a tassi fisso. In relazione alle caratteristiche del finanziamento e dell'immobile finanziato veniva decisa di volta in volta la strategia di copertura, che può riguardare la copertura parziale del finanziamento sia in termini temporali che di ammontare. Attualmente non è in essere alcuna copertura valutando contenuto il rischio tasso anche in relazione alla durata residua ed al piano di ammortamento del debito sottostante.
- **Indebitamento:** la funzione di gestione del rischio monitora il rispetto dei limiti di indebitamento del Fondo previsti dalla normativa vigente e dal regolamento di gestione del Fondo.

2.3 EVENTI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

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

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato

Roma, lì 27 febbraio 2015

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2014

SITUAZIONE PATRIMONIALE

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2014		Situazione al 31/12/2013	
	valore complessivo	in perc. dell'attivo	valore complessivo	in perc. dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>	293.249	0,24	525.788	0,38
A1. Partecipazioni di controllo	293.249	0,24	525.788	0,38
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	118.900.000	97,88	134.500.000	98,27
B1. Immobili dati in locazione	118.900.000	97,88	134.500.000	98,27
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	747.442	0,62	731.620	0,53
F1. Liquidità disponibile	747.442	0,62	731.620	0,53
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	1.539.889	1,27	1.107.737	0,81
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	51.819	0,04	88.298	0,06
G3. Risparmio d'imposta				
G4.1 Crediti vs clienti	1.189.370	0,98	1.005.760	0,73
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso				
G4.3 Altre	298.700	0,25	13.679	0,01
TOTALE ATTIVITA'	121.480.580	100,00	136.865.145	100,00

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2014	Situazione al 31/12/2013
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	15.072.144	15.198.608
H1. Finanziamenti ipotecari	15.072.144	15.198.608
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITA'	2.084.524	2.081.661
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	1.240.979	1.183.073
M2. Debiti di imposta	7.200	31.506
M3. Ratei e risconti passivi	84.539	94.706
M4. Debiti verso altri		10.000
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	751.806	762.376
TOTALE PASSIVITA'	17.156.668	17.280.269
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	104.323.912	119.584.876
Numero delle quote in circolazione	56.400,000	56.400,000
Valore unitario delle quote	1.849,715	2.120,299

SEZIONE REDDITUALE

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Rendiconto al 31/12/2014		Rendiconto al 31/12/2013	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1	dividendi e altri proventi	-232.539	-58.262	
A1.2	utili / perdite da realizzi			
A1.3	plusvalenze / minusvalenze	-232.539	-58.262	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1	interessi, dividendi e altri proventi			
A2.2	utili / perdite da realizzi			
A2.3	plusvalenze / minusvalenze			
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1	interessi, dividendi e altri proventi			
A3.2	utili / perdite da realizzi			
A3.3	plusvalenze / minusvalenze			
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1	di copertura		-125.083	
A4.2	non di copertura		-125.083	
Risultato gestione strumenti finanziari		-232.539	-183.345	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1.	Canoni di locazione e altri proventi	-12.350.367	-2.787.357	
B2.	Utile/perdite da realizzi	6.067.876	6.443.429	
B3.	Plusvalenze/minusvalenze	-15.600.000	-7.200.000	
B4.	Oneri per le gestione di beni immobili	-2.189.652	-1.401.875	
B5.	Ammortamenti			
B6.	Imposta Municipale sugli Immobili	-628.591	-628.911	
Risultato gestione beni immobili		-12.350.367	-2.787.357	
C. CREDITI				
C1.	interessi attivi e proventi assimilati			
C2.	incrementi / decrementi di valore			
Risultato gestione crediti				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1.	interessi attivi e proventi assimilati			
E. ALTRI BENI				
E1.	proventi			
E2.	utili / perdite da realizzi			
E3.	plusvalenze / minusvalenze			
Risultato gestione investimenti		-12.582.906	-2.970.702	

RENDICONTO DEL FONDO INVEST REAL SECURITY SEZIONE REDDITUALE (Valori in Euro)				
F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate				
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli				
Risultato lordo della gestione caratteristica		-12.582.906		-2.970.702
H. H. ONERI FINANZIARI	-703.807		-690.089	
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	-663.829		-612.284	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-663.829		-612.284	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. Altri oneri finanziari	-39.978		-77.805	
Risultato netto della gestione caratteristica		-13.286.713		-3.660.791
I. ONERI DI GESTIONE	-2.167.988		-2.423.590	
I1. Provvigione di gestione SGR	-1.873.005		-2.150.130	
I2. Commissioni banca depositaria	-59.792		-62.784	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-25.000		-24.000	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-49.159		-11.380	
I5. Altri oneri di gestione	-161.032		-175.296	
L. ALTRI RICA VI E ONERI	193.738		102.042	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	16.998		36.150	
L2. Altri ricavi	178.500		151.659	
L3. Altri oneri	-1.760		-85.767	
Risultato della gestione prima delle imposte		-15.260.963		-5.982.339
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.1 Risparmio di imposta				
M3.1 Altre imposte				
Utile / perdita dell'esercizio		-15.260.963		-5.982.339

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Il Fondo Invest Real Security ha iniziato la propria operatività il 29 settembre 2003 con un valore nominale della quota pari ad Euro 2.500. 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 31 dicembre 2014 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 139.590.000 (Euro 2.475 per quota). I rimborsi, complessivamente pari a Euro 1.410.000 (Euro 25 pro-quota), sono riepilogati nelle seguenti tabelle:

Valore nominale complessivo delle quote alla sottoscrizione	RIMBORSI		Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi al 31 dicembre 2014
	2011	Totale	
141.000.000	(1.410.000)	(1.410.000)	139.590.000

Valore nominale della quota alla sottoscrizione	RIMBORSI		Valore nominale della quota al netto dei rimborsi al 31 dicembre 2014
	2011	Totale	
2.500	(25)	(25)	2.475

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

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

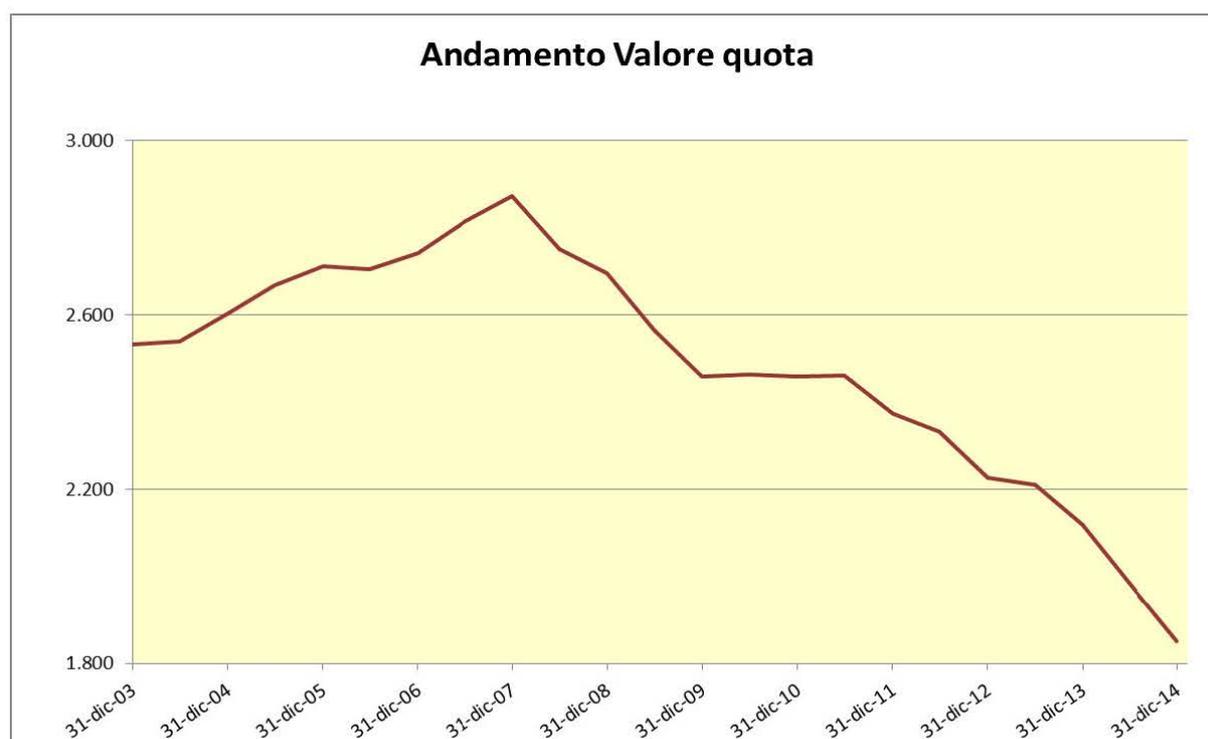
La tabella di seguito riportata sintetizza il valore complessivo del Fondo, tenendo conto dei rimborsi di capitale e dei dividendi distribuiti fino al 31 dicembre 2014.

Valore iniziale del Fondo	(A)	141.000.000
Rimborsi al 31 dicembre 2014	(B)	(1.410.000)
Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi	(A) + (B)	139.590.000
Utili cumulati al 31 dicembre 2013	(C)	1.690.828
Risultato dell'esercizio 2014	(D)	(15.260.963)
Dividendi distribuiti al 31 dicembre 2014	(E)	(21.695.952)
Valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2014	(A) + (B) + (C) + (D) + (E)	104.323.912

Di seguito si evidenzia l'andamento della quota dal collocamento al 31 dicembre 2014, come da rendiconto annuale:

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

L'andamento è rappresentato dal grafico sottostante:



La variazione del valore della quota (-12,76% calcolata con il metodo Dietz modificato) è relativa alla perdita dell'esercizio pari a Euro 15.260.963, con riferimento alla quale si rimanda a quanto illustrato al paragrafo "Andamento della Gestione" della Relazione degli Amministratori.

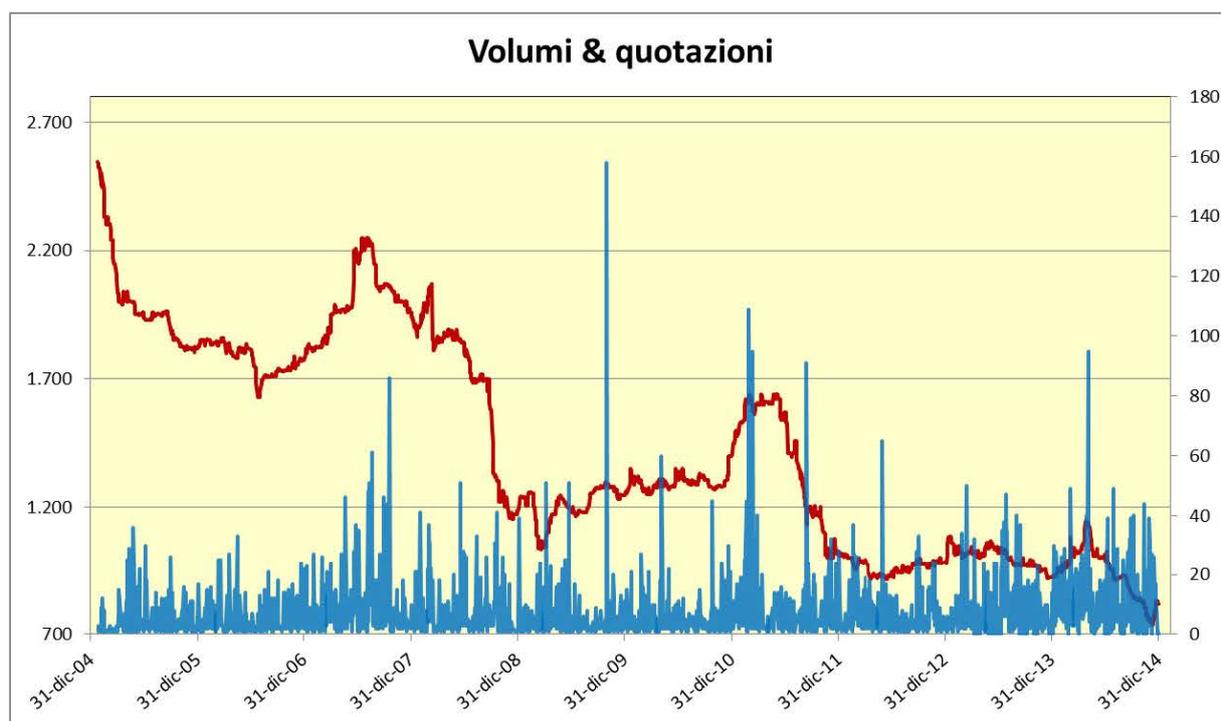
Le quote del Fondo sono negoziate nel mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana a far data dal 24 gennaio 2005.

Le transazioni dell'esercizio 2014 hanno interessato n. 2.921 quote, con una media di 12,38 quote al giorno. La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo pari ad Euro 1.147 il 28 aprile 2014 e quello minimo di Euro 738 l'11 dicembre 2014.

La quotazione dell'ultimo giorno di Borsa aperta al 31 dicembre 2014 è stata pari ad Euro 820.



Di seguito viene rappresentato graficamente l'andamento dei volumi e dei prezzi dalla data di collocamento al 31 dicembre 2014:



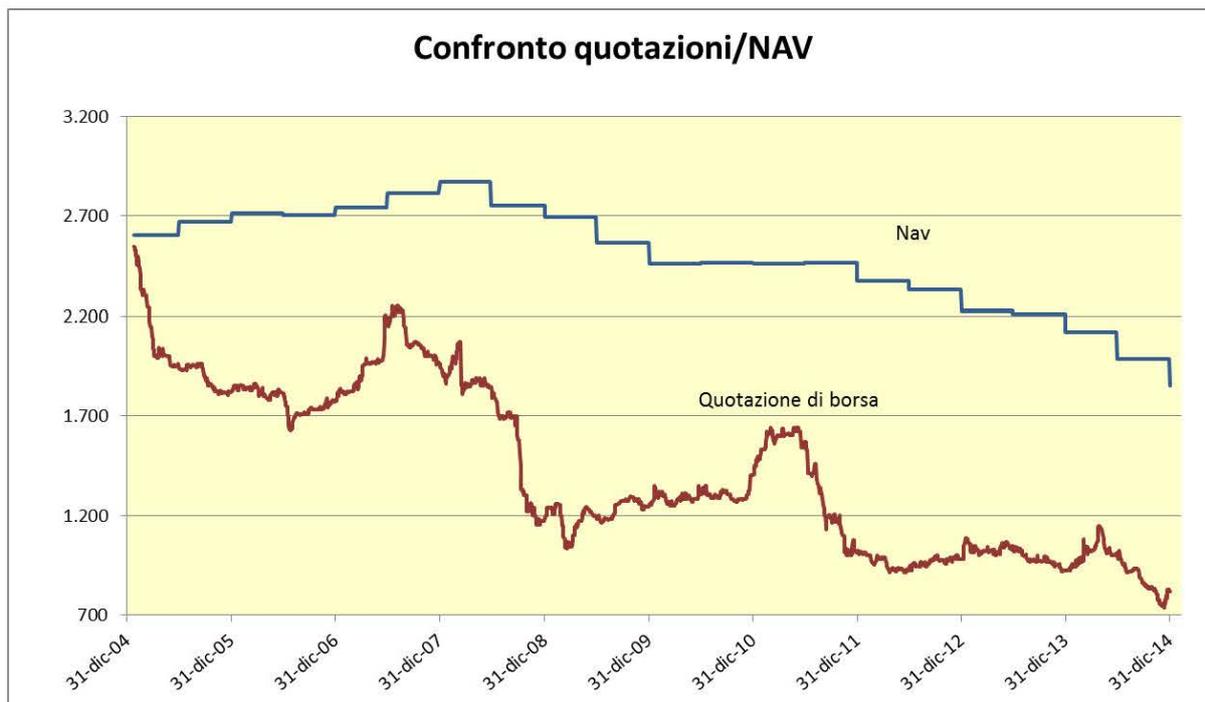
In generale nel mercato quotato dei Fondi immobiliari i prezzi differiscono in misura rilevante rispetto al NAV. Nello specifico a fine anno le quote scontavano il 55,67% rispetto al NAV al 31 dicembre 2014.

I principali fattori penalizzanti sono:

- il lasso temporale esistente tra il momento dell'investimento e la fase di liquidazione del Fondo, momento in cui si realizzano i margini maturati durante il periodo d'investimento, coincidente con la vendita di gran parte degli immobili acquistati;

- i modesti volumi di scambio e quindi la mancanza di un mercato attivo nel quale possano profittevolmente incontrarsi domanda ed offerta;
- il generale andamento negativo del mercato.

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



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

Sezione I – Criteri di valutazione

I criteri di valutazione adottati per la redazione del rendiconto di esercizio al 31 dicembre 2014 sono quelli stabiliti dal Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 8 maggio 2012 e successive modifiche, emanato in attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e del Decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 e sono gli stessi adottati nell'ultima valorizzazione del patrimonio del Fondo.

Strumenti finanziari non quotati

Le partecipazioni detenute nelle società di gestione sono state valutate al costo, aumentato degli oneri accessori di diretta imputazione, rettificato in caso di perdite durevoli di valore, non ricorrendo le ipotesi previste al Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, paragrafo 2.4.5. del Provvedimento Banca d'Italia del 8 maggio 2012, in quanto l'attività prevalente delle società partecipate non consiste nell'investimento in beni immobili. In ogni caso il loro valore è in linea con il relativo patrimonio netto.

Immobili

Il valore degli immobili è rappresentato dalle risultanze della Relazione di stima redatta dagli esperti indipendenti, ai sensi dell'art. 14-bis, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'art. 17, Titolo IV, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché da quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti Indipendenti). Tuttavia, così come previsto dal Titolo V, capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, è facoltà della Società di Gestione discostarsi dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunicando agli stessi le ragioni.

L'Esperto Indipendente, in conformità all'incarico conferitogli, ha effettuato la valutazione dei complessi immobiliari di proprietà del Fondo al fine di determinare il valore dell'intero portafoglio al 31 dicembre 2014.

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

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

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

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

I metodi di valutazione di cui sopra sono stati eseguiti singolarmente e combinati l'uno con l'altro secondo quanto reputato necessario rispetto all'immobile osservato. Nello specifico, in conformità all'orientamento ed alla prassi estimativa prevalente riguardo agli immobili da investimento le stime sono state sviluppate utilizzando quale criterio principale il metodo DCF.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, considerando la situazione locativa in essere al momento della stima, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

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

Così come previsto dal Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia del 8 maggio 2012, nel caso in cui la SGR si discosti dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunica agli stessi le ragioni.

Presidi organizzativi e procedurali adottati per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti Indipendenti

Beni Stabili Gestioni Spa SGR (di seguito "BSG"), in linea con i contenuti della comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento" (di seguito le "Linee Applicative") e successive modifiche, ha adottato presidi organizzativi e procedurali atti a garantire un equo processo di valutazione dei beni dei fondi dalla stessa gestiti e delineati nell'apposita procedura aziendale denominata "Esperti Indipendenti", da ultimo modificata in data 26 giugno 2013.

Con riferimento alle valutazioni al 31 dicembre 2014 dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari non quotate in cui è investito il patrimonio del fondo espresse dall'Esperto indipendente, fino alla data di efficacia dell'operazione di fusione per incorporazione di Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR e di Polaris Real Estate SGR S.p.A. in Investire Immobiliare SGR S.p.A. (1° gennaio 2015) ciascuna delle predette società ha osservato la propria procedura in materia.

Si sintetizzano qui di seguito i principali presidi organizzativi e procedurali adottati per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte dell'Esperto indipendente del fondo. In particolare tale procedura, al fine di fornire gli elementi utili per sottoporre ad analisi critica le relazioni di stima ovvero i giudizi di congruità, illustrava e disciplinava, tra l'altro:

- (i) i criteri di valutazione da utilizzare per la valutazione dei beni immobili;
- (ii) i criteri di selezione degli Esperti indipendenti;
- (iii) la commisurazione del compenso degli Esperti indipendenti;
- (iv) le attività di predisposizione, verifica, autorizzazione e trasmissione dei dati rilevanti per lo svolgimento da parte dell'Esperto Indipendente delle attività ad esso rimesse;
- (v) le modalità di verifica da parte delle funzioni interne preposte circa l'adeguatezza del processo valutativo inerente le valutazioni periodiche redatte dagli Esperti Indipendenti, al fine di fornire al Consiglio di Amministrazione gli elementi utili per un'analisi critica delle relazioni di stima.

Nell'ambito dei processi di valutazione dei beni immobili facenti parte del patrimonio dei fondi, BSG si è avvalsa di un'apposita funzione aziendale preposta ai processi di valutazione denominata "Funzione Servizi Tecnici e Valutazioni" (qui di seguito "Funzione Valutazioni").

I dati per l'Esperto Indipendente, elaborati dal *Fund Manager*, anche con il supporto delle funzioni interne ed esterne (quali ad esempio il Property o/e il Project Manager) sia per quanto riguarda il ciclo attivo degli immobili (contratti di locazione, fatturato, morosità,...) sia per quanto riguarda il ciclo passivo (oneri del patrimonio immobiliare, lavori capitalizzabili, di messa a norma,...) vengono trasmessi dalla Funzione Valutazioni all'Esperto indipendente, ma la responsabilità ultima circa la correttezza ed attendibilità dei dati definitivi forniti all'Esperto Indipendente rimane in capo al *Fund Manager*. La Funzione Valutazioni ha la responsabilità nel continuo di assicurare:

- (i) lo svolgimento delle attività di raccolta e la verifica sulla correttezza dei dati trasmessi e ricevuti dagli Esperti Indipendenti nonché sulla corrispondenza dei dati e delle informazioni utilizzate dagli Esperti con quelli trasmessi da BSG e il processo di elaborazione di detti dati;
- (ii) la tracciabilità delle attività rilevanti esercitate, anche tramite raccolta ordinata della corrispondenza, dei documenti e delle verifiche svolte;
- (iii) la trasmissione da parte di BSG agli Esperti Indipendenti dei dati necessari per l'elaborazione delle relazioni di stima;
- (iv) la ricezione da parte di BSG delle relazioni di stima e l'analisi delle stesse;
- (v) la gestione dei rapporti con gli Esperti Indipendenti;
- (vi) la selezione, per tutti i fondi, dell'Esperto Indipendente, in occasione sia del collocamento di un nuovo Fondo sia nella turnazione degli incarichi.

Tra i soggetti preposti al controllo, la "Funzione di gestione del rischio" e la "Funzione di compliance" che hanno operato in regime di indipendenza l'una dall'altra, relazionando, ognuna per la parte di propria competenza, il Consiglio di Amministrazione e l'Amministratore Delegato circa l'esito delle verifiche relative (i) all'adeguatezza del processo valutativo dell'Esperto Indipendente; (ii) alla coerenza dei criteri di valutazione dal medesimo utilizzati con quelli previsti dalla normativa vigente; (iii) alla correttezza nell'elaborazione dei dati e alla coerenza delle assunzioni di stima; (iv) all'individuazione e alla possibile insorgenza di conflitti di interesse rilevanti con gli Esperti Indipendenti tali da compromettere l'indipendenza degli stessi, attivando tutti i presidi volti ad escludere il rischio di conflitti di interessi che potessero recare pregiudizio ai fondi gestiti e ai loro partecipanti.

A far tempo dal 1° gennaio 2015, sempre con riferimento alla valutazione al 31.12.2014, sono stati adottati i seguenti presidi organizzativi:

- A. il *Fund Manager* e la struttura di *Risk Management* della Investire Immobiliare SGR S.p.A. ("Società incorporante") hanno verificato l'adeguatezza del processo valutativo dell'Esperto Indipendente, la coerenza dei criteri di valutazione dal medesimo utilizzati con quelli previsti nella normativa vigente, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima;
- B. il servizio *Valuations* della Società incorporante, all'esito dei controlli svolti dal *Fund Manager* e dalla struttura di *Risk Management*, ha redatto il Documento di controllo in cui ha riepilogato le attività

svolte al fine di pervenire alla valutazione del patrimonio immobiliare sulla base delle indicazioni fornite da tutte le funzioni coinvolte nel processo. In particolare in tale memorandum sono stati indicati i *Key Performance Indicator* ("KPI") che consentano l'agevole valutazione della qualità del servizio erogato dall'Esperto Indipendente, l'adeguatezza dell'intero processo valutativo, un'analisi delle principali variazioni rispetto alle semestrali precedenti, nonché le motivazioni per un eventuale scostamento dalle valutazioni formulate dall'Esperto Indipendente;

- C. il *Property Investment Committee* ("PIC") della Società incorporante ha espresso, sulla base del Documento di controllo di cui alla lett. B che precede e della nota di verifica della struttura di *Risk Management*, il parere obbligatorio e non vincolante circa il corretto espletamento da parte delle funzioni aziendali dei controlli sull'adeguatezza delle valutazioni effettuate dagli esperti nonché sulle eventuali proposte di scostamento dalla valutazione dell'Esperto Indipendente;

la relazione di stima elaborata dall'Esperto Indipendente del Fondo unitamente al Documento di controllo ed alla nota di verifica della struttura di *Risk Management*, sono stati presentati al Consiglio di Amministrazione della Società incorporante, tramite il *Chief Executive Officer*, in modo tale da permettere un'adeguata conoscenza dei beni in portafoglio nonché di valutare gli eventuali elementi che potrebbero motivare uno scostamento dalle relazioni di stima effettuate dall'Esperto medesimo. In conformità con quanto stabilito nelle Linee Applicative si rappresenta che l'incarico di Esperto indipendente per il fondo Invest Real Security è stato assegnato, con decorrenza dal 30/06/2010 all'Esperto Indipendente DTZ Italia S.p.A.

Crediti e altre attività

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

Posizione netta di liquidità

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

Debiti ed altre passività

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

Ratei e risconti

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

Costi e ricavi

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

Sezione II – Le attività

Le attività del Fondo sono così costituite:

Strumenti finanziari

II.1 Strumenti finanziari non quotati

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

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
293.249	525.788

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

Denominazione e sede della società:

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

Attività esercitata dalla società:

Andria Mongolfiera S.r.l. svolge la propria attività all'interno del centro commerciale sito in Andria (BT) in Contrada Barba d'Angelo snc: l'immobile è di proprietà della Fondo IRS con il quale è in essere un contratto di locazione ad uso commerciale. La Società, a sua volta, ha sottoscritto contratti di affitto d'azienda con

una pluralità di operatori economici per lo svolgimento di attività di esercizio commerciale, artigianale, di somministrazione di alimenti e bevande e di altre attività di servizio.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. Prec
1) titoli di capitale con diritto di voto	100	100%	362.140	44.900	295.844
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

Nel corso dell'esercizio 2014 il valore di carico di tale partecipazione ha subito la seguente movimentazione:

Saldo al 31/12/2013	295.844
Svalutazioni	- 250.944
Saldo al 31/12/2014	44.900

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

Dati patrimoniali	Dati al 31 dicembre 2014	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	1.074.088	1.098.207	1.370.685
2) partecipazioni	155	155	155
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	999.686	796.972	1.069.585
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	44.900	295.844	294.668
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
° capitale circolante lordo	766.055	820.126	1.066.140
° capitale circolante netto	(233.631)	23.154	(3.445)
° capitale fisso netto	301.861	269.575	296.688
° posizione finanziaria netta	(320.971)	(15.240)	(3.445)
Dati reddituali	Dati al 31 dicembre 2014	Esercizio precedente	Esercizio precedente
1) fatturato	1.747.546	1.890.099	2.124.132
2) margine operativo lordo	196.893	224.937	96.928
3) risultato operativo	(297.936)	(220.123)	(386.940)
4) saldo proventi/oneri finanziari	1.125	6.501	4.092
5) saldo proventi/oneri straordinari	6.520	104.805	13.342
6) risultato prima delle imposte	(290.291)	(108.817)	(369.506)
7) utile (perdita) netto	(250.944)	(60.824)	(369.506)
8) ammortamenti dell'esercizio	(30.040)	(27.114)	(27.114)

Denominazione e sede della società:

Minganti S.r.l. - con sede legale in Roma Via Piemonte n.38 - Codice Fiscale: 05571911006

Attività esercitata dalla società:

Nello specifico la Minganti S.r.l. svolge la propria attività all'interno del centro commerciale sito in Bologna in Via della Liberazione 15. L'immobile è di proprietà del Fondo IRS con il quale è in essere un contratto di locazione ad uso commerciale. La Minganti S.r.l., a sua volta, ha sottoscritto contratti di affitto ramo

d'azienda con una pluralità di operatori economici per lo svolgimento di attività di esercizio commerciale, artigianale, di somministrazione di alimenti e bevande e di altre attività di servizio.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. Prec
1) titoli di capitale con diritto di voto	100	100%	210.000	248.349	229.944
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

Nel corso dell'esercizio 2014 il valore di carico di tale partecipazione ha subito la seguente movimentazione:

Saldo al 31/12/2013	229.944
Ripristino di valore	18.405
Saldo al 31/12/2014	248.349

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

Dati patrimoniali	Dati al 31 dicembre 2014	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	533.759	561.492	664.138
2) partecipazioni			0
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	285.126	331.172	436.373
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	248.349	229.944	227.382
Inoltre per le imprese diverse dalle società			
° capitale circolante lordo	439.229	456.628	548.955
° capitale circolante netto	154.103	125.456	112.582
° capitale fisso netto	94.004	104.166	114.329
° posizione finanziaria netta	87.751	95.778	112.582
Dati reddituali	Dati al 31 dicembre 2014	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato	153.029	273.836	367.844
2) margine operativo lordo	7.207	(57.293)	85.942
3) risultato operativo	(49.224)	(88.921)	(73.110)
4) saldo proventi/oneri finanziari	4.422	2.595	487
5) saldo proventi/oneri straordinari	33.954	51.791	6.592
6) risultato prima delle imposte	(10.848)	(34.535)	(66.031)
7) utile (perdita) netto	18.406	2.563	(66.031)
8) ammortamenti dell'esercizio	(10.163)	(10.163)	(10.163)

C) Criteri e parametri di valutazione

Le partecipazioni detenute nelle due società sono state valutate al costo, aumentato degli oneri accessori di diretta imputazione e dei costi incrementativi, rettificato in caso di perdite durevoli di valore, non ricorrendo le ipotesi previste al Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, paragrafo 2.4.5. del Provvedimento Banca d'Italia del 8 maggio 2012, in quanto l'attività prevalente delle società partecipate non consiste nell'investimento in beni immobili. Il valore esposto nel rendiconto è comunque allineato a quello dei rispettivi patrimoni netti.

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

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

E) Descrizione delle operazioni

L'operatività delle società sopraindicate è funzionale alla gestione delle licenze dei due centri commerciali in Andria e Bologna. La loro attività tipica è, pertanto, strumentale alla gestione dei due centri e il loro conto economico esprime costi e ricavi tipici di questa attività. La particolare criticità che ha investito le vendite al consumo e principalmente i centri commerciali, ha comportato l'attuazione da parte del Fondo IRS di interventi manutentivi finalizzati a lavori edili di ripristino dell'immobile di Andria dove si svolge l'attività di vendita del centro commerciale ed in particolare delle aree destinate a nuovi operatori commerciali titolari di importanti brand con i quali la Andria S.r.l. ha sottoscritto contratti di affitto ramo di azienda a partire dal secondo semestre dell'anno 2014.

F) Altre informazioni

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

In particolare:

Andria Mongolfiera S.r.l.: la società tra il 2012 e il 2014 ha ricevuto tre avvisi di accertamento Ires e Irap relativi alle annualità 2007, 2008 e 2009 con richiesta di maggiori imposte per complessivi euro 392.512 oltre sanzioni ed interessi.

Per tutte le annualità interessate l'Ufficio, relativamente al contratto di locazione stipulato con il Fondo Irs, contesta la deducibilità della parte di canone determinato in misura percentuale ai ricavi della società rappresentati dagli affitti percepiti dai singoli affittuari del centro commerciale.

Per le annualità 2007 e 2008 sono state proposte istanze di accertamento con adesione che hanno avuto esito negativo.

Per tutte le annualità sono stati depositati i relativi motivati ricorsi presso la Commissione Tributaria Provinciale.

Il 21 novembre 2014 si è svolta l'udienza di trattazione del ricorso relativo all'annualità 2007.

Il 20 gennaio 2015 è stata depositata la sentenza, emessa dalla sezione 48 della Commissione Tributaria Provinciale, che ha respinto il ricorso della Società con compensazione delle spese di giudizio.

Tuttavia, la Società in relazione al merito della questione, ai motivi dell'avviso dell'accertamento, alle motivazioni, in diritto e nel merito, espresse nei ricorsi e sulla base dei pareri fiscali ricevuti ha ritenuto le potenziali passività non probabili e, conseguentemente, non ha effettuato nel bilancio al 31 dicembre 2014 alcun stanziamento a tale titolo.

Minganti S.r.l.: la società, ha ricevuto:

Avviso di accertamento IRES/IRAP, notificato il 29 maggio 2013, relativo all'annualità 2008 con richiesta di maggiori imposte per euro 7.943 oltre sanzioni e interessi. Ad avviso dell'Ufficio la Società avrebbe indebitamente dedotto parte dei canoni di locazione, pari a euro 443.893, relativi al contratto stipulato con il Fondo IRS, corrispondenti alla rinuncia al credito effettuato dallo stesso Fondo IRS, al netto degli oneri consortili che Minganti Srl si è accollata per i costi sostenuti dai propri locatari. Secondo l'Ufficio tale comportamento sarebbe diretta conseguenza della clausola contrattuale che ha previsto la corresponsione di un canone, oltre che in misura fissa, anche in misura percentuale legato alla variabilità del risultato di gestione della Società.

Avverso tale accertamento, in data 29/10/2013, è stato depositato ricorso alla Commissione Tributaria Provinciale, in conseguenza dell'esito negativo del procedimento di mediazione con l'Agenzia delle Entrate. L'udienza per la trattazione del ricorso è stata fissata al 13 aprile 2015.

Avviso di accertamento IRES/IRAP/IVA notificato il 15 ottobre 2014, relativo all'annualità 2009 con richiesta di maggiori imposte per Euro 190.000 oltre sanzioni e interessi. Ad avviso dell'Ufficio la Società avrebbe indebitamente dedotto parte dei canoni di locazione, pari a euro 950.000, relativi al contratto stipulato con il Fondo IRS, corrispondenti alla rinuncia al credito effettuato dallo stesso Fondo. Secondo l'Ufficio tale comportamento sarebbe diretta conseguenza della clausola contrattuale che ha previsto la corresponsione di un canone, oltre che in misura fissa, anche in misura percentuale legato alla variabilità del risultato di gestione della Società. Circostanza che, secondo l'Ufficio, avrebbe concretizzato un abuso del diritto.

Avverso tale avviso in data 12/12/2014 è stato presentato ricorso e si è in attesa della fissazione dell'udienza.

La società ritiene, anche sulla base dei pareri fiscali ricevuti, non probabili le passività potenziali connesse a tali contenziosi; conseguentemente il bilancio al 31 dicembre 2014 non include alcuno stanziamento a Fondo rischi.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Il fondo non detiene strumenti finanziari quotati.

II.3 Strumenti finanziari derivati

Non sono presenti in bilancio voci rientranti in questa categoria.

II.4. Beni immobili e diritti reali immobiliari

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
118.900.000	134.500.000

Il valore del patrimonio immobiliare riflette la valutazione espressa dall'Esperto Indipendente e condivisa dal Consiglio di Amministrazione e dal Collegio Sindacale. Tale valutazione è riportata in allegato alla presente nota.

Il saldo al 31 dicembre 2014 si riferisce a:

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

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

Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
Valore di acquisto originario	174.547.860	174.547.860
Spese accessorie di acquisto	1.837.421	1.837.421
Capitalizzazioni	2.879.963	2.879.963
Totale costo storico	179.265.244	179.265.244
Valutazioni	- 60.365.244	- 44.765.244
Totale	118.900.000	134.500.000

La movimentazione dell'esercizio è rappresentata esclusivamente dalle svalutazioni effettuate pari ad Euro 15.600.000.

Saldo al 31/12/2013	134.500.000
Valutazioni	-15.600.000
Saldo al 31/12/2014	118.900.000

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

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO

Descrizione e Ubicazione	Destinazione prevalente	Anno di costruz	Superf. Lorda	Reddività dei beni locati			Costo storico (Euro)	Ipoteche (Euro)	Altre info
				Canone per m2	Tipo Contratto	Scadenza contratto			
EMILIA ROMAGNA									
BOLOGNA									
1 212-A11 VIA DELLA LIBERAZIONE 15	COMMERCIALE		14.445				51.635.869	4.853.816	
			2.840	158	Affitto	31/03/2018	Impresa comm.le		
			389	627	Affitto	25/03/2018	Impresa comm.le		
			198	259	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le		
			128	180	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le		
			145	222	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le		
			93	396	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le		
			4.143	133	Affitto	01/01/2022	Impresa comm.le		
			0			01/06/2015	Impresa comm.le		
			82		Affitto	27/11/2016	Impresa comm.le		
LOMBARDIA									
CINISELLO BALSAMO									
2 212-A10 VIALE FULVIO TESTI 124	UFFICI		5.007				7.610.622		
			1.145	100	Affitto	30/09/2018	Impresa comm.le		
			323	112	Affitto	31/05/2020	Impresa comm.le		
MILANO									
3 212-A01 VIA BROLETTO 16	UFFICI		8.174				37.469.973	4.211.321	
			7.750	338	Affitto	24/11/2015	Impresa comm.le		
			118	569	Affitto	30/09/2017	Impresa comm.le		
			224	563	Affitto	30/09/2017	Impresa comm.le		
			82	594	Affitto	31/03/2017	Impresa comm.le		
PIEMONTE									
TORINO									
4 212-A08 VIA C. MAROCHETTI 11	UFFICI		19.827				18.012.822		
PUGLIA									
ANDRIA									
5 212-A12 CONTRADA BARBA D'ANGELO SNC	COMMERCIALE		12.184				52.166.855	6.007.007	
			38	220	Affitto	31/03/2017	Impresa comm.le		
			12.146	126	Affitto	31/12/2020	Impresa comm.le		
RUTIGLIANO									
6 212-A13 VIA ADELFA SNC	LOGISTICA		12.706				12.369.101		
			12.706	12	Affitto	30/11/2021	Impresa comm.le		
Totale Fondo							179.265.243	15.072.144	

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

I dati esplicativi relativi alle ipoteche, che nel prospetto sopra riportato fanno riferimento all'importo del finanziamento allocato sugli immobili, sono riportati nella Sezione V – Altri dati patrimoniali.

INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITÀ DEI BENI IMMOBILI DETENUTI DAL FONDO

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione canoni	Valore dei beni immobili	Locazione non finanziaria (a) canone annuo	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (c=a+b)	% sull'importo totale canoni
Fino 1 anno	38.230.715	2.665.219		2.665.219	43,82
DA oltre 1 a 3 anni	1.893.468	201.757		201.757	3,32
DA oltre 3 a 5 anni	6.176.589	808.940		808.940	13,30
DA oltre 5 a 7 anni	37.318.678	1.854.438		1.854.438	30,49
DA oltre 7 a 9 anni	6.252.873	552.200		552.200	9,08
A) Totale beni Immobili locati	89.872.324	6.082.554		6.082.554	100,00
B) Totale beni Immobili Non locati	29.027.676	0		0	0,00

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

Si segnala una variazione negativa dei ricavi di locazione per l'anno 2014 pari a Euro 327.971 rappresentata dai minori ricavi da locazione sull'immobile di Cinisello Balsamo e di Rutigliano e sui centri commerciali per disdette intervenute sul finire del 2013 e rinegoziazioni canoni per adeguamento alle attuali condizioni di mercato.

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

Cespiti disinvestiti	Quantità (mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Modena - Via Allegri	1.677	10-dic-04	2.906.712	3.380.000	26-giu-07	3.675.375	0	0	768.663
Trezzo sull'Adda (MI) - Via Giuseppe Mazzini	1.477	10-dic-04	2.355.439	2.940.000	26-giu-07	3.205.500	0	0	851.061
Milano - Via Minerbi	835	10-dic-04	1.904.397	2.010.000	26-giu-07	2.178.000	0	0	273.603
Milano - Via Val di Sole	681	10-dic-04	1.152.662	1.390.000	26-giu-07	1.512.500	0	0	359.838
Nembro (BG) - Via Roma	1.962	10-dic-04	2.906.712	3.330.000	26-giu-07	3.614.875	0	0	708.163
Milano - Via Varesina	532	10-dic-04	701.620	860.000	26-giu-07	937.750	0	0	236.130
Roma - Via Tempio del Cielo 1,3,5	5.979	27-giu-05	9.798.382	12.110.000	23-giu-10	14.772.337	0	0	4.973.955
			21.725.924	26.020.000		29.897.337	0	0	8.171.413

II.5. Crediti

Non sono iscritti crediti in bilancio.

II.6. Depositi bancari

Non sono presenti in bilancio voci rientranti in questa categoria.

II.7. Altri beni

La voce non è valorizzata in bilancio.

II.8. Posizione netta di liquidità

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
747.442	731.620

La voce, interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile", è relativa alla disponibilità liquida in giacenza sul conto corrente bancario acceso presso I.C.B.P.I. S.p.A. quale banca depositaria del Fondo per l'importo di Euro 746.569 e da importi minori in giacenza sul conto cambiali presso la BCC e per interessi attivi da liquidare da Iccrea Banca S.p.A. maturati sul conto corrente estinto.

A far data dal 20 ottobre 2014, a seguito della cessione da parte della Iccrea Banca S.p.A. del proprio ramo d'azienda, l'Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A. (I.C.B.P.I. S.p.A.) ha assunto il ruolo di banca depositaria del Fondo, con conseguente progressiva estinzione dei rapporti bancari precedentemente accessi presso Iccrea Banca S.p.A. e accensione dei nuovi conti bancari presso I.C.B.P.I. S.p.A.

Le liquidità passano da Euro 731.620 del 2013 a Euro 747.442 del 2014 con una variazione netta di Euro 15.822 con riferimento alla quale si rimanda al prospetto dei flussi di cassa (Allegato 2).

II.9. Altre attività

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
1.539.889	1.107.737

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
G2	Ratei e risconti attivi	51.819	88.298
G4.1	Crediti verso clienti	1.189.370	1.005.760
G4.3	Altre	298.700	13.679
	- Crediti verso SGR per commissioni	268.084	
	- Crediti verso erario per IVA	18.141	0
	- Depositi cauzionali da fornitori	4.327	3.839
	- Oneri pluriennali da ammortizzare	4.632	9.840
	- Crediti verso erario per imposte	2.954	
	- Spese su Mutui	562	
	TOTALE	1.539.889	1.107.737

La voce Ratei e risconti attivi rappresenta interamente da risconti relativi alle imposte di registro gravanti sui contratti di locazione e di competenza dell'anno successivo (Euro 28.956) e alle commissioni sui finanziamenti (Euro 22.863) riscontate annualmente fino alla data di scadenza dei relativi contratti di finanziamento.

I crediti verso clienti sono dettagliati come segue:

Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
Crediti verso clienti inquilini al netto degli anticipi	784.979	431.322
Cambiali attive	0	240.000
Fatture da emettere al netto delle note di credito	835.947	714.972
Fondo svalutazione crediti	-431.556	-380.534
Totale	1.189.370	1.005.760

Le fatture da emettere si riferiscono principalmente ai crediti per canoni di locazione verso Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l. rispettivamente per Euro 623.739 ed Euro 124.350.

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

Fondo Svalutazione crediti	Importo
Fondo svalutazione - saldo al 31/12/2013	380.535
Accantonamento dell'esercizio 2014	51.021
Utilizzo dell'esercizio 2014	0
Fondo svalutazione - saldo al 31/12/2014	431.556

I crediti verso SGR sono relativi al conguaglio commissioni per l'anno 2014 calcolato sul NAV al 31/12/2014 influenzato significativamente dalle svalutazioni immobiliari dell'anno.

Il credito verso l'Erario per IVA rappresenta quanto risultante dalla liquidazione dell'imposta al 31 dicembre 2014.

Gli oneri pluriennali da ammortizzare e le spese su mutui rappresentano le quote residue di tali oneri, ripartiti fra i vari esercizi in funzione del periodo di riferimento dei contratti cui si riferiscono.

Sezione III – Le passività

III.H. Finanziamenti ricevuti

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
15.072.144	15.198.608

La voce, relativa al saldo residuo in conto capitale, è interamente allocata nella sottovoce H1. "Finanziamenti ipotecari", iscritta a seguito dell'erogazione dei finanziamenti da parte degli Istituti bancari Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (importo originario di Euro 27.000.000), Banca Popolare di Milano (importo originario di Euro 29.000.000), e Banca Iccrea S.p.A. in pool con BCC di Roma (importo originario di Euro 8.000.000), ed è correlata agli acquisti effettuati nell'esercizio 2006 degli immobili rispettivamente siti ad Andria e Bologna, nonché all'acquisto dell'immobile di Milano, via Broletto; contestualmente ai mutui è stata iscritta ipoteca sugli immobili a favore dei creditori.

La leva finanziaria utilizzata dal Fondo al 31 dicembre 2014, intesa come il rapporto tra l'indebitamento e la somma tra il valore di mercato degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società di controllo, è pari al 12,65%.

Di seguito sono riportate le condizioni applicate sui finanziamenti ricevuti.

a) mutuo ipotecario concesso dalla Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (Euro 6.007.007 al 31 dicembre 2014)

stipulato in data 16 febbraio 2006

scadenza 10 ottobre 2015

indicizzato al tasso Euribor a 6 mesi maggiorato di uno spread del 4,50% .

b) mutuo ipotecario concesso dalla Banca Popolare di Milano (Euro 4.853.816 al 31 dicembre 2014)

stipulato in data 31 marzo 2006

scadenza 31 dicembre 2015

indicizzato al tasso Euribor a 3 mesi maggiorato di uno spread del 3,5%.

c) mutuo ipotecario concesso da Banca Iccrea S.p.A./BCC di Roma (Euro 4.211.321 al 31 dicembre 2014)

stipulato in data 8 ottobre 2009

scadenza 31 dicembre 2016

indicizzato al tasso Euribor 6 mesi maggiorato di uno spread del 4,00%.

III.M. Altre passività

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
2.084.524	2.081.661

La composizione delle altre passività viene di seguito dettagliata:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	1.240.979	1.183.073
M2.	Debiti di imposta	7.200	31.506
M3.	Ratei e risconti passivi	84.539	94.706
M4.	Debiti verso altri	0	10.000
M5.	Debiti per depositi cauzionali su locazioni	751.806	762.376
		2.084.524	2.081.661

Si fornisce di seguito la composizione della voce M1. – Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati:

Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
Debiti verso fornitori al netto degli anticipi e note di credito	314.751	152.842
Fatture da ricevere	889.055	565.148
Ritenute a garanzia sui SAL	37.173	37.173
Debiti per commissioni	0	427.910
Totale	1.240.979	1.183.073

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

Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
Prestazioni e consulenze	1.838	4.760
Pubblicità e promozioni	13.982	
Manutenzione ordinaria e straordinaria	761.346	301.756
Consulenze legali e notarili	10.065	
Compensi società di revisione	11.035	6.549
Spese per esperti indipendenti	13.000	12.000
Spese di funzionamento e condominiali	65.289	199.160
Specialist di Borsa	12.500	12.500
Capex fabbricati		28.423
Totale	889.055	565.148

I Debiti di imposta si riferiscono a debiti verso l'Erario per IVA in sospensione e ritenute d'acconto operate.

Nella voce Ratei e risconti passivi sono presenti ratei per Euro 64.377 relativi agli interessi passivi sui mutui ipotecari e risconti per Euro 20.162 per fatture emesse per canoni e altri ricavi della gestione immobiliare per le quote di competenza dell'anno 2015.

I debiti per depositi cauzionali attivi esposti in bilancio sono comprensivi degli interessi da riconoscere ai locatari, pari a Euro 9.014.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (29 SETTEMBRE 2003) FINO AL 31 DICEMBRE 2014

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31 dicembre 2014, è risultato pari ad Euro 104.323.912 con una variazione in diminuzione di Euro 15.260.963 rispetto al precedente esercizio come descritto nella seguente tabella.

	Quote Versate	Quote rimborsate	Risultati maturati	Utili distribuiti	Totale Complessivo
Saldo al 31/12/2013	141.000.000	-1.410.000	1.690.828	-21.695.952	119.584.876
Nuove sottoscrizioni					0
Rimborso quote					0
Distribuzione dividendi					0
Risultato dell'esercizio			-15.260.963		-15.260.963
Saldo al 31/12/2014	141.000.000	-1.410.000	-13.570.135	-21.695.952	104.323.912

Il valore complessivo netto dalla sottoscrizione del Fondo al 31 dicembre 2014 si riassume secondo lo schema della seguente tabella:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	141.000.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	141.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-826.891	-0,59%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	1.720.310	1,22%
B. Risultato complessivo gestione immobili	28.197.864	20,00%
C. Risultato complessivo gestione dei crediti		
D. Interessi attivi proventi assimilati su depositi bancari		
E. Risultato complessivo gestione altri beni		
F. Risultato complessivo gestione cambi		
G. Risultato complessivo altre operazioni di gestione	785.091	0,56%
H. Oneri finanziari complessivi	-12.088.760	-8,57%
I. Oneri di gestione complessivi	-31.186.834	-22,12%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	7.875	0,01%
M. Imposte complessive	-178.791	-0,13%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	-1.410.000	-1,00%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-21.695.952	-15,39%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	-13.391.345	-9,50%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2014	104.323.912	73,99%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	-1,01%	

Sezione V – Altri dati patrimoniali

- 1) Alla data del presente rendiconto, il Fondo non ha impegni a fronte di strumenti finanziari derivati e altre operazioni a termine.
- 2) In bilancio sono iscritte attività nette nei confronti delle società partecipate Andria Mongolfiera S.r.l. per Euro 623.739 e Minganti Srl per Euro 283.917 relativamente ai crediti derivanti dalle fatture emesse o da emettere per i canoni di locazione. Il Fondo ha un credito nei confronti della Società di gestione per Euro 268.084 relativo al conguaglio commissioni di gestione per l'anno 2014.
- 3) Il Fondo non detiene attività e/o passività denominate in valute diverse dall'euro o beni immobili situati in paesi diversi dall'U.E.M. e non ha posto in essere attività di gestione cambi.
- 4) Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.
- 5) Si fornisce di seguito l'ammontare delle garanzie ricevute:

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
456.647	456.647

Trattasi di fidejussioni rilasciate da alcuni locatari per Euro 384.647 ed effetti attivi a garanzia di una proposta transattiva relativa ad una locazione immobiliare per Euro 72.000.

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

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

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

Nel corso dell'esercizio il Fondo ha proceduto alla svalutazione della partecipazione in Andria Mongolfiera per Euro 250.944 e al ripristino della partecipazione in Minganti per Euro 18.405

Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/ Perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plusvalenze / Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. Di controllo			-232.539	
2. Non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR				
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di OICR				

Il Fondo non ha effettuato operazioni in strumenti finanziari derivati.

Sezione II – Beni immobili

Di seguito viene rappresentato il risultato economico del periodo per i beni immobili che ammonta ad Euro -12.350.367.

	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
1. Proventi	0	0	0	0	0
1.1 Canoni di locazione non finanziaria	0	5.923.328	50.326	0	0
1.2 Canoni di locazione finanziaria	0	0	0	0	0
1.3 Altri proventi	0	83.608	10.615	0	0
2 UTILE/PERDITA DA REALIZZI	0	0	0	0	0
2.1 Beni immobili	0	0	0	0	0
2.2 Diritti reali immobiliari	0	0	0	0	0
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE	0	0	0	0	0
3.1 Beni immobili	0	-14.000.000	-1.600.000	0	0
3.2 Diritti reali immobiliari	0	0	0	0	0
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI (inclusa IMU)	0	-2.649.781	-168.462	0	0
5. AMMORTAMENTI	0	0	0	0	0

Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

Sezione IV – Depositi bancari

Il Fondo non ha investito in depositi bancari.

Sezione V – Altri beni

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

Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Nel corso dell'esercizio 2014, il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in p.c.t. o di prestito titoli.

La voce interessi passivi su finanziamenti ricevuti è pari ad Euro 663.829.

La voce Altri oneri finanziari, esposta in bilancio per un totale pari ad Euro 39.978, è relativa alle commissioni accessorie collegate ai mutui per Euro 34.488 ed alle spese su mutuo ed oneri pluriennali per le quote di ammortamento dell'anno per un valore complessivo di Euro 5.490.

Sezione VII – Oneri di gestione

VII.1 Costi sostenuti nel periodo

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento
1) Provvigioni di gestione								
* provvigioni di base	1.873	1,67%	1,54%		0	0,00%	0,00%	
* provvigioni di incentivo								
2) TER degli OICR in cui il Fondo investe		0,00%			0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	60	0,05%	0,05%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	11	0,01%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	0	0,00%	0,00%		0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	25	0,02%	0,02%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	2.818	2,52%	2,32%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	20	0,02%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	49	0,04%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	130	0,12%			0	0,00%		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER)	4.986	4,45%			0	0,00%		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
di cui:								
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0							
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	704			4,67%	0	0,00%		0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
TOTALE SPESE	5.690	5,08%			0	0,00%		

(*) Calcolato come media del periodo

Provvigioni di gestione

La commissione di gestione base SGR è pari all'1,8% annuo, calcolata, come previsto dal regolamento, sul valore complessivo netto del Fondo, rettificato delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni detenute in società immobiliari rispetto al loro valore di acquisizione. Detto compenso viene prelevato dalle disponibilità del Fondo, con cadenza trimestrale, il primo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

Alla SGR spetta, in sede di liquidazione del Fondo, un compenso pari al 20% del risultato eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato nel regolamento del Fondo e pari al 5% annuo.

Compenso della banca depositaria

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

Spese di revisione del Fondo

Il valore esposto si riferisce alla spesa per la revisione contabile del Fondo effettuata dalla società Mazars S.p.A.

Compenso spettante agli Esperti Indipendenti

Il valore esposto si riferisce agli oneri per gli Esperti Indipendenti per le valutazioni semestrali previste dalla vigente normativa.

Oneri per la gestione degli immobili

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

Descrizione	2014	2013
Spese condominiali	670.875	626.358
Spese di funzionamento	139.367	287.359
Manutenzioni	1.198.705	307.369
Assicurazioni	61.337	66.178
Imposte e tasse diverse	7.047	4.279
Spese intermediazioni	1.760	0
Imposta di registro	64.441	92.041
Imposta TASI	35.828	0
Imposta IMU	628.591	628.911
Spese di intermediazione	240	0
Interessi su depositi cauzionali	7.316	18.291
Sopravvenienze passive	2.736	0
Totale	2.818.243	2.030.786

Spese legali e giudiziarie

La voce esposta fa riferimento a spese legali sostenute per l'assistenza prestata al Fondo per Euro 19.872.

Spese di pubblicazione del valore della quota

La voce esposta si riferisce ai costi sostenuti per la pubblicazione dei prospetti informativi pari a Euro 49.159.

Altri oneri gravanti sul Fondo

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

Descrizione	2014	2013
Borsa Italiana	15.406	15.246
Specialist Borsa	25.000	25.000
Altre prestazioni e consulenze	27.747	14.258
Consulenze notarili	6.486	0
Oneri bancari	272	326
Contributi Consob	4.192	4.067
Svalutazione clienti e perdite su crediti	51.021	92.535
Totale	130.124	151.432

VII.2 Provvigioni di incentivo

Non si sono verificate le condizioni che prevedono le commissioni di incentivo.

Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto:

Voce	Descrizione	2014	2013
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	16.998	36.150
L2.	Altri ricavi		
	- Sopravvenienze attive	146.348	138.977
	- Proventi finanziari diversi	432	4.458
	- Rimborsi assicurativi	31.720	8.225
L3.	Altri oneri		
	- Sopravvenienze passive	-1.760	-85.767
	Totale	193.738	102.042

Le sopravvenienze attive sono attribuibili principalmente a rettifica di costi stanziati in esercizi precedenti. I proventi finanziari diversi si riferiscono ad interessi per ritardato pagamento da parte dei conduttori. Gli altri oneri riguardano sopravvenienze passive prevalentemente per costi di competenza di esercizi precedenti.

Sezione IX – Imposte ed altri aggiornamenti normativi

Con D.L. n. 1 del 24 gennaio 2012, convertito con modificazioni nella L. n. 27 del 24 marzo 2012, il Legislatore è intervenuto sull'art. 73 del DPR n. 917/1986 ("Testo Unico delle Imposte sui Redditi"), aggiungendo all'elenco dei soggetti passivi IRES anche gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

Tuttavia, l'art. 6 del D.L. 351 del 25 settembre 2001, convertito con modificazioni nella L. n. 410 del 23 novembre 2001, e successive modifiche, disciplina un regime fiscale "speciale" in relazione ai Fondi comuni di investimento immobiliare istituiti ai sensi del D.Lgs. 58 del 24 febbraio 1998 ("Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"). Si tratta dei fondi comuni di investimento dotati delle seguenti caratteristiche:

- presenza di una pluralità di investitori;
- finalità di investire il patrimonio raccolto secondo una predeterminata politica di investimento;
- gestione del fondo svolta dalla SGR nell'interesse dei partecipanti, ma in autonomia da essi.

Solo i fondi immobiliari in possesso dei suddetti requisiti non sono pertanto soggetti alle imposte sui redditi IRES e all'Imposta Regionale sulle Attività Produttive IRAP.

Indipendentemente dalla sussistenza delle suddette caratteristiche, tuttavia, l'intero regime fiscale previsto dal D.L. n. 351/2001 sopra citato si applica, in ogni caso, ai fondi partecipati esclusivamente da investitori "istituzionali" ovvero fondi immobiliari partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti soggetti:

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

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

I medesimi redditi se conseguiti da soggetti non residenti ed indipendentemente dalla percentuale di partecipazione al fondo, subiscono, al momento della loro corresponsione, l'applicazione della ritenuta a titolo di imposta del 26% ex art. 7, comma 1, del citato D.L. 351/2001 oppure la minore ritenuta convenzionale, se applicabile.

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

A tale proposito si precisa che il previgente regime di esenzione, applicabile a tutti i proventi percepiti da soggetti residenti in paesi c.d. White list, continua ad essere ancora valido con riferimento alle distribuzioni di proventi riferiti a periodi di attività dei fondi chiusi fino al 31 dicembre 2009.

Ciò posto, per i partecipanti residenti che possiedono quote di partecipazione in misura pari o inferiore al 5% e per gli investitori "istituzionali" precedentemente elencati continua ad applicarsi il regime di imposizione dei proventi già disciplinato dall'art. 7 del D.L. n. 351/2001. Nei confronti di tali soggetti si applica la ritenuta nella misura del 26 per cento introdotta dal Decreto Legge n. 66/2014.

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

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

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

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

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

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

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

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

Imposta di Bollo

L'art. 19 del DL 201/2011, convertito con modificazioni dalla Legge 214/2011, ha modificato la disciplina dell'imposta di bollo dovuta sulle comunicazioni inviate alla clientela relative a prodotti finanziari.

Il comma 581, dell'art. 1 della Legge n. 147/2013, cd. Legge di Stabilità 2014, ha stabilito che a decorrere dal 2014 sale dall'1,5 al 2 per mille l'imposta di bollo sulle comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari, compresi i depositi bancari e postali, anche se rappresentati da certificati. Viene abolita la soglia minima di imposta prima fissata ad euro 34,20 mentre aumenta la soglia massima dell'imposta dovuta per i quotisti diversi dalle persone fisiche, che sale da euro 4.500 ad euro 14.000.

L'imposta non si applica con riferimento alle comunicazioni relative a prodotti finanziari detenuti da fondi pensione, banche, assicurazioni, intermediari finanziari e altri soggetti individuati dall'art. 1 del DM 24 maggio 2012.

Tasi

La Legge 147/2013 (legge di stabilità 2014) ha introdotto tra le novità di carattere tributario, l'imposta TASI il cui presupposto impositivo è il possesso o la detenzione a qualsiasi titolo di fabbricati, compresa l'abitazione principale, e di aree scoperte comprese quelle edificabili a qualsiasi uso adibite.

La base imponibile è calcolata con le stesse modalità previste per l'Imu mentre è molto più articolata la norma che stabilisce l'aliquota applicabile che, in linea generale e salve alcune prerogative dei Comuni, è compresa tra l'1 e il 2,5 per mille. Gli stessi Comuni, inoltre, hanno la facoltà di applicare l'imposta solo sulle abitazioni principali e non anche sugli altri immobili.

Split Payment

L'art. 1, comma 629 – 633, della Legge n. 190/2014 pubblicata sulla G.U. n. 300 del 29 dicembre 2014 (Legge di Stabilità 2015) ha introdotto, a decorrere dal 1° gennaio 2015, il meccanismo del cd. Split payment, il quale prevede per le cessioni di beni e prestazioni di servizi effettuate nei confronti della Pubblica Amministrazione che l'imposta sia versata in ogni caso dagli enti stessi secondo modalità e termini fissati dal DM del 23 gennaio 2015.

In pratica, l'ente pubblico effettuerà due distinti pagamenti:

- al fornitore, per l'importo dell'imponibile;
- all'erario per l'importo dell'IVA.

Il fornitore da parte sua continuerà comunque ad indicare in fattura l'aliquota e l'ammontare dell'IVA dovuta sull'operazione, ma specificherà che il pagamento dovrà essere effettuato all'erario direttamente dal cessionario/committente.

Il Ministero dell'Economia ha precisato che le nuove regole trovano applicazione per le operazioni fatturate a partire dal 1° gennaio 2015.

Reverse charge

Dal 1° gennaio 2015, l'art. 1, commi 629 - 633 della Legge n. 190/2014 pubblicata sulla G.U. n. 300 del 29 dicembre 2014 (Legge di Stabilità 2015), estende il meccanismo dell'inversione contabile anche alle prestazioni di servizi di pulizia, di demolizione, di installazione impianti e di completamento relative ad edifici. Dalla prima lettura della norma, le nuove disposizioni si andranno ad aggiungere, con carattere di specialità, a quelle della lett. a) dell'art. 17 che assoggettano ad inversione contabile le prestazioni di servizi dei subappaltatori. A differenza delle disposizioni vigenti, si applicheranno oggettivamente ai servizi considerati, pertanto non sarà più richiesto che il servizio sia riconducibile ad un subappalto, né che il committente svolga a sua volta un'attività nel settore edile. Di conseguenza, le imprese che prestano servizi di pulizia, di demolizione, di completamento o di installazione di impianti in edifici, quando operano verso soggetti passivi IVA dovranno emettere la fattura senza addebito dell'IVA, imposta che sarà assolta dal destinatario del servizio previa integrazione della fattura, con il regime dell'inversione contabile.

Indicazioni di dettaglio su ciò che costituisce pulizia, demolizione, installazione di impianti o completamento di edifici sono contenute nelle tabelle Ateco che tuttavia propongono indicazioni parziali, pertanto, al momento della redazione del presente documento, si è in attesa di indicazioni ministeriali.

Con riferimento agli altri aggiornamenti normativi si evidenzia quanto segue:

AIFMD: Come noto, la Direttiva 2011/61/UE (**AIFMD** o **Direttiva**) ha introdotto nell'ordinamento comunitario un regime normativo volto a promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito e, in particolare, degli investimenti alternativi, attraverso l'armonizzazione della disciplina applicabile ai gestori (GEFIA) di fondi alternativi (FIA), e cioè di tutti quegli organismi di investimento collettivo, tra i quali i fondi immobiliari, non rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE (UCITS IV). Le disposizioni della AIFMD sono state specificate, principalmente, dalle misure di esecuzione di secondo livello contenute nel Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 (il **Regolamento UE**) che ha completato la Direttiva con le previsioni di dettaglio e che è direttamente applicabile in tutti gli Stati membri. 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.

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.

Oltre a quanto sopra rappresentato, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (**MEF**) ha avviato nel mese di maggio 2014 una consultazione pubblica sullo schema di regolamento attuativo del nuovo art. 39 del TUF – che sostituirà il D.M. n. 228/1999 – concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli organismi di investimento collettivo del risparmio italiani .

Infine, in data 26 giugno 2014 sono stati posti in consultazione, a cura della Banca d'Italia e della Consob, gli schemi regolamentari recanti modifiche a:

- a. "Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob" in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva;
- b. "Regolamento Intermediari" e "Regolamento Emittenti" della Consob;
- c. "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" della Banca d'Italia e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità).

Di seguito il dettaglio dei 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 Oicr e dei relativi rischi"**. Dette attività devono essere prestate congiuntamente. Al riguardo si segnala che rispetto al passato non sarà 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". Inoltre, dal 22 luglio 2014, cioè dalla data in cui le SGR italiane devono essere *compliant* con la nuova normativa, il modello duale SGR promotore-SGR gestore non potrà essere né più adottato né mantenuto.
- **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 ostati comunica alla Società entro venti giorni il via libera alla commercializzazione. Inoltre, dalla data di entrata in vigore delle disposizioni attuative del Decreto, le quote dei FIA in parola potranno essere commercializzate esclusivamente nei confronti degli Investitori Professionali e delle categorie di investitori che saranno individuate dall'emanando regolamento di cui all'articolo 39 del TUF.

Per quanto concerne l'**emanando** regolamento attuativo del nuovo art. 39 del TUF – che sostituirà il D.M. n. 228/1999 – concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli organismi di investimento collettivo del risparmio italiani, si riportano di seguito i principali interventi di interesse:

- l'individuazione, come già anticipato, della categoria di investitori non professionali e delle relative condizioni;
- la possibilità di prevedere nel regolamento del FIA i casi in cui, nell'interesse dei partecipanti, il patrimonio può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio del gestore o da una società del gruppo e, inoltre, i casi in cui tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti, nel rispetto delle misure in materia di conflitti di interesse previsti sia dal Regolamento 231/2013 (attuativo dell'AIFMD) che dal Regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob, emanato ai sensi dell'articolo 6, comma 2 bis, del TUF.

UIF – ANTIRICICLAGGIO

L'Unità di Informazione finanziaria di Banca d'Italia, con comunicato del 1° dicembre 2014, ha reso noto che a seguito dell'aggiornamento della Circolare n. 140 dell'11 febbraio 1991 recante "Istruzioni relative alla classificazione economica della clientela" avvenuta il 30 settembre scorso, si è reso necessario aggiornare la tabella dei Codici sintetici di attività economica riportata nell'allegato 2 al Provvedimento UIF del 23.12.2013, Disposizioni per l'invio dei dati aggregati.

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

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

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

Per quanto concerne le operazioni di copertura tassi di oscillazione si rimanda alla sezione III – Le Passività ed alla sezione V – Altri dati patrimoniali.

In allegato al rendiconto sono forniti i seguenti documenti:

- **Allegato 1:** relazione sul valore di mercato dei beni immobili vincolati al Fondo Invest Real Security alla data del 31 dicembre 2014 redatta dall'Esperto Indipendente DTZ Italia S.p.A.
- **Allegato 2:** prospetto di flussi di cassa
- **Allegato 3:** relazione della società di revisione Mazars S.p.A..

INTRODUZIONE

PER



**INVESTIRE
IMMOBILIARE
SGR**

INVESTIRE IMMOBILIARE S.G.R. S.P.A.
PIAZZA DEL GESU', 48
00186 ROMA

FONDO IRS "INVESTMENT REAL SECURITY"

AGGIORNAMENTO VALORI 31 Dicembre 2014

31 Dicembre 2014

Privato e Confidenziale

					
10 ANDRIA CONTRADA BARBA D'ANGELO	11 BOLOGNA VIA DELLA LIBERAZIONE	12 CINISELLO BALSAMO VIALE FULVIO TESTI	13 MILANO VIA BROLETTO	14 BARI RUTIGLIANO	15 TORINO VAI MAROCCHETTI

SOMMARIO

1	Introduzione	1
2	Documentazione Esaminata	1
3	Data della Valutazione	1
4	Indipendenza del valutatore ed esclusione di conflitto di interessi	2
5	Scopo della Valutazione	2
6	Base del Valore	2
7	Titolo di Proprietà	2
8	Limiti della presente valutazione	3
8	Caratteristiche del Portafoglio IRS	4
	9.1 Distribuzione Geografica	4
10	Superficie Lorda Portafoglio IRS	5
11	Metodo di Valutazione adottato	6
12	Valore di Mercato Portafoglio IRS al 31 Dicembre 2014	6
13	Confidenzialità e Raccomandazioni	7

Privato e Confidenziale

Dicembre 2014

1 Introduzione

DTZ Italia S.r.l. ha ricevuto da Investire Immobiliare S.G.R. S.p.A. (il Cliente), l'incarico di effettuare la valutazione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare "Investment Real Security" (d'ora in poi IRS), aggiornata al 31 Dicembre 2014.

Per adempiere al mandato, oltre ad informazioni in proprio possesso o disponibili presso fonti accreditate di settore, sono stati utilizzati dati e documenti forniti dal Cliente.

Il Portafoglio IRS è costituito da 6 proprietà ubicate ad Andria, Bologna, Cinisello Balsamo, Milano, Bari e Torino, come schematicamente riportato di seguito:

10	ANDRIA	CONTRADA BARBA D'ANGELO	CENTRO COMMERCIALE
11	BOLOGNA	VIA DELLA LIBERAZIONE	CENTRO COMMERCIALE
12	CINISELLO BALSAMO	VIALE FULVIO TESTI	UFFICIO
13	MILANO	VIA BROLETTO	UFFICIO E COMMERCIALE
14	BARI	RUTIGLIANO	LOGISTICO
15	TORINO	VIA MAROCCHETTI	UFFICIO

Portafoglio IRS – al 31 Dicembre 2014

DTZ Italia S.r.l., per lo svolgimento dell'incarico affidato, ha utilizzato personale interno qualificato per il compito. A tal proposito si comunica che DTZ Italia S.r.l. possiede i requisiti di cui al D.M. 228/1999.

2 Documentazione Esaminata

Per adempiere al mandato, oltre ad informazioni in proprio possesso o disponibili presso fonti accreditate di settore, sono stati utilizzati dati e documenti forniti dal Cliente, di seguito brevemente elencati:

- Planimetrie e tavole Catastali, (Tavole Tecniche);
- Schede e Dati Catastali;
- Contratti di locazione;
- *Rent roll* aggiornato al 31.12.2014 con dettaglio di eventuali rinnovi e/o disdette;
- Documentazione Tecnica disponibile (Certificazioni, Manutenzioni impianti..ecc.);
- Inquadramento urbanistico;
- Calcolo Imu Tasi;
- Assicurazioni globali fabbricati;
- Eventuali Capex previsti per gli Immobili appartenenti al Fondo.

Nel caso in cui qualsiasi di tali informazioni si verificasse inesatta o non aggiornata alla data di valutazione, i risultati della valutazione potrebbero subire variazioni e andrebbero dunque adeguatamente riesaminati.

3 Data della Valutazione

La valutazione si riferisce al giorno 31 Dicembre 2014.

4 Indipendenza del valutatore ed esclusione di conflitto di interessi

Si conferma che la valutazione del Portafoglio IRS è stata svolta in qualità di Esperto Indipendente del Fondo, con il rilascio di dichiarazioni richieste dal Cliente per il possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità, indipendenza ed assenza di conflitti di interesse così come previsto dalla normativa vigente.

5 Scopo della Valutazione

Scopo delle presenti valutazioni è la determinazione del valore di mercato dell'intero Portafoglio IRS, sulla base delle assunzioni speciali di seguito dettagliate.

DTZ Italia S.r.l. in qualità di Esperto Indipendente ha svolto la valutazione del portafoglio immobiliare in oggetto su richiesta del Cliente e secondo i criteri di valutazione ammessi dal Provvedimento di Banca d'Italia del 08 Maggio 2012.

Inoltre DTZ Italia S.r.l. ha effettuato la valutazione anche in conformità dei principi guida RICS in quanto compatibili con il Provvedimento Banca d'Italia del 08 Maggio 2012.

DTZ Italia S.r.l. autorizza il Cliente a riprodurre il presente rapporto, o parte di esso e di riferirne i contenuti a terzi limitatamente agli scopi previsti dalla Legge, ma non accetta nessuna responsabilità nei confronti di terze parti in relazione ai contenuti del presente rapporto di valutazione sia nella sua interezza che per porzioni dello stesso.

6 Base del Valore

DTZ Italia S.r.l. ha effettuato la valutazione degli immobili costituenti il Portafoglio IRS, sulla base del Valore di Mercato¹.

7 Titolo di Proprietà

DTZ Italia S.r.l. non ha effettuato verifiche autonome relative alla posizione giuridica della proprietà. Come richiesto dal Cliente si è assunto, ai fini delle valutazioni, che gli immobili in portafoglio siano di esclusiva e piena proprietà, che non esistano iscrizioni e trascrizioni pregiudizievoli e che non risultino gravami di sorta.

¹ Cfr. *Appendix 1 e Rics, VS 3.2.*

8 Limiti della presente valutazione

Il presente rapporto di valutazione è stato effettuato assumendo altresì i seguenti limiti:

A supporto della valutazione si è esaminata la documentazione tecnica fornitaci dal Cliente da cui in particolare abbiamo rilevato le informazioni catastali, le consistenze edilizie e la destinazione urbanistica dell'area in esame, senza effettuare alcuna ulteriore specifica verifica;

- Non sono state effettuate verifiche della struttura degli immobili;
- Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente illustrato nelle seguenti pagine;
- Le indicazioni delle indagini di mercato da noi effettuate sul locale mercato immobiliare sono a nostro parere rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione;

Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta propri di alcune delle attività esaminate e tali da modificare, ma non sensibilmente, l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento;

- La nostra valutazione è basata sulle informazioni e sui documenti ricevuti dal Cliente; i dati di locazione sono stati forniti dal Cliente e non sono stati da noi verificati in sede di sopralluogo;
 - Il computo delle superfici e tutti i dati relativi alle consistenze sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dal Cliente;
 - Si precisa che, in conformità all'incarico affidatoci non abbiamo effettuato alcuna autonoma verifica circa i titoli di proprietà, servitù, vincoli, ipoteche, verifica delle strutture, autorizzazioni relative a concessioni edilizie, condoni, VVF, Ufficio d'Igiene, né alcuna indagine presso gli enti competenti e che, pertanto, DTZ Italia non si assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia espressa o sottintesa, circa la completezza, veridicità e correttezza delle informazioni ricevute, sia scritte che verbali;
 - La valutazione ha presupposto che i beni siano pienamente conformi alle legislazioni vigenti (regolarità edilizia, sicurezza e prevenzione incendi), fatto salvo nei casi espressamente indicati dal Cliente;
 - Non sono state considerate le eventuali passività ambientali gravanti sugli Immobili;
- Per "passività ambientali" si intende l'insieme dei costi da sostenere sia per evitare danni all'ambiente, sia per sanare situazioni non conformi a quanto prescritto dalle vigenti normative in materia ambientale;
- I valori espressi non comprendono l'IVA.

Si rimanda all' **Appendice 1** per ulteriori dettagli

9 Caratteristiche del Portafoglio IRS

9.1 Distribuzione Geografica

Gli immobili del Portafoglio IRS sono ubicati: a Milano in via Broletto (immobile ad uso uffici), a Cinisello Balsamo, in viale Fulvio Testi (immobile ad uso uffici), a Torino in Via Marocchetti (immobile ad uso uffici), a Bologna in via della Liberazione e Andria in Contrada Barba d'Angelo (centri commerciali) ed infine a Rutigliano (Provincia di Bari, immobile ad uso logistico).

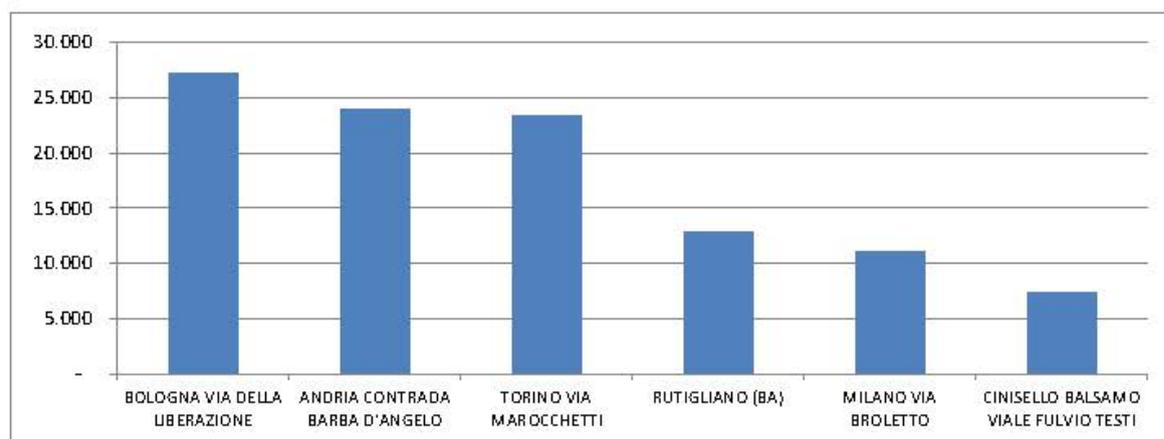


10 Superficie Lorda Portafoglio IRS

La superficie lorda complessiva² del Portafoglio IRS è pari a **mq 105.675** come espresso in dettaglio nella tabella sotto riportata.

SUPERFICIE LORDA		
CITTA'	INDIRIZZO	mq
ANDRIA	CONTRADA BARBA D'ANGELO	23.928
BOLOGNA	VIA DELLA LIBERAZIONE	27.164
CINISELLO BALSAMO	VIALE FULVIO TESTI	7.264
MILANO	VIA BROLETTO	11.038
RUTIGLIANO	VIA ADELFA	12.879
TORINO	VIA MAROCCHETTI	23.402
TOTALE		105.675

In termini di superficie lorda, i principali immobili del Portafoglio IRS sono i due centri commerciali ubicati in Via della Liberazione a Bologna (mq. 27.164) e ad Andria in Contrada Barba d'Angelo (mq. 23.928) e l'immobile ad uso terziario ubicato a Torino in Via Marocchetti (mq. 23.402).



² escluse le pertinenze esterne (parcheggi scoperti, aree esterne)

11 Metodo di Valutazione adottato

Al fine di determinare il più probabile valore di mercato, DTZ Italia S.r.l. ha compiuto nel 2013, 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 - 15 annualità) dei futuri redditi netti derivanti dalla locazione dell'immobile. Alla fine di tale periodo abbiamo capitalizzato il reddito netto a regime. I flussi di cassa (ricavi-costi) sono stati considerati a moneta corrente.

L'adozione di un approccio 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 stimati (ERV) in misura pari al **100%** dell'inflazione annua attesa ed una crescita annua del canone di locazione contrattuale in misura pari al **75%** dell'inflazione annua attesa.

L'inflazione annua attesa sul periodo decennale considerato è stata stimata pari al **1,59%**.

12 Valore di Mercato Portafoglio IRS al 31 Dicembre 2014

Sulla base delle analisi svolte e delle assunzioni speciali espresse nella presente introduzione, si ritiene congruo stimare il valore di mercato del portafoglio immobiliare oggetto di valutazione, in data 31 Dicembre 2014, pari a:

VALORE DI MERCATO PORTAFOGLIO IRS AL 31.12.2014	€ 118.900.000³ (CENTO DICOTTO MILIONI NOVE CENTO MILA EURO)
--	--

³ Cfr. Allegato A.

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.



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

Allegato A

FONDO	COD DTZ	NOME	FOTO	USO PRINCIPALE	SUPERFICIE LORDA + SUPERFICIE ESTERNA	SUPERFICIE LORDA	SUPERFICIE COMMERCIALE	VALORE DI MERCATO			TASSO DI SCONTO	TASSO DI USCITA
								31/12/2014	€/mq LORDA	€/mq COMM	%	%
IRS	10	ANDRIA CONTRADA BARBA D'ANGELO		CENTRO COMMERCIALE	23.928	23.928	12.222	€ 32.000.000	1.337	2.618	7,25%	6,25%
	11	BOLOGNA VIA DELLA LIBERAZIONE		CENTRO COMMERCIALE	30.472	27.164	14.021	€ 21.800.000	803	1.555	7,25%	6,25%
	12	CINISELLO BALSAMO VIALE FULVIO TESTI		UFFICI	11.256	7.264	4.592	€ 5.700.000	785	1.241	7,75%	6,50%
	13	MILANO VIA BROLETTO		UFFICI E NEGOZI	11.600	11.038	6.347	€ 39.900.000	3.615	6.286	6,00%	5,25%
	14	RUTIGLIANO (BA)		LOGISTICO	12.879	12.879	12.879	€ 4.200.000	326	326	8,50%	7,25%
	15	TORINO VIA MAROCCHETTI		UFFICIO	24.582	23.402	19.087	€ 15.300.000	654	802	7,50%	6,50%
	FONDO IRS	TOTALE			114.718	105.675	69.149	€ 118.900.000				

APPENDICE 1. **TERMINI, CONDIZIONI E ASSUNZIONI GENERALI**

Trattasi di termini, condizioni e assunzioni generali su cui le nostre valutazioni e relazioni sono normalmente preparate e costituiscono parte integrante del nostro incarico insieme con la nostra Lettera di Incarico ed i *DTZ Terms e Conditions*.

Queste condizioni ed assunzioni si applicano alla valutazione che è oggetto di questo incarico. Abbiamo fatto alcune assunzioni in relazione a fatti, condizioni o situazioni che interessano il bene oggetto della nostra valutazione (o l'approccio ad essa) che non abbiamo verificato come parte del processo di valutazione, ma piuttosto, secondo il glossario del RICS Valuation - Professional Standards 2012 ("Red Book"), abbiamo considerato come veritiere. Nel caso in cui una di queste ipotesi si riveli inesatta, allora la nostra valutazione dovrà essere rivista.

1. **Basi della Valutazione**

In accordo con le istruzioni ricevute dal Cliente, il bene immobiliare è stato valutato sulle seguenti basi:

- **VALORE DI MERCATO;**
- **CANONE DI MERCATO.**

2. **Titoli di proprietà e affini**

Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente indicato altrove.

Qualora forniti, i contenuti dei titoli di proprietà sono stati riflessi nel rapporto di valutazione. Si assume che la piena proprietà dell'immobile sia libera da ipoteche, servitù, vincoli, dispute o altri gravami di sorta.

Si precisa che non sono state effettuate autonome verifiche circa i titoli di proprietà, servitù, vincoli, ipoteche, verifica delle strutture, autorizzazioni relative a concessioni edilizie, condoni, WTT, Ufficio d'Igiene, né alcuna indagine presso gli enti competenti e che, pertanto, DTZ Italia non si assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia espressa o sottintesa, circa la completezza, veridicità e correttezza delle informazioni ricevute, sia scritte che verbali.

Qualora fosse richiesta una verifica di tali informazioni, si assume incarichiate i vostri consulenti legali.

3. **Condizioni delle strutture e dei servizi, materiali dannosi, impianti e macchinari**

Si è prestata la dovuta attenzione alle condizioni dell'immobile e all'apparente stato di manutenzione. Tuttavia, non sono state visitate alcuni spazi dell'immobile, né parti della struttura che risultano coperti, invisibili o inaccessibili. Non è quindi possibile confermare che l'immobile sia strutturalmente stabile e libero da difetti.

Si presume che l'immobile non sia oggetto di processi di putrefazione, infestazione, né di trattamenti chimici tossici o difetti strutturali e progettuali al di fuori di quelli eventualmente indicati nel presente rapporto di valutazione e nelle relative appendici.

Non sono previste ulteriori verifiche per determinare l'eventuale presenza o utilizzo di materiali dannosi impiegati nella costruzione o nel corso di susseguenti modifiche, e non è quindi possibile confermare che l'immobile non presenti rischi. Ai fini della presente valutazione, si assume che l'effettuazione tali verifiche non rivelerebbe la presenza di tali materiali dannosi.

Non sono state svolte altre verifiche geologiche, minerarie, o di altro genere per accertare che il sito sia libero da difetti nelle fondamenta. Si presume che le qualità portanti del sito su cui insiste l'immobile siano sufficienti per sostenere gli edifici ivi costruiti.

Si assume inoltre che non esistano condizioni anormali nel suolo, né reperti archeologici tali da poter condizionare negativamente l'occupazione, lo sviluppo oppure il valore di mercato presente o futuro dell'immobile. Nessuna verifica è stata svolta sul corretto funzionamento degli impianti elettrico, elettronico, idrico, e di riscaldamento, né su altre attrezzature o servizi. Ciò nonostante, si presume che tutti i servizi funzionino in maniera soddisfacente.

Non si è tenuto conto nella presente valutazione di impianti o macchinari che non siano a servizio diretto dell'immobile. Sono state appositamente escluse tutte le parti di impianti, macchinari, e attrezzature installati interamente o in diretta connessione alle attività dei conduttori. Sono anche stati esclusi mobili, arredamenti, accessori, veicoli, eventuali giacenze e attrezzature varie. Nel fornire consulenze e valutazioni riguardo al valore dell'immobile, DTZ Italia, le società collegate e i suoi dipendenti qualificati richiedono espressamente che il cliente e/o eventuali terze parti accettino il fatto che il presente rapporto di valutazione non offre alcun riferimento né fornisce alcuna garanzia riguardo alla condizione della struttura, delle fondamenta, del suolo e dei servizi dell'immobile oggetto di valutazione.

4. Impianti e macchinari

Non è stata considerata nessuna indennità per tutti gli impianti o macchinari che non fanno parte degli impianti di servizio dell'immobile. In particolare abbiamo escluso tutti gli impianti, macchinari ed attrezzature installati interamente o principalmente in relazione a qualsiasi delle attività degli occupanti. Sono stati anche esclusi mobili e arredi, veicoli, eventuale magazzino e attrezzi.

5. Superfici e sopralluoghi

Il Cliente ha fornito a DTZ Italia le superfici necessarie per la valutazione. Si assume che le superfici fornite siano state calcolate in conformità alla prassi italiana e che possano quindi essere utilizzate come base per le analisi svolte al fine della determinazione dei canoni di locazione attesi di mercato e del valore di mercato dell'immobile in oggetto.

Le ispezioni sono effettuate su base concordata. Al fine delle rivalutazioni senza nuova ispezione, a meno che non sia richiesto altrimenti, si assume (come definito nel Red Book) che nessuna modifica rilevante si è verificata in ordine alle caratteristiche fisiche della proprietà e della zona in cui è situata.

6. Questioni ambientali, inclusi rischi di inondazioni

DTZ Italia non ha eseguito verifiche in relazione alla presenza effettiva o potenziale di contaminazione nel sottosuolo o negli edifici ed ai rischi di inondazione. Si assume che, qualora venissero eseguite delle verifiche a tale scopo, non produrrebbero risultati tali da incidere sul valore dell'immobile. Non è stata svolta alcuna verifica da parte della scrivente circa gli usi passati dell'immobile stesso o degli immobili circostanti, per stabilire la contaminazione potenzialmente causata da tali usi e tali siti, e quindi si presume l'assenza di alcuna forma di contaminazione.

Nel corso di una trattativa di acquisizione, gli eventuali acquirenti potrebbero richiedere ulteriori verifiche per accertare ogni rischio prima di chiudere la transazione. Se a seguito di tale attività si verificasse la presenza di contaminazione nell'immobile o nei terreni circostanti, oppure si verificasse che gli spazi siano stati usati o siano tuttora utilizzati per attività contaminanti, il valore riportato nel presente rapporto potrebbe subire una consistente riduzione.

7. Concessioni edilizie ed urbanistiche

Come richiesto, si presume che l'immobile in oggetto sia stato edificato in totale conformità con le norme urbanistiche e con tutte le necessarie concessioni edilizie; si presume altresì che l'immobile non sia soggetto a

questioni rimaste in sospeso in relazione a costruzione, utilizzo o occupazione. In caso contrario ciò potrebbe incidere sul valore di mercato dell'immobile in oggetto.

Si prega di notare il fatto che i dipendenti dei servizi urbanistici forniscono informazioni informali ed officiose e che si devono intraprendere ricerche formali qualora siano necessarie informazioni ufficiali.

Si assume che, qualora dobbiate fare affidamento su questioni urbanistiche, incarichiate, informando DTZ Italia, i vostri consulenti legali di effettuare tali ricerche formali.

8. **Canoni di locazione**

Qualora forniti, sono stati visionati i contratti di locazione ed i relativi documenti. Si assume che le copie di tutti i documenti inviati siano complete ed aggiornate.

Non sono state effettuate indagini sulla solidità finanziaria degli inquilini. A meno che non ci siano evidenze contrarie, si presuppone che:

- se una proprietà è occupata con un contratto di locazione, gli inquilini siano finanziariamente in grado di adempiere ai loro obblighi;
- non ci siano arretrati di spese di affitto o di spese condominiali ("service charges"), violazioni dei contratti, controversie con gli inquilini presenti o previste.

Tuttavia, la nostra valutazione riflette la percezione generale del mercato riguardo alla solidità finanziaria del **tipo di conduttore attualmente insediato, o responsabile dell'adempimento dei contratti di locazione, o che potrebbe insediarsi.**

Si assume che rinegoziazioni di affitto o rinnovi di locazione siano in corso o imminenti e che tutte le notifiche di sfratto siano state notificate efficacemente entro i termini prescritti.

9. **Aspetti legali**

Aspetti giuridici, ed in particolare l'interpretazione delle questioni relative ai titoli di proprietà ed alle locazioni, possono avere un impatto significativo sul valore di un immobile. Nessuna responsabilità sarà accettata per la vera interpretazione della posizione giuridica del nostro cliente o di altri soggetti.

Quando esprimiamo un parere su questioni giuridiche che interessano la valutazione, tale parere deve essere quindi oggetto di verifica da parte del cliente con un avvocato qualificato. In queste circostanze, non ci assumiamo alcuna responsabilità per la vera interpretazione della posizione giuridica del cliente o di altri soggetti per quanto riguarda la valutazione della proprietà.

10. **Informazioni**

Si assume che tutte le informazioni fornite dal cliente sull'immobile siano complete e corrette. Si assume inoltre che i dettagli di tutte le questioni che possono incidere sul valore di cui il cliente è a conoscenza, quali i futuri contratti di affitto, indicizzazioni dei canoni di affitto e questioni in sospeso in ambito legislativo ed edilizio, siano stati forniti a DTZ Italia e che siano aggiornati.

11. **Costo di ricostruzione**

Qualora richiesto, si è tenuto conto del tipo e della natura dell'edificio con una stima del costo di ricostruzione come parte del nostro esercizio di valutazione. Non abbiamo effettuato una stima formale dei costi di ricostruzione tramite la nostra divisione di "Building Consultancy".

Qualora la stima sia richiesta per fini assicurativi, deve essere considerata come una indicazione e non deve essere usata come riferimento ed essere usata ai soli fini comparativi per la polizza di ricostruzione proposta del mutuatario. Qualora sorgano delle discrepanze, il cliente dovrebbe commissionare una stima formale dei costi di ricostruzione.

I dati riportati nel rapporto di valutazione rappresentano la nostra stima del costo di ricostruzione della proprietà alla data di valutazione.

Qualora la stima sia richiesta per fini assicurativi, sono incluse voci per la demolizione, rimozione delle macerie, armature di sostegno provvisorie, spese professionali che possono essere sostenute per la ricostruzione.

Non è stato incluso alcun importo per l'IVA. Se non è possibile recuperare totalmente l'IVA, o è possibile recuperarne solo una parte, il cliente dovrebbe richiedere ai propri assicuratori di aumentare in maniera appropriata l'importo base assicurato. Le voci non includono alcuna indennità per la perdita del canone di locazione durante il periodo di ricostruzione, né per l'inflazione, né per bonificare qualsiasi contaminazione che possa essere presente e debba essere trattata prima della ricostruzione. La stima non fornisce alcuna consulenza in materia di copertura danni a seguito di atti terroristici e pertanto il cliente dovrebbe consultare i propri assicuratori in relazione a questo aspetto.

Si assume che l'edificio ripristinato, ed il suo utilizzo e funzione, sarà simile a quello esistente e che sarà quanto più possibile fedele al progetto originale, costruito in materiali odierni, con tecniche odierne ed adatto agli standard odierni.

12. Detrazione delle spese di acquisto

Il valore di mercato che si attribuisce alla proprietà è la cifra che consideriamo potrebbe apparire in un contratto di vendita, fatte salve le ipotesi appropriate di questa base del valore. Se appropriato, è stato fatto un riferimento in materia di imposta di bollo e spese dell'acquirente. Nessuna rettifica è stata apportata per riflettere eventuali oneri accessori (diritti notarili, commissioni di intermediazione, costi di due diligence, ecc.) a carico del potenziale acquirente: il valore indicato è quindi da intendersi al netto di tali imposte ed oneri accessori.

L'è stata apportata una sola rettifica per riflettere eventuali oneri accessori connessi all'uscita dall'investimento, stimati nella misura del 2,0% circa sul prezzo di vendita.

13. Tassazione

Non è stato fatto alcun riferimento per tener conto di eventuali responsabilità fiscali che possano insorgere al momento della dismissione, né per eventuali costi connessi alla dismissione sostenuti dal proprietario. Inoltre, non è stata considerata nessuna indennità per eventuali responsabilità di rimborso a qualsiasi ente o altri soggetti, conguagli fiscali o finanziamenti che possano sorgere al momento della dismissione.

Il valore di mercato dell'immobile ed i canoni di locazione indicati nel presente rapporto di valutazione non tengono in considerazione l'ammontare dell'imposta sul valore aggiunto e sono pertanto da considerarsi come valori IVA esclusa.

14. Mercato immobiliare di riferimento

Le indicazioni delle indagini di mercato da noi effettuate sul locale mercato immobiliare sono a nostro parere rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione. Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta propri di alcune delle attività esaminate e tali da modificare l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento.

15. Controllo

La conformità delle valutazioni con il RICS Valuation – Professional Standards 2012 può essere oggetto di controllo da parte delle RICS secondo le sue norme disciplinari.

DEFINIZIONI DELLE BASI DELLA VALUTAZIONE

VALORE DI MERCATO

DTZ Italia S.r.l. ha fatto riferimento ai criteri di valutazione riportati al Titolo V - Capitolo IV della Banca d'Italia 14/04/2005 in particolare al paragrafo 2.5 - Beni Immobili.

Il Valore di Mercato si valuta in conformità al Valuation Standard 3.2 del RICS Valuation - Professional Standards 2012 ("Red Book") ed alla definizione e struttura concettuale dell'International Valuation Standards Council (IVSC). In accordo con il VS 3.2, il Valore di Mercato rappresenta l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni.

Commenti

- a) Nell'applicazione del valore di mercato è necessario tenere in considerazione la struttura concettuale riportata nei paragrafi 31–35 del IVS Framework, incluso il requisito per cui il valore stimato deve rispecchiare lo stato e la situazione effettiva del mercato alla data di valutazione.
- b) Il valore di mercato è una definizione riconosciuta a livello internazionale. Rappresenta l'importo che apparirebbe in un ipotetico contratto di compravendita alla data di valutazione. I valutatori devono garantire che la base del valore sia sempre definita chiaramente sia nelle istruzioni, sia nel rapporto.
- c) Il valore di mercato non prende in considerazione nessuna ipoteca, obbligazione o altro gravame relativo alla proprietà.
- d) Escludendo i casi in cui si configura un valore speciale (vedere definizione nei paragrafi 44-47 dell' IVS Framework), quando il prezzo offerto dai potenziali acquirenti sul mercato ordinario rispecchia un'aspettativa di futura variazione delle circostanze della proprietà, questo elemento di "valore atteso" è riflesso nel valore di mercato. Alcuni esempi in cui l'aspettativa di ottenere un maggiore valore in futuro influisce sul valore di mercato sono:
 - a. la possibilità di edificare dove attualmente non sia consentito;
 - b. la possibilità che in futuro emerga un valore complementare (vedere definizione al paragrafo 48 del IVS Framework), in seguito alla fusione con un'altra proprietà o con altri diritti/titoli all'interno della stessa proprietà.
- e) Le linee guida GN 2, GN 4 e GN 5 contengono direttive sull'applicazione del valore di mercato agli specifici tipi di cespiti.

Considerazioni pubblicate nell'IVS Framework (paragrafi 31-35):

31 - Si utilizza il termine Proprietà in quanto l'elemento centrale di questi standard è la valutazione delle proprietà immobiliari. Poiché gli Standard comprendono la rendicontazione finanziaria, per un'applicazione più generale della definizione si può utilizzare il termine Cespite. Ogni elemento della definizione ha una propria rilevanza concettuale.

- a) "l'ammontare stimato" si riferisce a un prezzo espresso in termini monetari (di solito nella valuta locale) pagabile per la proprietà a fronte di una transazione a condizioni concorrenziali. Il Valore di Mercato si misura come il prezzo più probabile che si può ragionevolmente ottenere sul mercato alla data di valutazione, attenendosi alle condizioni di cui alla definizione di Valore di Mercato. È il prezzo migliore che il venditore può ragionevolmente ottenere e il prezzo più vantaggioso che l'acquirente può ragionevolmente pagare. Questa valutazione esclude specificamente un valore stimato incrementato o decrementato a causa di condizioni o circostanze speciali, come termini di finanziamento/pagamento, accordi atipici, operazioni di sale and leaseback, considerazioni o concessioni particolari accordate da una qualsiasi persona correlata alla vendita o qualsiasi elemento riconducibile al concetto di Valore Speciale.
- b) "una proprietà dovrebbe essere ceduta o acquistata" fa riferimento al fatto che il valore di una proprietà è un ammontare stimato, anziché un prezzo di vendita predeterminato o effettivo. È il prezzo a cui il mercato prevede che debba concludersi, alla data di valutazione, una transazione che soddisfa tutti gli altri elementi della definizione di Valore di Mercato.
- c) "alla data di valutazione" richiede che il Valore di Mercato stimato sia riferito a un momento specifico, cioè a una data determinata. Poiché i mercati e le condizioni di mercato possono mutare, in un diverso momento il valore stimato può essere non più corretto o appropriato. L'ammontare della valutazione deve rispecchiare lo stato attuale e le circostanze del mercato alla data effettiva di valutazione e non ad una data passata o futura. La definizione presume anche che la compravendita e il perfezionamento del relativo contratto avvengano simultaneamente, senza alcuna variazione del prezzo che potrebbe altrimenti aver luogo.
- d) "tra un acquirente interessato" fa riferimento a una persona motivata, ma non costretta, ad acquistare. Questo tipo di acquirente non è né troppo desideroso, né determinato ad acquistare a qualsiasi prezzo; inoltre, effettua gli acquisti in conformità alle condizioni reali e alle aspettative del mercato corrente, anziché di un mercato immaginario o ipotetico di cui non si può dimostrare o prevedere l'esistenza. Il presunto acquirente non pagherebbe un prezzo superiore a quello imposto dal mercato. L'attuale proprietario è compreso tra coloro che costituiscono "il mercato". Il valutatore non deve formulare assunzioni non realistiche riguardo alle condizioni del mercato, né presupporre un Valore di Mercato di livello superiore a quello ragionevolmente ottenibile.
- e) "un venditore interessato" non è un venditore troppo desideroso, né costretto a vendere e quindi pronto ad accettare qualsiasi prezzo, né disposto ad attendere eccessivamente per ottenere un prezzo non considerato ragionevole sul mercato del momento. Il venditore interessato è motivato a vendere la proprietà alle condizioni e al miglior prezzo ottenibile sul (libero) mercato dopo un'adeguata commercializzazione, a prescindere dal prezzo specifico. Le circostanze reali del proprietario effettivo non rientrano tra queste considerazioni, perché il "venditore interessato" è un proprietario ipotetico.
- f) "in una transazione a condizioni concorrenziali" si tratta di una transazione che avviene tra parti fra le quali non intercorre un rapporto particolare o speciale (come, per esempio, tra una società capogruppo e una controllata, o tra un proprietario e un inquilino) a motivo del quale il livello di prezzo può essere inusuale per il mercato o incrementato a causa di un elemento del Valore Speciale (vedere IRS 2, paragrafo 3.8). Si presume che la transazione al Valore di Mercato avvenga tra parti non collegate, ciascuna delle quali agisce in modo indipendente.
- g) "dopo un'adeguata commercializzazione" questa espressione significa che la proprietà deve essere offerta sul mercato nel modo più indicato a consentirne la vendita al miglior prezzo ragionevolmente ottenibile, in conformità alla definizione di Valore di Mercato. La durata del periodo in cui la proprietà è messa sul mercato può variare a seconda delle condizioni del mercato stesso, ma deve essere sufficiente a permettere di sottoporre la proprietà all'attenzione di un numero adeguato di potenziali acquirenti. Il periodo in cui la proprietà è messa in vendita deve essere anteriore alla data di valutazione.

- h) "in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela" questa definizione presume che sia l'acquirente interessato che il venditore interessato siano ragionevolmente informati sulla tipologia e le caratteristiche della proprietà, i suoi impieghi effettivi e potenziali e le condizioni del mercato alla data di valutazione. Si presume inoltre che ciascuno di essi agisca nel proprio interesse con conoscenza e con cautela, in modo da realizzare il prezzo migliore per la rispettiva posizione nella transazione. La cautela si valuta facendo riferimento alle condizioni del mercato alla data di valutazione, non avvalendosi di conoscenze e informazioni maturate successivamente alla data di valutazione. Non è necessariamente incauto per un venditore cedere la proprietà su un mercato in calo a un prezzo inferiore rispetto ai livelli precedenti. In tali casi, e ciò vale anche per altre situazioni di acquisto e vendita su mercati caratterizzati da prezzi variabili, l'acquirente o il venditore cauto agisce in conformità alle migliori informazioni commerciali disponibili al momento.
- i) "e senza coercizioni" Questa espressione indica che ciascuna parte è motivata a intraprendere la transazione, ma non è obbligata né indebitamente costretta a portarla a termine.

32 - Il concetto di valore di mercato presuppone un prezzo negoziato in un mercato aperto e competitivo in cui i partecipanti agiscono liberamente. Il mercato per un'attività potrebbe essere un mercato internazionale o di un mercato locale. Il mercato potrebbe essere costituito da numerosi acquirenti e venditori, o potrebbe essere caratterizzato da un numero limitato di partecipanti al mercato. Il mercato in cui è il bene è in vendita è quello in cui il bene viene normalmente scambiato (vedere paragrafi 16-20).

33 - Il valore di mercato di un asset rifletterà il suo *highest and best use*. L'*highest and best use* rappresenta l'uso che massimizza la sua produttività e che è possibile, legalmente ammissibile e finanziariamente fattibile. L'*highest and best use* può essere per la continuazione di un uso esistente o per qualche uso alternativo. Questo è determinato dall'uso che un operatore del mercato avrebbe in mente per l'asset nel formulare il prezzo che sarebbe disposto ad offrire.

34 - L'*highest and best use* su una base stand-alone può essere diverso dal suo *highest and best use* come parte di un gruppo, quando si deve considerare il suo contributo al valore complessivo del gruppo.

35 - La determinazione dell'*highest and best use* comporta le seguenti considerazioni:

- (a) per stabilire se un uso sia possibile, si dovrà considerare quello che sarebbe stato considerato ragionevole dai partecipanti al mercato;
- (b) in modo da riflettere l'obbligo di essere legalmente ammissibile, ogni restrizione legale all'uso del bene, ad esempio le destinazioni urbanistiche, deve essere presa in considerazione;
- (c) il requisito che l'uso sia economicamente fattibile tiene conto del fatto che un uso alternativo, fisicamente possibile e legalmente ammissibile, sarà sufficientemente remunerativo per un tipico operatore del mercato, dopo aver tenuto conto dei costi di conversione a tale uso, oltre al ritorno al suo attuale uso.

Per Valore di Mercato si intende il valore di una proprietà stimata al netto dei costi di vendita o di acquisizione e degli oneri fiscali correlati (IVS Framework 36).

CANONE DI MERCATO

Il Canone di Mercato si valuta in conformità al Valuation Standard 3.3 del Red Book. In accordo con il VS 3.3, il Canone di Mercato rappresenta l'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere locata, alla data di valutazione, da un locatore a un conduttore privi di legami particolari, entrambi interessati alla transazione,

sulla base di termini contrattuali adeguati e a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni.

Commenti

- 1) La definizione di canone di mercato è una variazione della definizione di valore di mercato; i paragrafi C10 e C11 nell'IVS 230 forniscono ulteriori informazioni in merito.
- 2) Il canone di mercato varia in modo significativo a seconda delle condizioni del contratto di locazione assunto come riferimento. Gli adeguati termini contrattuali rispecchiano solitamente la comune pratica sul mercato in cui la proprietà si trova, sebbene per determinati scopi possa essere necessario stipulare condizioni diverse da quelle abituali. Il canone di mercato è influenzato da fattori come la durata della locazione, la frequenza degli aggiornamenti del canone e la responsabilità delle parti in materia di manutenzione e spese. In alcuni Paesi, determinati aspetti legislativi potrebbero limitare i termini contrattuali o influire sul loro impatto. Tali aspetti devono essere presi in considerazione, ove necessario.
- 3) Nella determinazione del canone di mercato, i valutatori devono quindi definire chiaramente i principali termini contrattuali che si assumono come riferimento. Se è abituale, in un particolare mercato, includere un pagamento o una concessione da una parte all'altra quale incentivo per stipulare un contratto di locazione e ciò si riflette sul livello generale dei canoni, anche il canone di mercato deve essere espresso su tale base. La tipologia dell'incentivo assunto deve essere dichiarata dal valutatore, insieme ai relativi termini contrattuali.
- 4) Il canone di mercato è normalmente utilizzato per indicare l'importo per cui una proprietà libera possa essere locata, oppure il valore per cui una proprietà locata possa essere nuovamente affittata alla scadenza dell'attuale contratto di locazione. Il canone di mercato non rappresenta una base adeguata per la definizione del canone di locazione in caso di rinegoziazione anticipata del canone stesso, poiché è necessario prendere in considerazione le specifiche condizioni del contratto precedentemente in vigore.

Fondo Invest Real Security

Prospetto dei flussi di cassa

	2014	2013
A. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' E DEPOSITI BANCARI		
- Valore Iniziale -	731.620	1.844.250
B. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' DI ESERCIZIO		
Utile (Perdita) dell'esercizio	(15.260.963)	(5.982.339)
(Plusvalenza)/Minusvalenza da valutazione immobili	15.600.000	7.200.000
Ammortamento cespiti	5.490	38.317
svalutazione crediti e partecipazioni	283.560	92.535
Rilascio fondi e passività		
Risultato dell'attività di esercizio prima delle variazioni del capitale circolante	628.087	1.348.513
(Aumento) Diminuzione dei crediti vs clienti incluso utilizzo fondo svalut.crediti	(234.631)	635.452
Aumento (Diminuzione) dei debiti vs fornitori e provvigioni passive	55.837	(740.296)
Variazione di altre voci delle Altre Attività	(254.031)	52.205
Variazione di altre voci delle Altre Passività	(52.974)	(14.623)
Totale B.	142.287	1.281.251
C. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' DI INVESTIMENTO		
(Investimenti) Disinvestimenti in immobilizzazioni:		
Immateriali e Materiali		
Investimenti Immobiliari		
Disinvestimenti Immobiliari		
Finanziarie		
Partecipazioni		(3.738)
Totale C.	0	(3.738)
D. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' FINANZIARIE E DI PATRIMONIO NETTO:		
Rimborso finanziamenti	(126.464)	(2.390.143)
Finanziamenti ricevuti		
Rimborso quote		
Distribuzione di utili		
Totale D.	(126.464)	(2.390.143)
E. FLUSSO MONETARIO DEL PERIODO (B+C+D)	15.823	(1.112.630)
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' E DEPOSITI BANCARI		
-Valore Finale-	747.442	731.620

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE
CHIUSO “INVEST REAL SECURITY”

31 DICEMBRE 2014

Relazione della società di revisione



Investire Immobiliare S.p.A. SGR
(incorporante di Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR)

Rendiconto annuale della Gestione
al 31 dicembre 2014

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

Data emissione rapporto

: 13 marzo 2015

Numero rapporto:

: RVC/AFB/vmh – RC001802014/MZ0472



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

Ai Partecipanti al

Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "INVEST REAL SECURITY"

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "INVEST REAL SECURITY", costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche compete agli amministratori della società Investire Immobiliare S.p.A. SGR. È nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione e basato sulla revisione contabile.

2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto della gestione sia viziato da errori significativi e se i risultati, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto della gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 4 marzo 2014.

3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "INVEST REAL SECURITY" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale ed il risultato del Fondo per l'esercizio chiuso a tale data.

4. Come descritto nel rendiconto della gestione, in data 19 dicembre 2014 si è perfezionata l'operazione di fusione per incorporazione di Polaris Real Estate SGR S.p.A. (Incorporata) e Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR (Incorporata) in Investire Immobiliare SGR S.p.A. (Incorporante). La fusione ha avuto effetto a decorrere dal 1° gennaio 2015 e, da tale data, l'incorporante Investire Immobiliare SGR S.p.A. è subentrata, ai sensi dell'articolo 2504 bis c.c., in tutto il patrimonio attivo e passivo

Mazars SpA

SEDE LEGALE: CORSO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO
TEL. +39 02 58 20 10 - FAX: +39 02 58 20 14 03 - WWW.MAZARS.IT
SpA - CAPITALE SOCIALE € 1.000.000,00 I.V.
REG. IMP. MILANO E COD. FISC. / P. IVA N. 03099110177 - REA DI MILANO 20272292
ISCRITTA AL REGISTRO DEI REVISORI LEGALI AL N. 41306 CON D.M. DEL 12/04/1995 G.U. N.3185 DEL 27/04/1995
UFFICI IN ITALIA: BARI - BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO

delle società incorporate, inclusa la gestione dei fondi immobiliari, nonché, in tutti i diritti, le ragioni, le azioni giudiziarie, i crediti e i debiti, gli obblighi, i contratti ed impegni di qualsiasi natura, sia di fronte ai privati come nei confronti di tutte le pubbliche amministrazioni, anche comunali. Contestualmente all'efficacia della fusione sono cessati dalle cariche e dalle relative mansioni e facoltà gli organi amministrativi e gli organi di controllo delle incorporate.

Con riferimento alla revisione legale dei conti della Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR e dei rendiconti annuali dei fondi da essa gestiti fino al 31 dicembre 2014, Mazars S.p.A., come anche indicato dagli amministratori della Investire Immobiliare SGR S.p.A., ha continuato a svolgere le proprie funzioni al solo fine di esprimere il giudizio sui dati contabili al 31 dicembre 2014 relativi al bilancio d'esercizio della Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR (oggi incorporata in Investire Immobiliare SGR S.p.A) ed ai rendiconti annuali dei Fondi gestiti dalla stessa società.

5. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori, in conformità a quanto previsto dal Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche, compete agli amministratori della Investire Immobiliare S.p.A. SGR. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n° 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "INVEST REAL SECURITY" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014.

Milano, 13 marzo 2015

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