

RENDICONTO INTERMEDIO di LIQUIDAZIONE AL 31 DICEMBRE 2016 DEL

FONDO INVEST REAL SECURITY

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO



INDICE

ORGANI SOCIALI	4
INFORMAZIONI GENERALI	5
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	6
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI	7
1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO	7
1.1. Quadro macroeconomico.....	7
1.2. Andamento del mercato immobiliare	11
1.3. Mercato dei fondi immobiliari	20
1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali	21
2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO	23
2.1. Linee strategiche della gestione del fondo.....	23
2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo	24
2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare	25
2.4. Andamento della gestione del fondo.....	26
2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi	26
2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni	27
2.4.3. Andamento del valore della Quota	28
2.4.5. Finanziamenti, Derivati e liquidità del fondo	29
2.4.6. Governance del Fondo.....	29
3. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2016	31
4. IL PIANO DI RIPARTO "INTERMEDIO" di LIQUIDAZIONE	31
5. LA FISCALITA' DELLA LIQUIDAZIONE	31
6. ADEMPIMENTI di LIQUIDAZIONE	31
7. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR	32
8. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	32
Situazione Patrimoniale	33
Sezione Reddittuale	35
NOTA INTEGRATIVA	36
PARTE A – Andamento del valore della quota	36
PARTE B – Le Attività, le Passività ed il Valore Complessivo Netto	38
Sezione I - Criteri di valutazione	38
Sezione II - Le attività.....	41

Sezione III - Le passività	46
Sezione IV - Il valore complessivo netto	47
Sezione V - Altri dati patrimoniali	48
PARTE C – Il Risultato Economico del periodo	49
Sezione I - Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari	49
Sezione II - Beni immobili.....	49
Sezione III – Crediti.....	50
Sezione IV - Depositi bancari.....	50
Sezione V – Altri beni.....	50
Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari	50
Sezione VII - Oneri di gestione	50
Sezione VIII - Altri ricavi e oneri	53
Sezione IX – Imposte	53
PARTE D – Altre informazioni	54
Relazione della Società di Revisione	56

ORGANI SOCIALI

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

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

COLLEGIO SINDACALE

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

SOCIETÀ DI REVISIONE

EY S.p.A.

INFORMAZIONI GENERALI

Il presente **Rendiconto intermedio di liquidazione** del Fondo INVEST REAL SECURITY, gestito da InvestIRE SGR S.p.A., già Beni stabili Gestioni SGR S.p.A., è redatto in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive modifiche e dall'art. 13 del Regolamento di gestione del Fondo, per tener conto dello stato di liquidazione del fondo stesso.

Il rendiconto è riferito alla data del 31 dicembre 2016 e vi sono descritti i fatti relativi all'esercizio 2016 e dei mesi successivi, fino alla delibera di approvazione dello stesso. In data 20 dicembre 2016 è stata completata la dismissione del patrimonio immobiliare di proprietà del Fondo. Il completamento delle procedure amministrativo contabili di liquidazione del Fondo avverrà in occasione dell'approvazione del rendiconto finale di liquidazione al 30 giugno 2017.

Si rammenta che in data 9 novembre 2012 il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR (oggi InvestIRE SGR S.p.A., a seguito dell'operazione di fusione per incorporazione con Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR e Polaris Real Estate SGR S.p.A., avvenuta in data 19 dicembre 2014), con il parere favorevole del Collegio Sindacale, ha, tra le altre cose, approvato:

- la formale messa in liquidazione del Fondo IRS a partire dal 31 dicembre 2013;
- l'utilizzo del periodo di grazia per ulteriori tre anni, prorogando la scadenza del fondo fino al 31 dicembre 2016
- il piano di smobilizzo degli immobili del Fondo redatto assumendo la suddetta proroga, come successivamente modificato con delibera del Consiglio di Amministrazione in data 18 dicembre 2013.

Inoltre, in data 11 dicembre 2014 l'assemblea speciale dei partecipanti del Fondo convocata ai sensi dell'art. 22 commi da 5bis a 5nonies del D.L. 91/2014, convertito con modificazioni dalla L. 116/2014 non ha approvato la proposta di modifica del regolamento del Fondo al fine di introdurre la possibilità di prorogarne la durata per un periodo non superiore a due anni, al solo fine di completare lo smobilizzo degli investimenti in portafoglio.

Il presente documento è redatto in osservanza al principio di chiarezza, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria al 31 dicembre 2016 e l'andamento economico del periodo chiuso a tale data del Fondo ed è composto dai seguenti documenti:

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

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

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

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

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

DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

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

Tipologia	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
Data avvio operatività del Fondo	29/09/2003
Scadenza del Fondo (1)	31 dicembre 2016 - periodo di grazia di 3 anni dal 31 dicembre 2013
Tipologia patrimonio immobiliare	Immobili con varia destinazione, prevalentemente di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
Depositario	Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A. (I.C.P.B.I. S.p.A.)
Esperto Indipendente	DTZ Italia S.p.A. – ultima valutazione al 30 giugno 2016
Società di revisione	EY S.p.A.
Fiscalità	Fiscalità prevista per tali strumenti finanziari, come da D.L. 351/2001 del 25 settembre 2001, convertito dalla Legge n. 410/2001, dal D.L. 78/2010 convertito dalla Legge n. 122/2010, dal D.L. 70/2011 convertito dalla Legge n. 106/2011, dal DL 83/2012 convertito dalla Legge 07/08/2012 n. 134, Dlgs 44/2014
Valore nominale del Fondo al collocamento	Euro 141.000.000
Numero di quote collocate al 31 dicembre 2016	56.400
Valore nominale originario delle quote	Euro 2.500
Valore nominale residuo (2) delle quote al 31 dicembre 2016	Euro 2.226,80
Distribuzione di proventi fino al 31 dicembre 2016 (valore per quota)	Euro 384,68
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2016	Euro 23.750.929
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2016	Euro 421,116
Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2016	Patrimonio immobiliare dismesso
Quotazione	MIV (Segmento Fondi Chiusi della Borsa Italiana)- quotazione cessata il 30/12/2016

(1) Alla data del 31/12/2016 il Fondo ha raggiunto l'obiettivo della completa dismissione del patrimonio di proprietà, seguiranno pertanto le ulteriori fasi della procedura di liquidazione ai sensi dell'art.13 del Regolamento di gestione e delle altre disposizioni normative applicabili

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

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1.1. Quadro macroeconomico

Secondo l'ultimo *Bollettino Economico* di Banca d'Italia (gennaio 2017) le condizioni dell'economia globale sono leggermente migliorate. La crescita ha superato le attese nelle economie avanzate ed è proseguita nei paesi emergenti, pur con andamenti differenziati.

Negli Stati Uniti il GDP ha accelerato oltre il previsto, portandosi al 3,5%, grazie soprattutto al contributo delle esportazioni. In Giappone il PIL ha rallentato la crescita attestandosi all'1,3%, risentendo della persistente debolezza di consumi e investimenti. Nel Regno Unito la crescita è rimasta invariata al 2,4%, un dato superiore alle attese che ha contribuito a dissipare i timori di una brusca frenata in seguito al referendum sulla Brexit. In Cina la crescita si è mantenuta stabile sul 6,7% per cento; in India il PIL ha continuato a espandersi a ritmi elevati (7,3%), a fronte di una dinamica assai moderata della produzione industriale. In Brasile la recessione rimane severa (-2,9%) e il quadro congiunturale resta assai incerto, anche per la situazione politica ancora confusa. In Russia, a seguito della ripresa dei corsi petroliferi, si è attenuata la flessione del prodotto (-0,4%) consolidando la prospettiva di un ritorno alla crescita. Nelle economie avanzate l'inflazione al consumo è lievemente salita, grazie all'attenuarsi del calo dei prezzi dei beni energetici.

Secondo le valutazioni del Fondo Monetario Internazionale, il prodotto mondiale sarebbe aumentato del 3,1% nel 2016; accelererebbe al 3,4 nel 2017 e al 3,6 nel 2018. Rispetto allo scorso ottobre le stime sono state riviste leggermente al rialzo per quasi tutte le maggiori economie avanzate (ad eccezione dell'Italia) e marginalmente al ribasso per la media dei paesi emergenti, per i quali è comunque prevista un'accelerazione nel prossimo biennio. Le revisioni per le economie avanzate riflettono le sorprese positive registrate nel terzo trimestre e i benefici attesi dalle politiche di bilancio espansive annunciate negli Stati Uniti e in Giappone. La crescita nelle economie emergenti risentirebbe di condizioni finanziarie meno favorevoli: in Brasile si prospetta un miglioramento più modesto di quanto anticipato in ottobre; in particolare si conferma il miglioramento delle prospettive per la Russia e per gli altri paesi produttori di materie prime.

Le prospettive rimangono tuttavia soggette a diversi fattori di incertezza: quelle degli Stati Uniti dipendono dalle politiche economiche della nuova amministrazione, mentre la crescita globale potrebbe essere frenata dall'insorgere di turbolenze nelle economie emergenti. Sui mercati finanziari le attese di una politica di bilancio espansiva e di un'inflazione più elevata negli Stati Uniti, emerse dopo le elezioni presidenziali, si sono tradotte in uno spostamento di portafoglio dalle obbligazioni alle azioni e in un deciso incremento dei rendimenti a lunga scadenza; la tendenza si è estesa anche alle altre economie avanzate, ma in misura minore che in passato, rispecchiando la divergenza delle politiche monetarie. Sono ripresi i deflussi di capitale nei paesi emergenti, con un deprezzamento generalizzato delle valute.

Area Euro

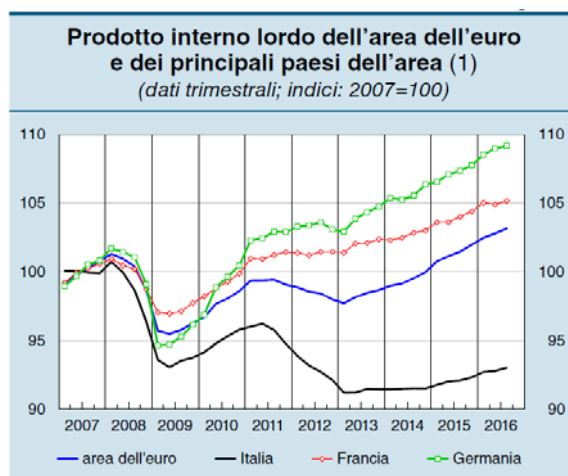
Nell'area dell'euro la crescita del prodotto prosegue a un ritmo moderato ma in graduale consolidamento: nel terzo trimestre del 2016 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3% rispetto al periodo precedente, grazie alla spinta proveniente dalle componenti interne della domanda. L'incertezza sull'andamento dell'economia mondiale, in parte condizionata dalle tensioni geopolitiche, rappresenta il maggiore fattore di rischio per l'attività economica.

L'esito del referendum della Gran Bretagna non ha provocato finora ripercussioni rilevanti sui mercati finanziari, che sono tuttavia minacciati dalla situazione geopolitica internazionale e dai timori del progressivo diffondersi di forme di chiusura nazionali.

L'inflazione sta risalendo gradualmente e sono in gran parte rientrati i rischi di deflazione: a dicembre è cresciuta all'1,1% (dallo 0,6 in novembre), ma pressoché solo per effetto dell'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi e di quelli energetici.

Nelle proiezioni di dicembre elaborate dalle banche centrali dell'Eurosistema l'inflazione nel complesso dell'area aumenterebbe nel 2017 all'1,3% (dallo 0,2 nel 2016), lievemente al di sotto delle attese degli analisti. La BCE ha confermato la continuazione del sostegno monetario in atto e, se necessario, si è dichiarata pronta ad intervenire ulteriormente con tutti gli strumenti a sua disposizione al fine di combattere il rischio deflazione. Per mantenere le condizioni monetarie espansive adeguate ad assicurare l'aumento dell'inflazione, il Consiglio direttivo della BCE ha esteso la durata del programma di acquisto di titoli (Asset Purchase Programm, APP) almeno fino a dicembre del 2017 o anche oltre se necessario.

È proseguita l'espansione del credito sia alle imprese che alle famiglie, con il costo medio del credito che si è stabilizzato ai livelli minimi dall'avvio dell'Unione monetaria e con la dispersione tra i Paesi che si è attestata a livelli minimi dal 2009.



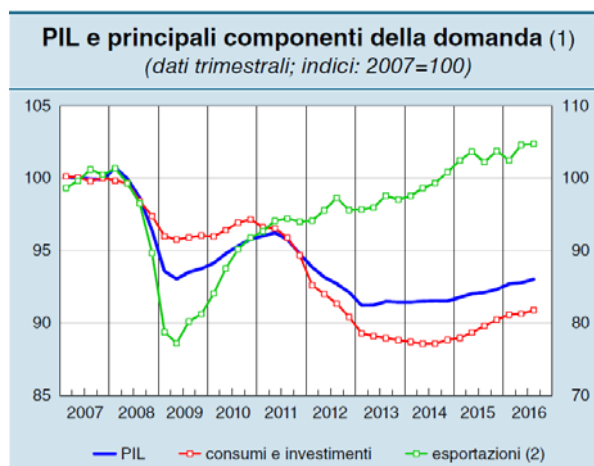
(fonte *Bollettino Economico*- gennaio 2017)

Contesto italiano

L'economia italiana sta sperimentando una ripresa fragile e di intensità modesta. Il primo semestre 2016 ha mostrato risultati contrastanti che rispecchiano il clima di incertezza e volatilità che sta caratterizzando l'economia italiana negli ultimi mesi. Dopo una modesta accelerazione tra gennaio e marzo, la crescita del **PIL** a giugno è risultata nulla rispetto al trimestre precedente. Nonostante l'accelerazione nel terzo trimestre dell'anno (aumento dello 0,3% rispetto al periodo precedente), è indubbio che il trend di recupero nel nostro Paese risulti inferiore rispetto a quello dei principali Paesi dell'Area Euro. Dopo il risultato positivo del terzo trimestre, secondo gli indicatori in autunno la ripresa dell'economia italiana è proseguita, pur se moderatamente, tal da far crescere il PIL a un ritmo contenuto, stimabile intorno allo 0,2%, sospinto dall'incremento degli investimenti e dall'espansione della spesa delle famiglie, prefigurando la prosecuzione di una moderata espansione dell'attività economica anche nel primo trimestre del 2017.

Le proiezioni per l'economia italiana, aggiornate in base agli andamenti più recenti, indicano che in media il PIL dovrebbe essere aumentato dello 0,9% nel 2016; crescerebbe attorno allo 0,9% anche nel 2017 e all'1,1 sia nel 2018 sia nel 2019. L'attività economica verrebbe ancora sospinta dalla domanda nazionale e, già dal 2017, dal graduale rafforzamento di quella estera. Il livello del PIL nel 2019 sarebbe, comunque, ancora inferiore di circa quattro punti percentuali rispetto al 2007.

Alla base del minore dinamismo che ha caratterizzato il 2016 deve essere posto il venir meno dei fattori esogeni che avevano innescato l'inversione del ciclo economico, come il calo dei prezzi delle materie prime e il massiccio apporto della domanda mondiale. In un contesto in cui la domanda interna appare tutt'altro che solida e vivace, le aspettative di crescita per i prossimi anni paiono inevitabilmente legate proprio alla domanda estera capace di ridare slancio all'attività delle imprese italiane.



(fonte *Bollettino Economico*- gennaio 2017)

L'**inflazione** mostra segnali di ripresa, ma rimane ancora debole: è salita in dicembre allo 0,5% (da 0,1 in novembre); pressioni al rialzo sono derivate principalmente dall'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi e dei servizi di trasporto aereo, e dall'attenuazione del calo dei prezzi dei prodotti energetici. Nel complesso nel 2016 l'inflazione dei prezzi al consumo (IPCA) si è attestata a -0,1%, la stessa al netto delle componenti più volatili si è attestata allo 0,5%.

Le famiglie, le imprese e i principali analisti prefigurano una moderata risalita dei prezzi nel corso del 2017.

L'**attività industriale** continua a espandersi, guidata soprattutto dal buon andamento nell'industria manifatturiera e nel commercio al dettaglio; si confermano dei segnali di stabilizzazione nel settore immobiliare, nonostante prospettive più incerte nel comparto non residenziale.

Pur con qualche incertezza attribuibile a fattori economici e politici, risulta in aumento la quota di imprese che si attende un'espansione della domanda dei propri prodotti nel breve termine, soprattutto per la componente estera. Si conferma, pertanto, il collocamento del clima di fiducia delle imprese su valori elevati. La quota di imprese industriali e dei servizi che prefigura un rialzo della spesa in investimenti nel primo semestre del 2017 rispetto alla seconda metà del 2016 è aumentata, risultando superiore di circa 15 punti percentuali rispetto a quella relativa alle aziende che segnalano attese di diminuzione.

I **consumi delle famiglie**, dopo essere aumentati in modo significativo all'inizio del 2016, nel terzo trimestre sono cresciuti a un ritmo più contenuto e avrebbero continuato a espandersi moderatamente anche nella parte finale del 2016. All'aumento del reddito disponibile si è associato un graduale incremento della propensione al risparmio, che nel 2015 aveva raggiunto livelli assai modesti. Il graduale attenuarsi dell'incertezza circa il valore dell'abitazione di proprietà, conseguente alla stabilizzazione dei prezzi delle case in atto dall'inizio del 2016, sta plausibilmente allentando il precedente effetto di freno sulla spesa delle famiglie. In dicembre l'indice del clima di fiducia dei consumatori è salito, interrompendo la tendenza al ribasso. Nel corso dell'autunno, al leggero peggioramento delle attese sul quadro economico generale, si è contrapposto il miglioramento delle valutazioni sul bilancio familiare, sulla situazione economica corrente e sull'evoluzione del mercato del lavoro. Nell'ultimo trimestre dell'anno sono aumentate le immatricolazioni di autoveicoli e vi è stata una lieve espansione di consumi di beni non durevoli.

Nel trimestre estivo le **esportazioni** italiane di beni e servizi sono rimaste pressoché stazionarie, risentendo della debole crescita del commercio mondiale. In particolare le vendite di merci sono lievemente diminuite, frenate dalla flessione verso i paesi dell'Unione europea (in particolare Spagna e Francia). I cali più pronunciati si sono registrati nei comparti dei prodotti petroliferi raffinati e dell'elettronica; sono invece risultate in espansione le vendite all'estero dei settori dei mezzi di trasporto, della chimica e degli alimentari. Le esportazioni di servizi sono aumentate dell'1,3%. Nelle valutazioni delle imprese le prospettive sulla domanda estera sono in continuo miglioramento.

Anche le **importazioni** complessive hanno decelerato, ma in misura più contenuta, segnando una diminuzione per la componente dei servizi, mentre gli acquisti di merci sono rimasti invariati.

Nel terzo trimestre del 2016 l'**occupazione** totale si è stabilizzata: sono aumentati i lavoratori dipendenti, sia a tempo determinato sia a tempo indeterminato. Le indicazioni congiunturali più aggiornate suggeriscono un'espansione contenuta dell'occupazione nei mesi finali del 2016. L'occupazione è aumentata nell'industria in senso stretto e nei servizi privati; è diminuita nelle costruzioni e, in misura minore, nell'agricoltura. Nel bimestre ottobre-novembre il numero degli occupati è rimasto costante rispetto ai due mesi precedenti. L'occupazione autonoma si è contratta, mentre quella alle dipendenze ha continuato a crescere; si stima un +1,6% nei primi nove mesi del 2016, rispetto al periodo corrispondente del 2015. Negli ultimi mesi dell'anno la dinamica del numero di occupati potrebbe essere stata sostenuta dalla scelta delle imprese di intensificare le assunzioni a tempo indeterminato prima della definitiva eliminazione, dal 1° gennaio del 2017, dello sgravio contributivo. Il tasso di disoccupazione si è mantenuto invariato all'11,6%. Nel corso dell'anno si è notevolmente ridotta la dinamica delle retribuzioni del settore privato, risentendo sia dei ritardi nella stipula di molti rinnovi, sia della mancata erogazione di incrementi salariali per il 2016; il sostanziale congelamento delle retribuzioni contrattuali ha interessato circa la metà dei lavoratori dipendenti.

È proseguita nei mesi più recenti l'espansione del **credito** al settore privato non finanziario, con un aumento anche dei prestiti alle imprese; la crescita resta però modesta. La qualità del credito delle banche italiane continua a beneficiare del miglioramento del quadro congiunturale, registrando un'ulteriore diminuzione del flusso di nuovi crediti deteriorati.

I finanziamenti alle famiglie hanno accelerato: prosegue, robusta, sia la crescita del credito al consumo, sostenuta dalla dinamica del reddito disponibile, sia quella dei mutui per l'acquisto di abitazioni, in linea con l'ulteriore rialzo del numero delle compravendite.

L'aumento dei prestiti alle imprese è stato marginalmente positivo. Permangono differenze legate al settore di attività economica: il credito alle società dei servizi ha continuato a salire, i prestiti destinati alle aziende manifatturiere si sono lievemente ridotti, la contrazione dei finanziamenti alle imprese edili si è di nuovo accentuata. Il credito alle società con 20 e più addetti ha sostanzialmente ristagnato, mentre si è appena attenuata la flessione dei finanziamenti alle imprese di minore dimensione. Le condizioni di accesso al credito rimangono complessivamente stabili, pur con andamenti differenziati per imprese di diverse categorie.

Il **costo del credito** si colloca su livelli minimi nel confronto storico. In novembre il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese si è ulteriormente ridotto di 10 punti base rispetto ad agosto. Il costo dei nuovi mutui è sceso di 15 punti base per le erogazioni a tasso fisso (al 2,2%), di 10 per quelle a tasso variabile (all'1,7%).

Nel quarto trimestre del 2016 i **rendimenti dei titoli** di Stato italiani sono aumentati e, in misura maggiore, quelli con scadenze superiori a un anno. Hanno risentito dell'incremento dei corrispondenti rendimenti delle obbligazioni statunitensi e degli altri paesi europei, ma anche di un ampliamento del premio per il rischio sovrano: il differenziale di rendimento fra il titolo decennale italiano e quello tedesco è cresciuto di 25 punti base.

Nell'ultima parte dell'anno sono aumentati i **corsi azionari** italiani (+29%). L'aumento delle quotazioni è riconducibile principalmente a un calo del premio per il rischio richiesto dagli investitori, cui si è accompagnato un modesto miglioramento delle aspettative sugli utili societari. La volatilità azionaria, misurata dai prezzi delle opzioni, ha registrato un picco in corrispondenza del referendum costituzionale, poi rientrato con il successivo dissiparsi dell'incertezza. Le misure governative varate nell'ultima decade di dicembre a supporto della liquidità e della patrimonializzazione delle banche, in parte attese dagli operatori, sono state precedute da un recupero delle quotazioni di borsa degli intermediari italiani.

Le prospettive

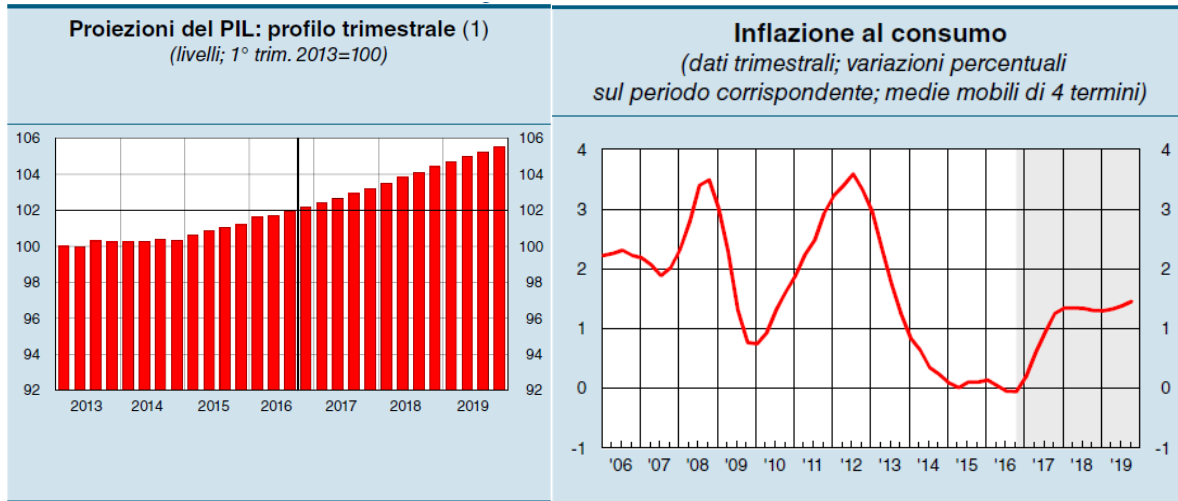
Le proiezioni per l'economia italiana presentate nel *Bollettino Economico* della Banca d'Italia presuppongono il mantenimento di condizioni monetarie espansive, un livello contenuto dei rendimenti a lungo termine e condizioni del credito, in termini di costo e disponibilità, complessivamente favorevoli. Ciò riflette l'ipotesi che non si verifichino tensioni sui mercati finanziari e bancari nell'area dell'euro e in Italia, né episodi di significativo aumento dei premi per il rischio e della volatilità. Il mantenimento di condizioni distese sui mercati finanziari poggia inoltre sull'ipotesi che nel nostro paese non si interrompa la realizzazione del processo di riforma avviato negli ultimi anni.

Nel complesso si valuta che, i rischi per la crescita siano ancora orientati prevalentemente al ribasso. I principali fattori di incertezza provengono, oltre che dalle condizioni finanziarie, dal contesto mondiale. È in particolare elevato il rischio che l'espansione dell'economia globale possa risentire dell'eventuale insorgere e del successivo diffondersi di spinte protezionistiche, oltre che di possibili turbolenze nelle economie emergenti.

Le proiezioni macroeconomiche per il prossimo triennio 2017-19, elaborate dagli esperti della Banca d'Italia, prevedono un aumento in media dell'1,0% all'anno del PIL. L'attività economica verrebbe sospinta dalla domanda interna e dal progressivo rafforzamento di quella estera e dall'espansione degli investimenti in capitale produttivo, che beneficerebbero sino alla prima metà del 2018 degli incentivi disposti dal Governo.

I consumi crescerebbero a ritmi prossimi a quelli del prodotto. Il rallentamento rispetto allo scorso biennio sarebbe attribuibile prevalentemente agli effetti dei recenti aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche sulla capacità di spesa delle famiglie. Il tasso di risparmio salirebbe lievemente nel corso del triennio di previsione. L'occupazione continuerebbe a espandersi, pur se a ritmi temporaneamente inferiori rispetto all'ultimo anno, in seguito al venir meno degli sgravi contributivi a favore dei nuovi assunti a tempo indeterminato. Il tasso di disoccupazione scenderebbe solo gradualmente, portandosi al di sotto dell'11% nel 2019 (dall'11,9% del 2015): a rallentare il calo contribuirebbe l'incremento della partecipazione al mercato del lavoro, indotta dal miglioramento delle prospettive cicliche e da fattori strutturali, tra cui l'innalzamento dell'età di pensionamento.

L'inflazione risalirebbe all'1,3% nella media del 2017 (da -0,1% del 2016) e all'1,5% nel 2019. Al significativo rialzo previsto per il 2017 concorrerebbero in primo luogo i più elevati prezzi dei beni energetici importati. I recenti accordi sui tagli alla produzione tra i principali paesi produttori di petrolio potrebbero tradursi in rialzi dei prezzi al consumo superiori rispetto a quelli attesi, soprattutto nell'anno in corso.



(fonte *Bollettino Economico*- gennaio 2017)

1.2. Andamento del mercato immobiliare

Il mercato europeo

La ripresa dei mercati immobiliari si sta consolidando nella maggior parte delle aree geografiche, con performance superiori rispetto al trend economico, ancora caratterizzato da un quadro complessivamente debole. L'elevata liquidità e il prolungamento della fase di bassi tassi di interesse, accompagnati dalla volatilità dei mercati finanziari, comportano un crescente afflusso di capitali nel settore immobiliare. Nell'area euro il 2016 dovrebbe chiudere con un fatturato immobiliare in lievissimo calo (-0,2%), dopo un aumento superiore al tre per cento nel 2015. La flessione deriva dal rallentamento del Regno Unito, dove l'atteggiamento di attesa da parte degli investitori e il calo del valore dei beni, attribuibile soprattutto al deprezzamento della sterlina, comportano una probabile flessione del fatturato complessivo, dopo diversi anni di espansione superiore alle nazioni concorrenti. Escludendo il Regno Unito, il fatturato dovrebbe aumentare del 2,7% nei quattro Paesi più importanti e del 3,1% a livello di UE. La crescita è guidata dalla Spagna, che dovrebbe vedere un aumento a doppia cifra grazie sia allo sviluppo della domanda che all'aumento dei prezzi nei principali mercati. In Francia si prevede un incremento intorno al 2,6%, mentre la Germania dovrebbe registrare una crescita marginale, avendo evidenziato un ritmo di sviluppo brillante negli ultimi anni. La fragilità della ripresa economica si riflette sui prezzi, che evidenziano un andamento debole, con qualche ritocco verso l'alto o verso il basso a seconda dei Paesi e dei segmenti di mercato. Tra il 2016 e il 2010 le quotazioni reali sono scese del 15% in Italia e in Spagna, segnando la peggiore performance europea. In Germania invece si è avuto un aumento del 17%. Le attese per il 2017 sono di un deciso cambio di passo, con un rafforzamento della maggior parte dei mercati europei.

Il mercato immobiliare italiano

Il mercato immobiliare italiano prosegue la sua risalita, anche se in modo più faticoso rispetto alle previsioni di inizio 2016, influenzato soprattutto da un contesto economico e politico nuovamente incerto. Se nella prima parte dell'anno il clima di rinnovata fiducia ha permesso al settore immobiliare di beneficiare dell'ottimismo diffusosi nel 2015, che aveva fatto sperare in una decisa uscita dalla crisi, il finire dell'anno si sta chiudendo in tono minore, caratterizzato, invece, da un maggiore attendismo. Sicuramente è in aumento il numero delle compravendite (a partire da quelle residenziali) e il 2016 si chiuderà con un incremento dell'attività transattiva a due cifre, stimabile su base annua nell'ordine del 12,3%, in gran parte merito delle operazioni concluse nella prima parte dell'anno. A guidare il cambiamento è il settore residenziale, che nell'arco degli ultimi tre anni mostra una crescita del 23,3%. In questo quadro giocano la loro parte i tassi di interesse su mutui, scesi ai minimi storici, che stanno favorendo l'accesso al credito per l'acquisto della casa. L'insieme degli immobili di impresa sta facendo più fatica a smarcarsi dalla crisi degli ultimi anni, anche se l'aumento degli scambi negli ultimi tre anni ha segnato un +13%. A riprova del ruolo del credito nel balzo in avanti, è possibile citare l'accresciuta incidenza delle compravendite finanziate sul totale, passata dal 44% del 2014 al 59,8% attuale.

Al rilancio dell'attività transattiva non ha fatto eco un'inversione di tendenza sul versante dei prezzi, che hanno proseguito la loro dinamica recessiva, seppur con un'intensità progressivamente decrescente: la caduta dei valori partita nel 2008 è quasi arrivata al capolinea, ma il segno meno sta dominando anche

questo secondo semestre del 2016, confermando per il terzo anno consecutivo la progressiva riduzione dell'intensità del calo dei prezzi.

Il volume degli investimenti immobiliari nell'ultimo trimestre del 2016 (dati di CBRE Italia) ha raggiunto i 3,8 miliardi di euro, il miglior risultato trimestrale degli ultimi 10 anni, superando dell'80% la media calcolata sul quarto trimestre del periodo 2007-2016. Questo ha portato il volume annuale a 9,1 miliardi di euro, in aumento del 12% rispetto all'anno precedente e facendo del 2016 l'anno con il volume di investimenti più alto dal 2008.

Per quanto riguarda i settori, si segnala che il retail ha registrato il maggiore incremento rispetto al 2015 (+86%), seguito dalla logistica (+52%), dagli hotel e poi dagli uffici.

Il mercato milanese ha giocato un ruolo fondamentale nel raggiungimento di questo risultato grazie alla sua capacità di attrazione di capitali nel settore office, che con €3.7 miliardi si conferma come il più ricercato dagli investitori, e in quello retail high-street. La fiducia degli investitori è stata anche corroborata dalla crescita registrata nei livelli dei canoni di locazione nei settori office e high-street, attuale e prospettica, che hanno supportato la compressione registrata nei tassi di rendimento e il dinamismo del mercato investimenti.

Da segnalare, inoltre, che mentre nel terzo trimestre si era registrata un'inversione di tendenza per quanto riguarda il capitale domestico che pesava per il 51%, contro il 21% del secondo trimestre 2016, nel quarto trimestre 2016 il capitale straniero ha riacquisito terreno, con il 56% degli investimenti totali (2,1 miliardi di euro). La quota di capitale domestico sull'intero anno è comunque cresciuta e rappresenta circa il 40% sul totale degli investimenti rispetto al 25% del 2015.

L'aumento della quota di capitale domestico investito è indice di un mercato che ricomincia a guadagnare interesse anche agli occhi degli stessi investitori italiani.

Investimenti immobiliari in Italia, principali indicatori (fonte CBRE Research, Q3 2016)

Settore	2015	Q4 2016	2016	Var. Y o Y
Uffici	3,0	1,6	3,6	20%
Retail	1,4	1,1	2,6	86%
Industriale e Logistica	414	397	628	52%
Hotel	830	313	1,1	33%
Altri settori	876	137	742	-15%
Mix-used	1,6	195	455	
Totale	8,1	3,8	9,1	12%

Gli investitori stranieri si confermano come i principali player del mercato ricercando oltre a immobili core, limitati in termini numerici, anche immobili value added e opportunistici e portafogli di NPL. Ritorna ad essere consistente l'interesse anche per gli sviluppi. Gli acquirenti stranieri sono in buona parte grandi REIT alla ricerca di redditività. Per attirare questo capitale l'Italia è chiamata ad adattare il proprio prodotto a quello ricercato dagli investitori in termini di trasparenza, completezza e accuratezza delle informazioni, unitamente a garantire tempi definiti. La scarsità di prodotto core in zone centrali porta ad un progressivo abbassamento dei rendimenti medi di queste zone. Gli investitori sono, quindi, interessati a perlustrare altri possibili scenari come il diversificare le tipologie di investimento o valutare zone alternative al centro, dove già molti conduttori di altissimo livello hanno deciso di insediare il loro headquarter. Ricordiamo infatti che ad oggi gli investitori comprano per la maggior parte delle volte il tenant e non l'immobile, scegliendo in molti casi di acquistare le sedi di grandi società.

Gli operatori scommettono, inoltre, su nuove asset class diverse rispetto al passato come l'alberghiero (soprattutto a Roma), il commerciale (con particolare attenzione per l'in-town retail) e la logistica. Queste ultime due tipologie hanno fatto registrare rispettivamente un incremento nel volume transato del 45% e 28%, in confronto allo stesso periodo del 2015. Il segmento uffici, tuttavia, continua a far registrare un forte interesse da parte degli investitori (47% del volume transato), in aumento del 34% rispetto allo stesso periodo del 2015.

Si registra ancora un forte divario tra rendimenti del prodotto core rispetto agli altri; per questo motivo sarà importante individuare e lavorare su nuove classi di investimento per creare rendimenti apprezza-

bili anche su prodotti non core. Fondamentale è la creazione di nuovo prodotto di qualità attraverso anche la riqualificazione, rigenerazione e conversione dell'esistente, puntando sulla dotazioni di infrastrutture, servizi e nuove tecnologie. Molto può essere fatto anche per la tutela dell'ambiente e del territorio, per il risparmio energetico e per preservare e valorizzare la ricchezza culturale e artistica dell'Italia, patrimonio minato anche dai recenti eventi sismici.

La compressione dei rendimenti proseguita per tutto il 2016 è anche sintomo di una fiducia nel nostro mercato; in un contesto globale dove gli investitori si muovono e possono operare in più Paesi questo è fondamentale. La competizione a livello globale è molto elevata e, se l'Italia non vuole restare esclusa, si deve essere concorrenziali sia a livello di prodotto che di normativa.

Il mercato residenziale

Nel 2016 il mercato residenziale italiano ha segnato una decisiva crescita in termini di volumi transati: il risultato dei primi nove mesi dell'anno, pari a 381.790 transazioni, +20,4% rispetto allo stesso periodo del 2015, ci anticipa che l'anno si chiuderà con circa 500 mila transazioni.

Nel terzo trimestre 2016, si sono rilevate complessivamente 123.410 transazioni, con una variazione del +17,4%, rispetto al terzo trimestre 2015. A livello territoriale, le variazioni sono state positive sia per i capoluoghi (+16,4%), che per i non capoluoghi (+17,9%). La variazione positiva maggiore è stata registrata nei capoluoghi del Nord (+23,0%). Seguono i non capoluoghi del Nord (+22,0%) e i non capoluoghi del Centro (+17,7%).

Numero di Transazioni Normalizzate (NTN) residenziale dal 2014 al Q3 2016

Fonte: Axiare - Elaborazione su dati Agenzia del Territorio

COMPARTO RESIDENZIALE - NTN TRIMESTRALE										
MACRO AREE (III QTR 14 - III QTR 16)										
Livello territoriale		Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016
NORD	Capoluoghi	14.727	18.487	15.363	19.665	17.003	20.617	19.813	24.949	20.912
	Non Capoluoghi	33.073	41.918	32.955	41.747	36.972	46.146	40.151	51.737	45.093
	Totale	47.800	60.405	48.318	61.412	53.974	66.763	59.963	76.686	66.005
CENTRO	Capoluoghi	9.728	11.960	9.616	11.981	10.584	13.245	11.253	14.161	11.911
	Non Capoluoghi	10.345	12.690	10.586	12.673	11.634	14.148	12.680	15.606	13.695
	Totale	20.073	24.650	20.202	24.653	22.218	27.393	23.933	29.767	25.606
SUD	Capoluoghi	7.373	8.513	7.660	8.802	8.139	9.332	9.037	10.676	8.760
	Non Capoluoghi	19.643	22.975	19.276	21.656	20.774	24.066	22.201	26.116	23.040
	Totale	27.016	31.488	26.935	30.457	28.912	33.398	31.238	36.792	31.799
ITALIA	Capoluoghi	31.827	38.959	32.639	40.448	35.725	43.193	40.102	49.786	41.582
	Non Capoluoghi	63.061	77.583	62.816	76.075	69.380	84.360	75.032	93.459	81.828
	Totale	94.888	116.543	95.455	116.523	105.105	127.553	115.135	143.245	123.410

Una crescita che supera le aspettative e che fa presagire un 2017 con una crescita altrettanto importante. Nonostante lo scenario espansivo, il settore pare destinato a mantenersi su livelli di attività nettamente inferiori ai picchi pre-crisi, quando si superarono a più riprese le 800 mila compravendite annuali, in un contesto molto diverso dall'attuale.

Gli elementi che hanno generato questa crescita sono vari e diversificati, ma possono essere sintetizzati in tre fattori principali: la ripresa delle erogazioni di finanziamenti alle famiglie per acquisto abitazioni, dovuto al permanere di bassi tassi di interesse, il riallineamento delle quotazioni e gli incentivi per il settore previsti dalla Legge di Stabilità.

Le erogazioni di finanziamenti nel primo semestre 2016 sono aumentate del 39,6% rispetto allo stesso semestre del 2015 (dati Banca d'Italia). Nel 2016 si è confermato inoltre il trend positivo del numero di richieste di mutuo: + 13,2% nei primi nove mesi dell'anno rispetto lo stesso periodo del 2015 (Dati: Crif). L'ulteriore lieve diminuzione dei prezzi ha contribuito inoltre a favorire l'accessibilità del bene casa per le famiglie: nel primo semestre 2016 si è registrata una variazione media delle quotazioni intorno al -1% nelle grandi città, dato che dovrebbe riconfermarsi per il secondo semestre, chiudendo la variazione 2016 intorno al -2%. Questo dato, che segue quello del 2015 (-4%) e del 2014 (-6,5%), mostra una progressiva attenuazione della diminuzione delle quotazioni. La fase di contrazione dei prezzi non può dirsi ancora conclusa, nonostante l'intensità del calo si sia negli ultimi tempi notevolmente attenuata. A tal proposito, per il 2017 è prevista un'ulteriore diminuzione, pari al -0,8%. Sarà a partire dal 2018 per i settori residenziale e commerciale e dal 2019 anche per quello direzionale che finalmente si manifeste-

rà un cambio di segno, anche se l'intensità della crescita dei prezzi che si preannuncia è talmente modesta da prefigurare uno scenario di sostanziale stagnazione.

Il 76,5% delle compravendite ha interessato l'abitazione principale, il 16,7% la casa ad uso investimento ed il 6,8% la casa vacanza. La qualità immobiliare continua a premiare, soprattutto per coloro che hanno acquistato la prima casa: un lieve aumento dei prezzi quasi sempre è stato determinato dal volersi assicurare un immobile con caratteristiche qualitative medio-alte. Continuano a restare a lungo sul mercato gli immobili che non incontrano il favore degli acquirenti (piani alti senza ascensore, piani terra). Il peso delle spese condominiali riveste un'importanza sempre maggiore nella valutazione dell'acquisto.

La ripresa delle transazioni è stata caratterizzata da una divaricazione dei tempi di vendita a seconda delle specificità dell'offerta: la media delle grandi città prese in esame è lievemente diminuita, attestandosi nel primo semestre 2016 intorno ai 5,3 mesi, rispetto ai 5,5 mesi del 2015.

Da segnalare che gli immobili con buon rapporto qualità/prezzo ora vengono assorbiti anche in tempi più brevi rispetto a questa media; al contrario, l'offerta posta in vendita a prezzi troppo elevati o che per caratteristiche non incontra le esigenze della domanda, presenta tempi di assorbimento molto più lunghi. Si conferma, quindi, una crescente discrepanza tra soluzioni di buon livello qualitativo (in termini di caratteristiche costruttive, efficienza energetica, location e contesto) e quelle situate in contesti periferici di scarso appeal, non in grado quindi di incontrare le esigenze della domanda.

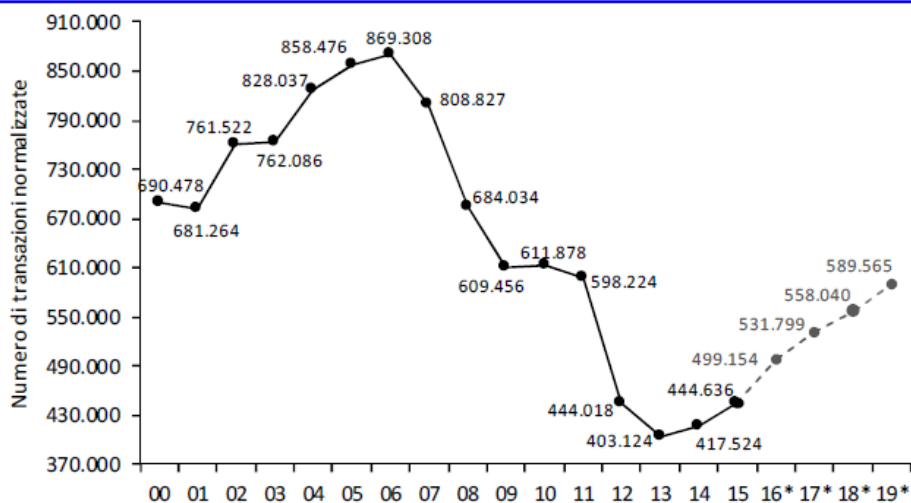
Per quanto riguarda gli sconti medi tra prezzo inizialmente richiesto e prezzo di chiusura delle trattative, nel primo semestre 2016 la media è stata intorno al 12% per le grandi città, ma anche in questo caso abbiamo forti differenze a seconda dello specifico immobile. Analizzando le serie storiche è possibile vedere come progressivamente sia i tempi di vendita sia gli sconti in sede di chiusura delle trattative si stiano riportando ai valori medi che precedono l'anno 2007; le transazioni continuano a crescere, mentre i prezzi vanno verso una stabilizzazione.

Sul tema locazioni, i canoni delle grandi città sono in aumento: +0,7% per i monolocali ed i bilocali e +0,8% per i trilocali. Su tutte le tipologie per la prima volta si vede un segnale positivo, attribuibile prevalentemente ad una diminuzione dell'offerta immobiliare e ad una migliore qualità della stessa. Abbastanza invariata la distribuzione della motivazione della ricerca della casa in affitto: il 61,1% cerca la casa principale, il 35% lo fa per motivi legati al lavoro e il 3,9% per motivi legati allo studio. Il contratto più praticato è quello a canone libero, tuttavia aumenta l'interesse per il contratto a canone concordato.

Sono migliorate le aspettative degli operatori immobiliari riguardo all'attività transattiva, mentre per quanto concerne i prezzi ci si aspettano ulteriori riduzioni, seppure di lieve entità. Nel mercato della locazione si registra un miglioramento delle aspettative tanto per le quantità quanto per i valori, seppure nell'ambito di un quadro che rimane diverso: se l'indicatore previsionale del numero di contratti è ampiamente positivo ormai da diversi semestri, quello riguardante i canoni di locazione si colloca ancora in territorio negativo, seppure su posizioni ormai prossime al punto di svolta. In generale la tendenza in atto verso una migliorata condizione di liquidità degli immobili si traduce in un aumento delle compravendite.

Numero di compravendite residenziali annuali e previsioni

Fonte: Agenzia delle Entrate (* Previsioni Nomisma)



Il mercato terziario

Il comparto direzionale continua a contribuire in misura rilevante alle dinamiche di mercato rappresentando, al termine del 2016, circa il 40% del totale investito, corrispondente a circa 3,6 miliardi di euro. Per quanto riguarda l'asset allocation geografica, circa il 40% degli investimenti si è concentrato nell'area di Milano, il 22% in quella di Roma, mentre il 38% si è rivolto verso altre realtà italiane. A favorire la diversificazione, che risulta ancora modesta, concorre la scarsità di prodotto di tipo prime nelle città principali, che non di rado induce gli investitori a ricercare opportunità in contesti secondari in cui è possibile trovare immobili, anche di tipo value added, con una redditività adeguata in virtù di prezzi ormai fortemente ribassati. Tale strategia riguarda solo una quota residuale degli investitori stranieri, che continuano a rappresentare la principale fonte di alimentazione del mercato immobiliare italiano, come testimonia l'incidenza del valore delle transazioni ad essi riconducibile sul totale stimabile in circa il 66%. Tale percentuale, seppure decisamente rilevante, risulta in lieve flessione rispetto agli anni scorsi, quando la componente di provenienza estera era riconducibile ad una quota compresa tra il 70% e l'80% del mercato. Gli operatori domestici più attivi sono soprattutto i fondi immobiliari e i privati, che spostano sull'immobiliare una parte dei capitali investiti in prodotti finanziari a basso rischio, ma che non offrono più rendimenti competitivi visti i tassi di interesse ai minimi storici.

L'interesse per il nostro Paese, risulta confermato dal saldo netto marcatamente positivo tra investimenti e disinvestimenti, come peraltro già registrato negli anni scorsi. L'ammontare delle vendite di operatori esteri ha raggiunto circa 1,8 miliardi di euro nel corso del terzo trimestre del 2016, a fronte dei 3,55 miliardi di euro di investimenti. Il saldo si conferma, dunque, marcatamente positivo e pari a circa 1,7 miliardi di euro.

Permane però una forte disomogeneità tra le diverse aree geografiche: a livello territoriale è il Centro Nord ad avere una posizione di vantaggio, con Milano che concentra la quasi totalità della domanda estera, seguita da Roma, Torino e Bologna. Milano in particolare, grazie ad uno stock di uffici di elevato standard qualitativo, è sempre più appetibile per le grandi corporate straniere alla ricerca di spazi moderni e di qualità elevata.

Per quel che riguarda la tipologia di immobili si conferma una maggiore richiesta per gli immobili di classe A perché i clienti puntano sempre più a ottimizzare gli spazi, ridurre i costi e, in alcuni casi, a creare spazi di co-working e smart-working con servizi ad alto valore aggiunto. E' apprezzato soprattutto il prodotto nuovo, anche perché è spesso personalizzato e realizzato sulla base di richieste specifiche. Qualità, accessibilità e immagine, sono i driver che ancora una volta hanno guidato la domanda dei conduttori. Nel terzo trimestre, infatti, i canoni prime sono cresciuti grazie alla spinta dell'economia e della ripresa dell'attività di sviluppo, che per Milano e Roma riguarda per lo più la riqualificazione di immobili esistenti. Il 2016 aveva quindi tutte le potenzialità per concludersi in modo più che positivo ma l'instabilità politica, ha purtroppo contribuito a rallentare questa ondata di ottimismo.

Focus su Milano

Milano, meta preferita per gli investimenti, si conferma in prima linea per volumi nel settore uffici. La progressiva saturazione del CBD (Central Business District) ha portato a una quasi totale riduzione della vacancy anche nel business district di Porta Nuova, risultato molto positivo per la città.

Negli ultimi dieci anni Milano ha subito una forte rigenerazione urbana che ne ha definito un nuovo skyline, ove i progetti di City Life e Porta Nuova hanno fatto da starting point per questa evoluzione. L'attenzione ora si è rivolta verso il centro stesso della città, Piazza Cordusio, punto di connessione tra le principali vie del fashion, il turismo ed il mercato finanziario. L'attrattività di questa area renderà Milano una città sempre più interessante generando un vantaggio competitivo capace di incrementare il turismo nei confronti delle principali capitali europee.

Dall'inizio del 2016 gli investimenti hanno raggiunto i 2,1 miliardi di euro, di cui circa 1,4 miliardi di uffici, per un'incidenza sul totale prossima al 68%. L'interesse da parte degli investitori stranieri per il mercato milanese rimane elevato e in linea con quanto osservato nella prima parte dell'anno. In particolare, gli operatori più rilevanti si confermano, nell'ordine, i fondi aperti tedeschi e di altri Paesi (39,2%), le property companies internazionali (28,8%) e i fondi sovrani. Circa il 74% del totale degli investimenti dell'ultimo trimestre è stato realizzato da stranieri. Al contrario, i fondi immobiliari italiani si confermano sempre meno presenti sul mercato, al punto che la quota di investimenti ad essi attribuibili è stata pari al 4%, ossia la più esigua finora mai registrata.

Per quanto riguarda il mercato della locazione del segmento direzionale, il take-up rilevato nei primi nove mesi del 2016 è stato pari a circa 220.000 mq, evidenziando una crescita rispetto al 2015 prevalentemente riconducibile alla buona performance registrata nelle zone periferiche.

Dal lato dell'offerta si segnala un lieve incremento del tasso di sfritto (+10 bps), che attualmente si attesta al valore del 13,8%. Tale aumento è dovuto principalmente a diversi rilasci nel sottomercato della periferia, che rappresenta il distretto con il più alto tasso di spazi vacanti (21,7%). La disponibilità di

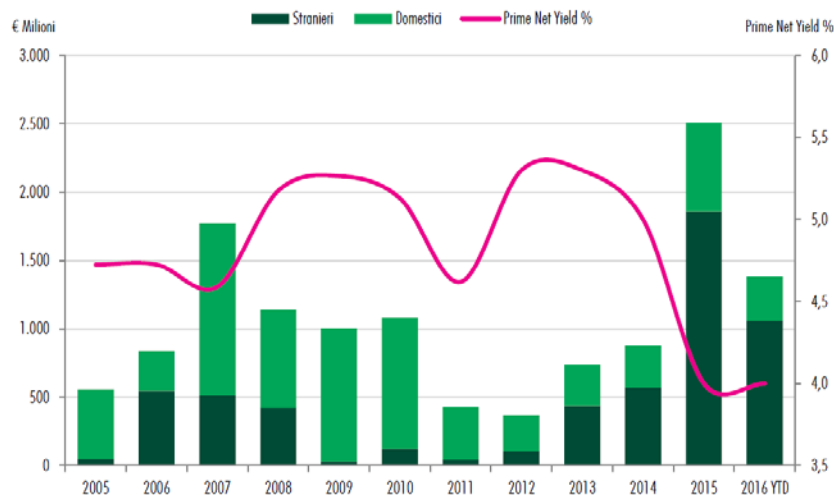
spazi di qualità superiore, quindi di grado A, rappresenta invece solo il 20% del totale (circa 353.000 mq), mentre la disponibilità degli immobili di classe B o C è in aumento.

In crescita i prime rent uffici che nel terzo trimestre si è attestato a 500 €/mq, con variazioni che vanno dai 350 ai 450 €/mq per la zona Cairoli, Brera e San Babila, e dai 450 fino ai 600 €/mq per le aree tra Cordusio, Broletto e Duomo che si identificano come prime location. I prime net yield e good secondary net yield sono stabili rispettivamente a 4,00% e 5,75%.

L'attività di sviluppo si conferma dinamica; tra luglio e settembre sono stati completati 44.000 mq di immobili direzionali. Si tratta della ristrutturazione di due immobili che ospiteranno i nuovi HQ di due primarie società della moda e della consulenza. Sono attesi per i prossimi 3 anni progetti per un totale di circa 430.000 mq.

Investimenti settore uffici a Milano per fonte capitale e rendimenti

Fonte: CBRE Marketview, Milano Uffici Q3 2016



Focus su Roma

Roma continua a riscuotere interesse tra gli investitori, con circa 375 milioni di euro investiti nel terzo trimestre del 2016, in crescita rispetto allo stesso trimestre del 2015 e in linea con il dato di Milano che ha registrato 388 milioni di euro investiti. Se si considera il mercato nel suo complesso, i circa 1,2 miliardi di euro investiti nei primi nove mesi dell'anno evidenziano una crescita (nell'ordine del 10%) anche se paragonati al dato totale relativo al 2015. Per quanto riguarda il segmento direzionale, il quadro risulta addirittura migliore, con circa 510 milioni di euro investiti da inizio anno, il comparto è arrivato a rappresentare circa il 43% del totale investito. Nel mercato corporate romano non si registra una prevalenza di investitori stranieri come accade in quello milanese, in virtù di una differente e più variegata composizione della domanda.

L'interesse da parte degli operatori esteri è risultato comunque fondamentale per consentire la crescita dei volumi transati. In particolare, il 39,5% degli investimenti è stato realizzato da fondi immobiliari tedeschi e stranieri, seguiti da società immobiliari e REITs (29,6%) e da investitori e società private (19%).

Per quanto riguarda il segmento locativo, l'assorbimento registrato nei primi mesi dell'anno è risultato anch'esso in ripresa, con circa 157.900 mq di spazi contrattualizzati, ossia il doppio rispetto al livello dello stesso periodo del 2015. Il centro e l'EUR risultano, ancora una volta, le aree più dinamiche. L'aumento del take-up ha contribuito anche a ridurre il tasso di vacancy, che si è riportato al di sotto dei 900 mila mq immediatamente disponibili, che corrispondono a circa il 9,3% dello stock locabile senza radicali interventi di riqualificazione.

I canoni prime risultano in lieve aumento nelle zone centrali e stabili nell'area dell'EUR, attestandosi sui 410 €/mq, da 400 €/mq del secondo trimestre 2016. Anche il sottomercato dell'EUR ha subito un lieve incremento, portandosi al valore di 325 €/mq da 320 €/mq del trimestre precedente. Al contrario, nelle zone semicentrali sono i canoni medi a diminuire, a fronte di un segmento prime che si mantiene su livelli sostanzialmente invariati.

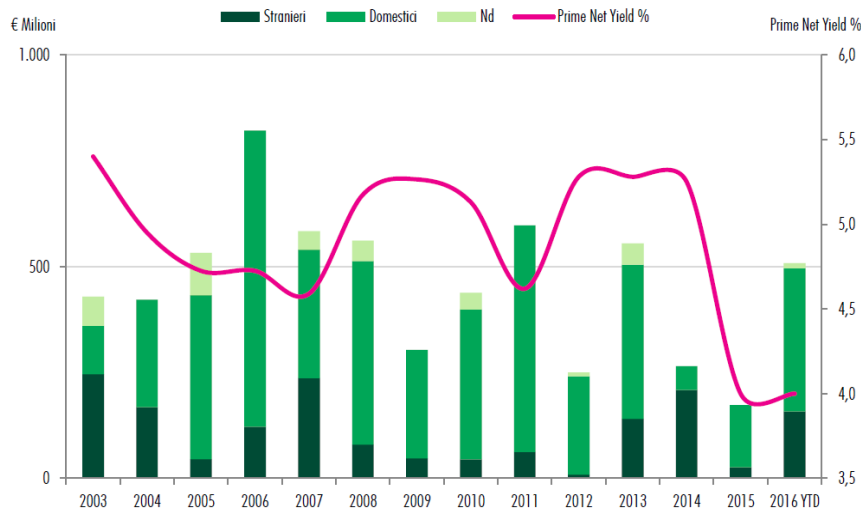
I rendimenti medi lordi da locazione risultano in contrazione per quanto riguarda il centro e il semicentro, mentre si mantengono nel complesso stabili in periferia e si attestano i prime e good secondary rispettivamente a 4,00% e 5,75% netto.

Per quanto riguarda, infine, l'attività di sviluppo, la pipeline sembra essersi nuovamente irrobustita, pur mantenendosi su dimensioni ancora piuttosto esigue rispetto al passato e ubicata principalmente nel

sottomercato dell'EUR. Ad oggi è prevista la realizzazione o ristrutturazione di circa 145 mila mq tra la fine del 2016 e il 2017, anche se, come già accaduto in passato, molte iniziative potrebbero subire ritardi in attesa di un rafforzamento dei segnali espansivi provenienti dal mercato.

Investimenti settore uffici a Roma per fonte capitale e rendimenti

Fonte: CBRE Marketview, Roma Uffici Q3 2016



Il mercato retail

Il volume di investimenti nel settore retail nel quarto trimestre 2016 è stato pari a 1,1 miliardi di euro, in incremento rispetto agli 827 milioni del trimestre precedente, portando il totale annuo a 2,6 miliardi e si configura come l'asset class che ha registrato i volumi più elevati. Il risultato del terzo trimestre è stato sostenuto da due importanti deal: l'acquisizione del retail park Da Vinci Center per 208 milioni certificando una forte compressione dei tassi in questo comparto laddove, in presenza di prodotti maturi e consolidati, il tasso si attesta infatti sotto il 6% netto, e la creazione del Fondo Mercury (supermercati Conad). Per la prima volta dal 2014, la quota di capitale domestico investito (44%) ha rappresentato quasi la metà del totale trimestrale.

Si segnalano inoltre alcune operazioni di High Street localizzati sia in piazze primarie che in mercati secondari, evidenziando una tendenza crescente da parte degli investitori soprattutto core a rivolgersi verso prodotti più sicuri e meno complessi sebbene localizzati in piazze secondarie.

L'interesse rimane, comunque, focalizzato sui prodotti core e ciò conferma l'high street come una delle asset class preferite dagli investitori, che confidano nella capacità delle principali città italiane di attrarre flussi turistici, sia per il segmento lusso che mass-market. Tra le high streets, via Montenapoleone a Milano si conferma al terzo posto nella classifica delle location più costose a livello europeo. Il valore, ulteriormente aumentato, raggiunge 12.500 euro al mq all'anno; tra le prime dieci posizioni in Europa in termini di canoni di locazione si posizionano anche Roma, Firenze e Venezia. A fronte di una disponibilità estremamente limitata di spazi "prime" in termini di posizione e di caratteristiche fisiche degli immobili, i retailer sono disposti a corrispondere canoni più elevati, pur di assicurarsi le posizioni migliori. Sono questi gli elementi che continuano ad attrarre l'interesse degli investitori nazionali ed internazionali verso il segmento delle high streets, che rappresenta una componente significativa nel volume degli investimenti retail in Italia.

Altro trend interessante è il riposizionamento della GDO (Grande Distribuzione Organizzata) attraverso una riduzione degli spazi vendita. Se questa tendenza ha creato non pochi problemi ai centri commerciali, oggi questo trend potrebbe creare interessanti opportunità per una progressiva ri-animazione commerciale di alcune aree del centro storico/semicentro attraverso le formule city-market. Altro fenomeno è la mutazione avviata dai centri commerciali e la crescita dei retail park: nei centri commerciali si stanno riducendo gli spazi dedicati all'elettronica e alla grande distribuzione, mentre crescono gli spazi dedicati al food, alla socialità e al divertimento. I retail park vivono oggi una stagione di grande sviluppo essendo inoltre una formula particolarmente attrattiva per gli sviluppatori che evitano le lunghe trafale burocratiche collegate allo sviluppo dei centri commerciali. Il fenomeno degli outlet non sembra conoscere crisi, tutte le principali strutture stanno registrando performance interessanti.

Sul tema dei rendimenti si registra per le High Street a Milano il 3,90% e a Roma il 4%, gli Shopping Centres sono al 5,40% e i Retail Parks al 6,50%.

I canoni prime dei centri commerciali risultano stabili da un anno, sia a Milano che a Roma, rispettivamente al livello di 880 €/mq e 935 €/mq; i canoni dei parchi commerciali hanno invece registrato un lieve incremento nella città di Roma, dove nel terzo trimestre hanno raggiunto il valore di 215 €/mq, differenziandosi dopo anni dal dato di Milano che permane a 210 €/mq. I canoni High Street nella città di Roma sono aumentati al valore di 3.900 €/mq (da 3.750 €/mq del secondo trimestre 2016), dato che permane comunque inferiore a quello della città di Milano (4.300 €/mq) dove i canoni risultano stabili da 12 mesi. L'attività di sviluppo si conferma vivace con circa 300.000 mq di nuova GLA tra nuovi progetti e ampliamenti. Il Centro ad Arese nel mese di aprile ed Elnòs Shopping a Roncadelle (Brescia) nel mese di settembre, rappresentano le principali aperture del 2016, non solo in termini dimensionali, ma anche per le caratteristiche innovative del prodotto, sia come architettura, tenant mix e merchandising mix (sui tre assi del futuro: food, servizi e leisure). A questo vanno aggiunti i progetti in costruzione il cui completamento è atteso tra il 2017 e il 2018 per un totale di circa 530.000 mq. In generale la pipeline del retail moderno è rappresentata da nuovi progetti principalmente localizzati nel settentrione e relativi a gallerie commerciali (59%), seguite da leisure e lifestyle centre (18%), parchi commerciali (17%), centri ad uso misto (3%) ed outlet (3%).

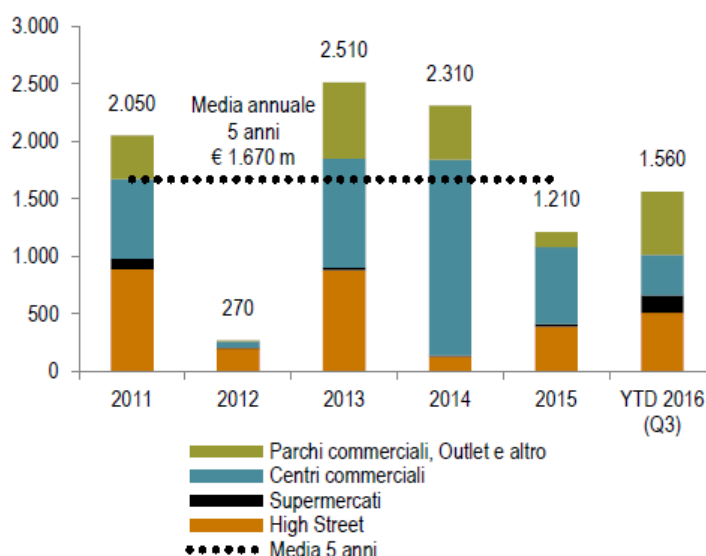
Rendimenti immobiliari netti per trimestre_Retail

Fonte: CBRE Italia retail, Q3 2016

Rendimenti (%)	Q2 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16
High Street Prime	4,00	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50
High Street Secondary	5,75	5,75	5,00	5,00	5,00	5,00
Shopping Centre Prime	5,50	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00
SC Good Secondary	6,50	6,50	6,00	6,00	6,00	6,00
Retail Park Prime	7,00	7,00	6,00	6,00	6,00	5,90
Retail Park Good Secondary	7,75	7,50	7,25	7,25	7,25	7,00

Volume degli investimenti Retail dal 2011 al Q3 2016

Fonte: JLL_Italia Retail Q3 2016



Il mercato della logistica

Il mercato immobiliare della logistica chiude il 2016 con un rinnovato interesse da parte degli investitori, in particolare esteri, ma stabile sul fronte degli scambi. Dopo un 2014 vivace con transazioni di interi portafogli, vede attenuarsi in maniera fisiologica le compravendite di ampie metrature per cifre superiori ai cinquanta milioni di euro. In Italia, come in Europa, a sostenere la domanda è la vivacità delle sue componenti fondamentali, con qualche differenziazione per intensità: l'attività degli operatori logistici e

lo sviluppo dell'e-commerce *in primis*, il settore produttivo e il retail con un'influenza minore in confronto al resto del continente.

In particolare è sull'e-commerce che si focalizzano tutte le aspettative e le potenzialità di crescita in Italia. Infatti, il mercato appare ancora contenuto se confrontato con le realtà più sviluppate. Gli immobili richiesti dall'e-commerce, devono essere di grandi dimensioni (oltre quarantamila mq) collocati in prossimità delle principali arterie di comunicazione, in vicinanza ai principali mercati di consumo, preferibilmente posizionati all'interno di parchi logistici. Gli aspetti strutturali sono fondamentali: devono avere caratteristiche innovative, quali, coibentazione, cablatura, altezza minima tra dodici e quindici metri, riscaldamento/condizionamento, automazione. Altro elemento da considerare è rappresentato dal maggiore avvicinamento ai mercati di consumo, con capannoni di dimensioni più contenute, prossimi alle aree urbane, utili ad effettuare consegne in minor tempo e con maggiore frequenza.

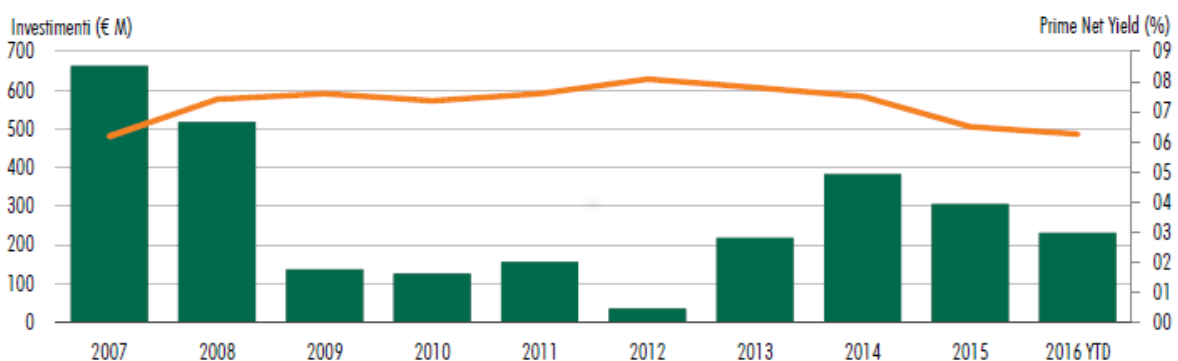
Se analizziamo gli indicatori, il volume assorbito nei primi nove mesi del 2016 ha superato il milione di mq, registrando una forte crescita rispetto allo scorso anno e pari ad un livello record in Italia nel settore logistico. La maggioranza delle transazioni ha interessato immobili di piccolo taglio, con dimensioni inferiori ai 10.000 mq.

Lombardia, Emilia Romagna e Lazio si confermano le location più ambite con oltre 70.000 mq di assorbimento ciascuna; l'assorbimento è localizzato principalmente nell'area dell'hinterland di Milano allargato sino a ricomprendere le province di Novara, Pavia, Lodi e Piacenza. Nelle stesse aree si è avuta anche una forte ripresa dei pre-let legati agli sviluppi dietro commessa. Il Lazio, dopo anni di stallo, ha registrato una delle più importanti operazioni degli ultimi anni: la locazione su pre-let agreement di un magazzino logistico di oltre 60.000 mq in provincia di Rieti; poco vivace il Veneto con 15.000 mq, più per mancanza di prodotto.

Si conferma elevato l'interesse degli investitori istituzionali, pur se il volume totale dei primi nove mesi, pari a circa 231 milioni, è in contrazione rispetto allo stesso periodo del 2015. I valori sono in leggera contrazione: le soluzioni nuove segnalano prezzi in discesa dell'1,2% se vicino alle arterie e dell'1,4% se lontane dalle arterie; quelle usate sono in calo rispettivamente -dell'1,3% e dell'-1,5%. Anche i canoni di locazione sono in ribasso: dell'1% e dello 0,7% per le tipologie nuove vicino alle arterie e lontano dalle arterie e dello 0,5% e dello 0,8% per quelle usate. I canoni prime si attestano a Milano sui 50 €/mq e a Roma sui 52 €/mq. I rendimenti netti prime sono diminuiti nel trimestre di 15 bps, attestandosi a 6,25%. Dal punto di vista dell'offerta di mercato, sono ripresi gli sviluppi di medio-grandi dimensioni in quelle zone geografiche dove vi è ormai assenza di prodotto vacant disponibile. I nuovi sviluppi sono quasi unicamente commissionati da operatori del settore retailer, con una netta prevalenza per gli operatori dell'e-commerce; ad oggi si registra una pipeline di oltre mezzo milione di mq.

Investimenti e rendimenti prime nel settore industriale-logistico in Italia

Fonte: CBRE Marketview, Logistica Q3 2016



Il settore dei Non Performing Loan

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

Le banche italiane nei prossimi anni prevedono un incremento nei volumi dei crediti deteriorati e delle sofferenze (NPL).

Il settore del Social housing

Per dare nuova linfa al mercato immobiliare, ancora stretto nella morsa della crisi economica, il Governo ha adottato una serie di misure, oggi contenute nel D.L. n. 47/2014, dal valore di circa 1,8 miliardi di euro. Si tratta di un piano che interviene su più fronti dell'edilizia residenziale nell'ottica di sostenere e rilanciare l'affitto, incrementare l'offerta di ERP e agevolare lo sviluppo del social housing. Con queste premesse, l'esperienza dei fondi immobiliari può rappresentare lo strumento per individuare le best practice sul territorio in termini sia di processo (le strutture finanziarie per la realizzazione delle opere, anche attraverso un 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.

In questi ultimi anni sono continuati a moltiplicarsi gli annunci di protocolli di intesa per la realizzazione di progetti di social housing. Il quadro del settore, che offre case a prezzi calmierati, in affitto o in vendita, registra nel primo semestre del 2016, 131 progetti complessivi, che prevedono circa 9 mila appartamenti, tutti già inseriti nei fondi operativi in via di sviluppo. Altri 110 progetti devono partire e portano l'obiettivo complessivo a circa 20 mila appartamenti il target del FIA. Grazie al contributo del FIA, aumentato anche fino all'80%, sono partite molte iniziative.

Le prime esperienze in Italia hanno rilevato che la vendita in molte città non ha funzionato. Il trend vede un'incidenza sempre più forte per l'affitto. Le nuove generazioni puntano alla condivisione e all'affitto perché sempre in movimento e inclini all'economia dello sharing. La componente di offerta in locazione è il 64,6%, in vendita convenzionata è il 17,7% e in locazione con riscatto è il 18,7% (Fonte *Il Sole 24ore*).

Oggi che i tassi sono scesi, i rendimenti per gli investitori sono più interessanti e si aggirano in media intorno al 3-4 %. La partecipazione del privato, in molti casi di Sgr indipendenti, permette l'approccio professionale alla gestione del patrimonio, curando aspetti finanziari, di redditività, efficienza delle risorse che fino a questo momento il Pubblico aveva gestito con enormi difficoltà. Questo andamento porterà alla creazione dell'asset class social housing per gli operatori.

Il totale degli investimenti ad oggi si aggira intorno ai 3,8 miliardi di euro per 21 mila appartamenti (2,2 miliardi di euro arrivati dal FIA, nel quale sono presenti assicurazioni ed enti previdenziali oltre che investitori). Si segnala, infine, che ad aprile 2016 l'originaria dotazione del plafond casa (euro 2 miliardi) è stata incrementata a euro 3 miliardi attraverso un addendum alla convenzione CDP – ABI.

A marzo 2016 il FIA ha assunto delibere d'investimento per circa 1,78 miliardi di euro in 32 fondi locali gestiti da 9 SGR, per realizzare 240 progetti, per complessivi 22.200 alloggi sociali e 6.900 posti letto in residenze temporanee e studentesche. Le tipologie d'intervento sebbene presentino caratteristiche diverse per dimensione e localizzazione sono riconducibili a tre categorie principali: (i) progetti di riqualificazione urbana, recupero e rifunzionalizzazione del patrimonio edilizio esistente; (ii) acquisizione di immobili invenduti per l'affitto a lungo termine; (iii) interventi in aree di completamento delle città.

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, rispetto al Centro e al Sud. Le ragioni del fenomeno possono essere ricondotte alla natura peculiare del FIA, ovvero l'intervento in fondi locali condizionato all'esistenza di operatori sul territorio in grado, coerentemente con la legislazione regionale e le attività municipali, di presentare progetti di investimento coerenti sotto il profilo realizzativo e remunerativi sotto quello economico-finanziario.

1.3. Mercato dei fondi immobiliari

Il settore dei fondi immobiliari rispecchia la ripresa del mercato di riferimento e ne rappresenta un motore importante. Secondo lo studio annuale di Scenari Immobiliari, le performance del comparto si confermano superiori al contesto economico globale e permangono condizioni favorevoli ad un ulteriore sviluppo, quali la forte liquidità, i bassi tassi di interesse, la presenza di un ampio numero di opportunità a prezzi ribassati e la scarsa liquidità di altre forme di investimento. Il numero di fondi operativi nel nostro Paese è leggermente calato per la scadenza di alcuni fondi quotati e per la chiusura di quelli di tipo familiare, ma nel 2017 è atteso un leggero incremento.

Oltre ad operatori italiani sono attese Sgr di proprietà internazionale che si avvicinano ad utilizzare questo strumento per operare in modo intenso sul mercato nazionale. L'interesse di operatori esteri si era già avvertito alla fine dello scorso anno e intensificato nel corso del 2016, confermato da vari investitori internazionali che avevano puntato, tra i propri obiettivi futuri di crescita, il mercato italiano

per crescere e sviluppare il proprio business, attraverso una serie di operazioni di acquisizione e un'importante ottimizzazione gestionale del proprio portafoglio. Quindi le prospettive potrebbero essere più positive rispetto a quanto previsto.

Nel corso del 2016 il Nav dei fondi immobiliari italiani (sulla base delle stime di chiusura dei bilanci) dovrebbe toccare i 47,8 miliardi di euro, e un patrimonio immobiliare pari a 53 miliardi, in crescita rispettivamente del 4,6% e 1,7% rispetto all'anno precedente (dati Scenari Immobiliari). Un incremento intorno al 3% è atteso per il 2017, meno della metà del progresso medio previsto in Europa. Il rendimento è superiore allo zero, ma resta sensibilmente inferiore rispetto alla maggior parte dei fondi europei. Complessivamente positivi i parametri finanziari, con una notevole riduzione dell'indebitamento, attribuibile al basso costo del denaro e alle operazioni di ristrutturazione patrimoniale, e un ridimensionamento dello sconto sul Nav, assestato intorno al 35%.

Le sfide che l'industria dei fondi immobiliari deve affrontare nei prossimi anni sono di tipo qualitativo. La prima è rappresentata dalla liquidazione dei fondi retail in scadenza, che si preannuncia complessa perché il contesto attuale non è favorevole alla dismissione dei patrimoni. La seconda è rappresentata dalla necessità di innovare il prodotto, cioè superare i confini dell'asset allocation tradizionale, rappresentata da uffici, commerciale e logistica, per concentrare attenzione e risorse sui settori alternativi, che rappresentano già quote significative del patrimonio dei veicoli esteri. In questo passaggio risulta fondamentale l'innovazione tecnologica, che rivoluziona la progettazione e l'utilizzo degli immobili e contribuisce a rendere maggiormente appetibili localizzazioni secondarie. L'innovazione di prodotto deve essere sostenuta dal miglioramento dell'efficienza operativa, con l'obiettivo di correggere gli errori del passato e incrementare i margini di profittabilità, mantenendo sempre un buon equilibrio prodotti core e value added, tra rendimento e profilo di rischio.

L'ultima sfida, ma forse la più importante e anche la più rischiosa, è quella dell'internazionalizzazione. Il mercato italiano dei fondi è frammentato e rappresentato da veicoli di piccole dimensioni, scarsamente competitivi sul piano internazionale. L'interesse per il mercato italiano da parte degli investitori esteri è in crescita ed è compito dei fondi intercettarlo e incoraggiarlo, nello stesso tempo ampliando i confini delle proprie strategie.

I Fondi immobiliari in Italia (retail e riservati) (fonte Scenari Immobiliari)

Descrizione	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017°
N° fondi operativi ¹	312	358	365	385	390	395	405
Nav ²	36.100	37.000	39.000	43.500	45.700	47.800	49.300
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	46.400	47.300	49.100	50.500	52.100	53.000	54.700
Indebitamento esercitato ³	28.500	29.700	31.500	30.700	26.000	24.000	23.500
Performance (Roe) ⁴ (val. %)	0,7	-1,8	-0,5	1,2	0,5	0,3	

1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali

In ambito nazionale, si rappresenta che il Testo Unico della Finanza, D.Lgs. n. 58/98 ("TUF"), è stato da ultimo aggiornato con la L. n. 232 dell'11 dicembre 2016, in vigore dal 1° gennaio 2017.

Per quanto concerne i regolamenti attuativi del TUF si segnalano i seguenti interventi:

- il Regolamento recante norme di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato dalla Consob con Delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, da ultimo modificato con delibera n. 19548 del 17 marzo 2016 (il "Regolamento Intermediari");
- il Regolamento di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e da ultimo modificato con delibere n. 19548 del 17 marzo 2016, n. 19614 del 26 maggio 2016 e n. 19770 del 26 ottobre 2016 (il "Regolamento Emittenti");
- il Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio"). Al riguardo si evidenzia che il Regolamento sulla gestione collettiva del rispar-

mio è stato da ultimo modificato con Provvedimento del 23 dicembre 2016, con vigenza decorrente dal 5 gennaio 2017. Per effetto delle modifiche apportate al Titolo X del medesimo provvedimento sono state previste specifiche disposizioni transitorie che posticipano i termini finali per l'adeguamento alle nuove disposizioni.

Infine, il 3 giugno 2016 sono entrati in vigore la Delibera Consob n. 19062/2016 "Istituzione dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF)" (la Delibera) e il Regolamento di attuazione dell'art. 2, commi 5 bis e ter del D.Lgs. 179/2007. Sulla base delle citate disposizioni: (a) è stato istituito l'Arbitro per le controversie finanziarie e (b) sono stati stabiliti i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie presso l'Arbitro e individuati i criteri di composizione del relativo organismo.

L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), è un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie con investitori *retail*, operativo dal 9 gennaio 2017, al quale la SGR ha aderito.

Si rappresenta, altresì, che dal 3 luglio 2016 è in vigore il Regolamento (UE) n. 596 del 16 aprile 2014 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo agli abusi di mercato (il "Regolamento" o più diffusamente "MAR"), che abroga la direttiva 6/2003/UE e le relative direttive di 2° livello (Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione). Le disposizioni del Regolamento sono direttamente applicabili e assicurano perciò una disciplina uniforme di implementazione a livello comunitario in materia di *market abuse*.

L'ambito di applicazione del Regolamento - così come della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato - include tutti gli strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato, su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o su un sistema organizzato di negoziazione (OTF), e tutte le condotte o iniziative che possono avere un effetto sui suddetti strumenti finanziari, a prescindere dal fatto che abbiano o meno luogo in una sede di negoziazione. L'ambito di applicazione del Regolamento si estende anche agli strumenti finanziari per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un MTF.

In ambito europeo sono stati adottati numerosi provvedimenti normativi (regolamenti delegati e di esecuzione del MAR).

La ratio della normativa è consentire all'autorità competente nelle indagini di analizzare rapidamente la condotta di negoziazione delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, di stabilire collegamenti tra queste e le persone implicate in negoziazioni sospette e di rilevare gli eventuali contatti intercorsi tra di esse in momenti critici.

Di seguito si riportano le principali novità fiscali con efficacia 2016 e 2017 di carattere generale che coinvolgono la gestione operativa anche dei fondi immobiliari:

- La *Legge n.208/2015* ha previsto, dal 1 gennaio 2016, la riduzione del prelievo IMU per gli immobili-merce posseduti dalle imprese che li hanno costruiti, per i quali l'aliquota ordinaria è pari allo 0,1% (fintanto che permanga tale destinazione e non siano locati); i Comuni possono modificare la suindicata aliquota in aumento, fino allo 0,25%, ovvero in diminuzione, fino al suo azzeramento. Inoltre è stata prevista la riduzione del 25% su IMU e TASI per le abitazioni locate a cd. *canone concordato*;
- Il Decreto Legge n. 193/2016, recante "*Disposizioni urgenti in materia fiscale e per il finanziamento di esigenze indifferibili*", convertito con modificazioni dalla legge di n. 225/2016, ha introdotto, a partire dal 1 gennaio 2017, l'obbligo della comunicazione trimestrale delle operazioni rilevanti ai fini IVA (cd. *Comunicazione trimestrale dei dati delle fatture*) e l'obbligo di comunicazione, sempre trimestrale, delle liquidazioni periodiche IVA (nuovo articolo art. 21-bis, nel DL 31.5.2010 n. 78). Gli adempimenti sono a carico della SGR, quale unico soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto, relativamente alle cessioni di beni e alle prestazioni di servizi attinenti le operazioni proprie e dei diversi Fondi;
- La Legge 11 dicembre 2016 n. 232 (Legge di Bilancio 2017) prevede, per l'anno corrente, il prolungamento dei termini di legge per la rivendita obbligatoria degli immobili acquistati alle aste giudiziarie dalle imprese, beneficiando delle imposte indirette in misura agevolata (€ 200 cadauna per imposta di registro, imposta ipotecaria e imposta catastale). In particolare, con la modifica dell'art. 16, DL n. 18/2016, è elevato ad un quinquennio (in luogo dell'attuale biennio) il termine per cui, in mancanza di rivendita, le imposte di registro e ipocatastali sono dovute nella misura ordinaria con la sanzione amministrativa del 30% oltre agli interessi di mora, salvo regolarizzazione spontanea prima dello scadere del termine. La disposizione ha effetto per i provvedimenti di aggiudicazione emessi fino al 30.6.2017;

- La Legge 11 dicembre 2016, n. 232 ha, inoltre, confermato per l'anno 2017 il blocco degli aumenti dei tributi locali e delle addizionali regionali e comunali, inclusa la TASI (tale tributo era stato già aumentato con decorrenza 2016).

2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

2.1. Linee strategiche della gestione del fondo

Il Fondo Irs, collocato nel 2003, ha investito la raccolta di liquidità in immobili con caratteristiche rispondenti allo scopo del Fondo indicato nel Regolamento dello stesso.

Il mercato immobiliare italiano, al momento dell'acquisto del portafoglio, non pativa certamente gli effetti degli eventi ed accadimenti di carattere generale che negli anni successivi ne hanno determinato la flessione.

Lo scenario di mercato di quegli anni evidenziava un trend positivo con numero delle transazioni e valori in crescita caratterizzato da una forte dinamicità di investitori sia retail sia professionali.

Il mercato immobiliare ha continuato la sua crescita supportato da un facile accesso al credito e da un incremento dei valori sino al 2007 in cui - a partire dalla crisi dei mutui *subprime* e dal fallimento di alcuni grandi banche americane - si è innescata una brusca inversione di rotta, con un'inevitabile propagazione della crisi a livello globale.

Tale situazione ha investito l'economia di diversi paesi, tra cui il nostro, reso ancora più fragile dall'assenza di crescita economica. In alcuni territori gli effetti della crisi hanno inciso in modo severo sui comparti produttivi e dei servizi evidenziando fenomeni recessivi e determinando un effetto negativo diretto sui fabbisogni di spazi praticamente su tutte le destinazioni d'uso.

Le manovre adottate hanno fatto leva su politiche di rigore e su un incremento della pressione fiscale, che ha riguardato in particolare il settore immobiliare: l'introduzione dell'IMU ha negativamente condizionato il valore del portafoglio immobiliare (si ricorda che il costo per l'imposta in questione è più che raddoppiato rispetto a quello sostenuto in precedenza per l'ICI).

Inoltre l'erosione del risparmio privato, il *credit crunch* e l'incertezza su possibili nuovi gravami fiscali hanno reso molto meno attrattivi gli investimenti immobiliari, come testimoniano il basso, per non dire inesistente, volume delle transazioni, la progressiva scomparsa di investitori domestici ed esteri, verificatesi, con lievi oscillazioni, fino ad un paio di anni fa.

E' in tale difficile contesto economico che si inserisce l'avvio della liquidazione del Fondo che aveva scadenza originaria il 31 dicembre 2013).

- Il Consiglio di Amministrazione della SGR in data 9 novembre 2012 ha deciso, quindi, di avvalersi del c.d. periodo di grazia, prorogando la durata del Fondo per un triennio e, quindi, fino al 31 dicembre 2016 per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio.

Nel corso del 2014, in ragione della rilevanza sistemica del tema della scadenza dei fondi immobiliari quotati in un contesto recessivo di mercato, il Governo, anche su sollecitazione delle associazioni di categoria ha emanato una specifica norma pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale in data 20 agosto 2014 (Legge n. 116/2014 di conversione in legge del Decreto Legge n. 91/2014) che prevedeva la facoltà per le società di gestione del risparmio, entro il 31 dicembre 2014, di modificare il regolamento dei fondi immobiliari quotati con la possibilità di prorogarne in via straordinaria il termine di durata per un massimo di 2 anni, previo voto favorevole dell'Assemblea dei Partecipanti.

In data 11 dicembre 2014 si è tenuta l'Assemblea dei Partecipanti del Fondo Invest Real Security che non ha approvato la modifica al regolamento confermando pertanto la scadenza del Fondo IRS al 31.12.2016.

In considerazione della non prorogabile scadenza del Fondo oltre il 31 dicembre 2016, preso atto dell'estrema difficoltà ad individuare sul mercato un acquirente per ciascun singolo immobile, la SGR ha ritenuto opportuno procedere a sollecitare nuovamente il mercato anche attraverso una procedura di vendita competitiva avente ad oggetto dei cluster/pacchetti di immobili per tipologia di destinazione

d'uso (retail, logistica, etc.) provenienti da alcuni fondi in gestione , inclusi i 5 asset di proprietà del Fondo, .

Tale procedura ha avuto ampia diffusione sul mercato, tramite sollecitazione diretta supportata da intermediari specializzati, annunci su quotidiani di tiratura nazionale e pubblicazioni di appositi avvisi sul sito della SGR. Ciononostante, la suddetta procedura si è conclusa il 30 giugno 2016 senza che sia pervenuta alcuna offerta vincolante di acquisto.

La SGR constatata, pertanto, da una parte la persistenza di una scarsa domanda da parte di investitori domestici e dall'altra l'interesse da parte di alcuni investitori esteri di tipo opportunistico, ha strutturato ed implementato un nuovo processo di vendita su base competitiva di un portafoglio di immobili caratterizzato da una dimensione più ampia, rispetto a quella del portafoglio residuo del Fondo.

La SGR, allo scopo di incontrare la suddetta domanda, ha quindi messo in atto una strategia finalizzata ad ottimizzare l'appetibilità per i potenziali investitori del perimetro oggetto di valorizzazione, con il supporto di un advisor finanziario, che garantisce la promozione del processo di vendita per il tramite di un network internazionale e che coadiuvasse le varie fasi del processo.

Le attività di commercializzazione sono state avviate nel mese di luglio 2016, hanno incluso anche avvisi sulla stampa nazionale ed internazionale, arrivando a coinvolgere n. 71 investitori di comprovato standing dei quali n. 28 hanno manifestato il proprio interesse all'eventuale acquisizione del portafoglio immobiliare.

Tale interesse è stato favorito dalla conoscenza degli immobili da parte degli investitori, in quanto erano già stati oggetto dei vari processi di dismissione avviati dalla SGR sin dal 2012. Allo stesso tempo, le criticità derivanti dai bassi flussi reddituali da locazione (conseguenza della crisi economica descritta nel successivo paragrafo) hanno segnato la particolarità dell'operazione con riferimento al pricing ed alla sostanziale impossibilità di ricorso al debito.

La procedura si è conclusa con il ricevimento di n. 5 offerte non vincolanti ed una sola offerta vincolante da parte di un fondo estero ed ha condotto al perfezionamento della dismissione dell'intero portafoglio residuo del Fondo, incluse le partecipazioni detenute nelle due società di gestione dei centri commerciali, in data 20 dicembre 2016.

Tale operazione è stata perfezionata da detto fondo estero mediante un FIA immobiliare riservato di diritto italiano gestito dalla SGR ed interamente sottoscritto dal citato investitore estero. Si precisa che detto FIA immobiliare è stato istituito dalla SGR nella sua qualità di aggiudicataria di apposita gara promossa dall'investitore estero e finalizzata alla selezione della società di gestione del risparmio per la gestione di più fondi destinati all'acquisizione di diversi portafogli immobiliari in Italia.

2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo

Indirizzo		Data di Acquisizione	Data di Vendita
Via Broletto, 16	Milano	25/11/2003	06/08/2015
Via Minerbi, 1	Milano	10/12/2004	26/06/2007
Via Val di Sole, 12/ 14	Milano	10/12/2004	26/06/2007
Via Varesina, 92	Milano	10/12/2004	26/06/2007
Via Pellico - Via Mazzini	Trezzo sull'Adda (MI)	10/12/2004	26/06/2007
Via Allegri, 179	Modena	10/12/2004	26/06/2007
Via Roma, 30	Nembro (BG)	10/12/2004	26/06/2007
Via Marocchetti, 11	Torino	20/06/2005	20/12/2016
Via Tempio del Cielo, 15	Roma	27/06/2005	23/06/2010
Via Fulvio Testi, 124	Cinisello Balsamo (MI)	28/07/2005	20/12/2016
Via Liberazione, 15	Bologna	25/01/2006	20/12/2016
Via Barletta	Andria (BA)	16/02/2006	20/12/2016
Via Adelfia snc	Rutigliano (BA)	31/03/2008	20/12/2016

Nel corso gli ultimi anni di gestione, caratterizzati dalla nota crisi economica, la SGR ha adottato delle politiche volte alla difesa del valore del portafoglio immobiliare e nello specifico:

- per difendere l'occupancy degli immobili, fortemente compromessa dalle difficoltà di sostenere i canoni contrattuali da parte dei conduttori, tenendo in debita considerazione il rispetto degli impegni gravanti sul Fondo (erario, banche finanziatrici, fornitori), si sono utilizzati tutti gli strumenti, oramai diventati purtroppo prassi di mercato, per incentivare il consolidamento dei conduttori esistenti ovvero migliorare il tasso di occupazione degli immobili. Tra questi i più ricorrenti sono stati (i) periodi di progressivo adeguamento del canone a valori di mercato, (ii) la concessione di periodi di "free rent" e (iii) l'esecuzione di opere per consentire il migliore sfruttamento possibile degli spazi disponibili da parte del conduttore.
- A questo si sono affiancati gli interventi manutentivi e di monitoraggio costante di requisiti edilizi ed impiantistici per un adeguata efficienza dei costi energetici e gestionali, parametro fondamentale per i potenziali utilizzatori per i quali il principale driver di ricerca continua tutt'ora ad essere il cost saving, unito alla flessibilità degli spazi. Relativamente ai centri commerciali, la rinegoziazione dei canoni o i nuovi contratti, sono stati improntati a criteri di sostenibilità in funzione dei dati di fatturato, sceso in maniera significativa in conseguenza del forte calo dei consumi.
- sono state condotte analisi e valutati scenari - supportate di volta in volta anche da primari advisors internazionali - per verificare le soluzioni perseguibili per la commercializzazione degli asset in portafoglio ed i possibili corrispondenti impatti sul risultato del fondo. In forza di tali analisi sono state nel tempo adottate strategie diversificate, portate avanti anche in parallelo per poter sollecitare l'interesse di potenziali investitori, supportate da un'attività di gestione attiva degli asset.
- Riguardo ad alcuni asset, rilasciati da aziende in fase di ristrutturazione o che hanno cessato la propria attività, sono stati inoltre redatti studi di fattibilità ed analisi urbanistiche per poter far emergere le potenzialità di valorizzazione in ottica di high and best use nella fase di commercializzazione.

2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare

Si riporta di seguito un riepilogo al 31 dicembre 2016 degli investimenti immobiliari effettuati e realizzati nella gestione del fondo stesso:

Immobile (€)	Investimento			Prezzo di vendita	PLUS/MINUS REALIZZATA	Margine/ perdita %	
	Costo di acquisto	Capex	TOT				
Milno - Via Minerbi	1.904.397	-	1.904.397	2.178.000	273.603	14,4%	} 37,6%
Milano - Via Varesina	701.620	-	701.620	937.750	236.130	33,7%	
Milano - Via Val di Sole	1.152.662	-	1.152.662	1.512.500	359.838	31,2%	
Modena - Via Allegri	2.906.712	-	2.906.712	3.675.375	768.663	26,4%	
Nembro - Via Roma	2.355.439	-	2.355.439	3.614.875	1.259.436	53,5%	
Trezzo sull'Adda - Via Pellico	2.906.712	-	2.906.712	3.206.500	299.788	10,3%	
Roma - Via Tempio del Cielo	9.511.382	287.000	9.798.382	14.772.337	4.973.955	50,8%	
Milano - Via Broletto	37.469.973	-	37.469.973	34.000.000	(3.469.973)	-9,3%	} -85,9%
Torino - Via Marocchetti	18.012.822	-	18.012.822	2.100.000	(15.912.822)	-88,3%	
Cinisello Balsamo - Via F. Testi	7.610.622	-	7.610.622	950.000	(6.660.622)	-87,5%	
Bologna - Via della Liberazione	49.527.381	2.108.488	51.635.869	6.950.000	(44.685.869)	-86,5%	
Andria - Via Barletta	52.166.855	-	52.166.855	8.800.000	(43.366.855)	-83,1%	
Rutigliano - Via Adelfia	12.000.000	369.101	12.369.101	1.200.000	(11.169.101)	-90,3%	
Totale	198.226.577	2.764.589	200.991.166	83.897.337	(117.093.829)	-58,3%	

Dalla tabella si desume come le vendite abbiano inevitabilmente risentito degli impatti della crisi del mercato immobiliare nel realizzare prezzi di vendita interessanti; le vendite avvenute fino al 2010, infatti, mostrano margini molto interessanti passando da un minimo del 10% ad un massimo del 53% rispetto al costo dell'investimento, con un margine medio del 37,6%.

Già la vendita dell'immobile in Milano Via Broletto, avvenuta nel 2015, ha mostrato sofferenza nel realizzare un prezzo di vendita che permettesse di rientrare dell'investimento effettuato, rilevando una perdita del 9,3%.

Infine l'ultima operazione di vendita in blocco, che ha coinvolto il 70% del patrimonio immobiliare in termini di valore, ha comportato perdite complessive mediamente dell'86%.

Andando ad analizzare l'andamento della gestione ordinaria del patrimonio immobiliare, questa ha portato dall'inizio dell'operatività al 31 dicembre 2016 un profitto complessivo (composto dai ricavi da affitti al netto dei costi di manutenzione e delle imposte) per euro +82.932.928, corrispondente al 3,7% medio annuo dell'investimento complessivo. Considerando anche i risultati dalla gestione delle partecipazioni e degli strumenti finanziari ed i costi attinenti alla gestione del fondo, ma escludendo ancora il risultato da vendite, dall'inizio della sua operatività, il fondo ha conseguito utili complessivi per + 36.949.191 corrispondente all'1,6% medio annuo dell'investimento complessivo.

Si ricorda inoltre che nell'esercizio 2006 il Fondo ha costituito due società (Andria Mongolfiera S.r.l. e Minganti S.r.l.) alle quali sono stati conferiti due rami d'azienda rispettivamente dei due centri commerciali siti in Bologna e in Andria (BT) acquistati dal Fondo.

Nello specifico, nel tempo le due società hanno svolto la propria attività all'interno dei rispettivi centri commerciali a mezzo di un contratto di locazione ad uso commerciale dell'immobile di proprietà del Fondo IRS. Le società, a loro volta, hanno 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.

Con la vendita da parte del Fondo dei due centri commerciali, il Fondo ha contestualmente ceduto anche le due società in oggetto:

Partecipazioni	Quantità	Costo storico	Ultima valutazione al 31/12/2015	Realizzo		Risultato dell'investimento
				Data	Ricavo di vendita	
partecipazione in Andria Mongolfiera srl	100%	944.140	-	20/12/2016	10.497	-933.643
partecipazione in Minganti srl	100%	476.000	97.669	20/12/2016	23.508	-452.492

I prezzi di cessione sopra evidenziati potranno essere oggetto di aggiustamento, sulla base della situazione patrimoniale al 31 dicembre 2016 delle società, da approvare entro il 30 aprile 2017. In particolare i crediti IVA e gli eventuali crediti per canoni variabili che dovessero emergere da tale situazione, determineranno, una volta incassati, pari aggiustamenti del prezzo a favore del venditore.

Si evidenzia inoltre che la cessione è avvenuta mantenendo in capo al fondo il diritto:

- al recupero della morosità verso conduttori. I crediti di tali società sono infatti stati ceduti al Fondo per le relative attività di recupero, anche attraverso il proseguimento di azioni legali in corso;
- ad ottenere, in relazione ai contenziosi fiscali in capo alle società, il pagamento di tutte le somme versate all'erario (complessivamente Euro 1,37 milioni, pari al 100% delle maggiori imposte, sanzioni, interessi ed oneri di riscossione) che siano oggetto di rimborso qualora non vi sia soccombenza della società nei relativi gradi finali di giudizio.

Per consentire il completamento della procedura di liquidazione nei termini previsti dal regolamento di gestione, nell'interesse e a beneficio dei partecipanti che alla data del 31 dicembre 2016 risultino avere diritto ai rimborsi derivanti dalla liquidazione medesima, la SGR assumerà in proprio, per il periodo necessario, la gestione delle poste contabili del Fondo, connesse alla gestione ordinaria dello stesso, che risulteranno residue alla data di approvazione del rendiconto finale di liquidazione.

Delle modalità e dei termini di gestione di dette poste contabili verrà data ampia e dettagliata informativa nel rendiconto finale di liquidazione.

2.4. Andamento della gestione del fondo

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

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2016 ammonta a Euro 23.750.929 (Euro 87.734.720 al 31 dicembre 2015) ed ha subito un decremento nell'esercizio pari a Euro 63.983.791 determinato dall'effetto combinato dei seguenti fattori:

Variazioni NAV nel 2016			
	€	Var ass	Var %
NAV 31 dic 2015	87.734.720		
Variazioni di periodo:			
<i>Plus/minus non realizzate</i>		0	0,0%
<i>Risultato effettivo</i>		(49.985.311)	-57,0%
<i>Nuovi versamenti</i>		0	0,0%
<i>Rimborsi</i>		(13.998.480)	-16,0%
<i>Distribuzione proventi</i>		0	0,0%
NAV 31 dic 2016	23.750.929	(63.983.791)	-72,9%

Si ricorda infatti che il 16 marzo 2016 ed il 14 settembre 2016 il Fondo ha proceduto a rimborsi di equity per complessivi euro 13.998.480 relativamente alla gestione al 31 dicembre 2015 e alla gestione al 30 giugno 2016.

Al 31 dicembre 2016 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 125.591.520 (Euro 2.226,8 per quota versus Euro 2.500 di valore nominale iniziale) a, mentre fino a tale data sono state effettuate distribuzioni complessive di proventi per Euro 21.695.952 (Euro 384,68 per quota).

Dall'inizio dell'operatività del fondo al 31 dicembre 2016, il patrimonio del fondo e l'investimento dei quotisti si è movimentato nel seguente modo:

Variazione NAV dalla nascita del Fondo		
	€	Var ass
Equity Iniziale investito	141.000.000	
Variazioni:		
<i>Plus/minus non realizzate</i>		0
<i>Risultato effettivo</i>		(80.144.639)
<i>Versamenti successivi</i>		0
<i>Rimborsi</i>		(15.408.480)
<i>Distribuzione proventi</i>		(21.695.952)
NAV 31 dic 2016	23.750.929	(117.249.071)

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

Anno di competenza	Data di pagamento	Distribuzione proventi (€)		Rimborsi di capitale (€)	
		TOT	per quota	TOT	per quota
2004	24/03/2005	1.184.400	21,00	0	0
2005	23/03/2006	3.131.892	55,53	0	0
2006	07/12/2006	2.820.000	50,00	0	0
2006	22/03/2007	2.624.856	46,54	0	0
2007	20/03/2008	9.434.592	167,28	0	0
2008	19/03/2009	2.500.212	44,33	0	0
vari anni	17/11/2011	0	0,00	1.410.000	25,00
vari anni	16/03/2016	0	0,00	9.999.720	177,30
vari anni	14/09/2016	0	0,00	3.998.760	70,90
TOTALE		21.695.952	384,68	15.408.480	273,20

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

Alla data del 31 dicembre 2016 il patrimonio del Fondo è totalmente dismesso.

Il valore del portafoglio immobiliare del Fondo si è movimentato nell'esercizio 2016 esclusivamente per le vendite effettuate:

Movimentazioni del patrimonio immobiliare			
	31-dic-15	Variazioni 2015	31-dic-16
Costo di acquisto degli immobili	195.847.860		195.847.860
<u>Variazioni:</u>			
<i>Costi capitalizzati</i>	5.143.308	0	5.143.308
<i>Vendite</i>	(59.195.897)	(141.795.271)	(200.991.168)
Costo storico al	141.795.271	(141.795.271)	0
<i>Plus/minus non realizzate aggregate (*)</i>	(72.895.271)	72.895.271	0
Valore di mercato al	68.900.000	(68.900.000)	0
Sval/Riv. %	-51,4%		0,0%

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

Al 31 dicembre 2016 il Fondo non detiene più alcuna partecipazione societaria in seguito alle vendite descritte nel precedente paragrafo 2.3.

2.4.3. Andamento del valore della Quota

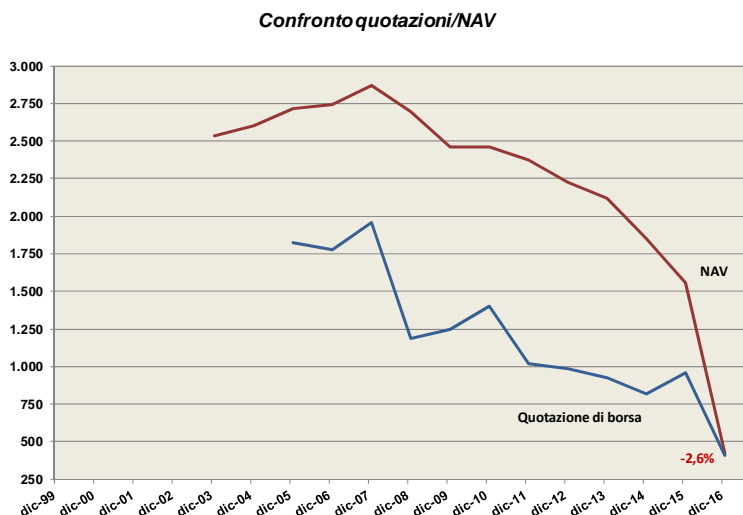
Come già esposto, al 31 dicembre 2016 il **valore unitario delle quote** risulta pari a **Euro 421,116** per 56.400 quote.

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

Data	NAV	Quotazione di Borsa	Diff.
31/12/2003	2.532,870		na
31/12/2004	2.603,630		na
31/12/2005	2.712,540	1.825,0	-32,7%
31/12/2006	2.742,240	1.775,0	-35,3%
31/12/2007	2.872,600	1.960,0	-31,8%
31/12/2008	2.695,160	1.188,0	-55,9%
31/12/2009	2.459,010	1.245,0	-49,4%
31/12/2010	2.459,860	1.400,0	-43,1%
31/12/2011	2.373,890	1.020,0	-57,0%
31/12/2012	2.226,369	982,0	-55,9%
31/12/2013	2.120,299	922,0	-56,5%
31/12/2014	1.849,715	820,0	-55,7%
31/12/2015	1.555,580	960,0	-38,3%
31/12/2016	421,116	410,0	-2,6%

La tabella mostra in particolare un disallineamento ("sconto") nel tempo tra il valore della quota rilevato sul mercato e quello risultante dal NAV; i 2 valori si allineano a fine 2016, in seguito alla cancellazione della quota dal mercato di borsa e con le ultime transazioni eseguite a valore di NAV.

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



Nel corso 2016 il fondo ha comunque visto bassi volumi di scambi, anche se doppi rispetto al 2015 ed al 2014 e cioè pari a circa 5.393 quote scambiate in tutto l'anno fino al 20 dicembre 2016.

In seguito al comunicato stampa del 20 dicembre 2016 circa la dismissione del patrimonio immobiliare e la imminente liquidazione del fondo, in soli 5 giorni lavorativi sono state scambiate n. 2.825 quote.

2.4.5. Finanziamenti, Derivati e liquidità del fondo

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

Al 31 dicembre 2016, la liquidità disponibile, di circa Euro 23 milioni risulta depositata sul c/c in essere presso la banca depositaria.

2.4.6. Governance del Fondo

L'Assemblea dei Soci della SGR si è riunita il 26 aprile 2016 per l'approvazione del bilancio di esercizio ed in tale data ha contestualmente nominato amministratore l'Avv. Stefano Vittori, che era stato cooptato nella seduta consiliare del 29 gennaio 2016.

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

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

Il Consiglio di Amministrazione andrà a scadere con l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017.

In data 26 aprile 2016 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato una serie di modifiche al Regolamento di gestione del Fondo.

Dette modifiche sono sostanzialmente limitate a (a) meri adeguamenti normativi, (b) variazione dei dati anagrafici della SGR e (c) riduzione commissionali e, pertanto, sono da intendersi approvate in via ge-

nerale dalla Banca d'Italia, ai sensi del Titolo V, Capitolo II, Sezione III, Paragrafo 3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015.

Le sopra dette modifiche, efficaci dal 26 aprile 2016, sono di seguito meglio sintetizzate:

- a) Aggiornamento dei dati anagrafici della SGR e dell'indicazione del nuovo numero di iscrizione della SGR all'albo delle società di gestione del risparmio, sezione gestori FIA, tenuto dalla Banca d'Italia (cfr. Articoli 1, 5.1, 12.1);
- b) Interventi di carattere puramente lessicale di adeguamento alle nuove definizioni introdotte nella normativa di riferimento (cfr. Articoli 2, 3, 4.1, 4.2, 13.4, 13.6);
- c) Adeguamento alla normativa di riferimento per il recepimento della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e del Regolamento delegato n. 231/2013, che richiede l'indicazione analitica ed esaustiva del profilo di rischio del Fondo (ex art. 14 DM 30/2015), (cfr. Articolo 3);
- d) Identificazione del nuovo limite di leva finanziaria applicabile (cfr. Articolo 4.3);
- e) Revisione dei riferimenti normativi non più attuali a seguito del recepimento della AIFMD, tra cui è stato precisato che la modifica del depositario si considera autorizzata in via generale da parte di Banca d'Italia, sono stati eliminati i riferimenti non più attuali di cui al Titolo V del D.lgs 24 giugno 1998, n. 231 e relativi provvedimenti attuativi, oltre che i richiami all'art. 85 e seguenti del D.lgs 58/1998, dell'art. 31 e seguenti del D.lgs 231/1998 e del Regolamento Consob n. 11768 del 23/12/1998 (cfr. Articoli 4.1, 6.3, 7, 8.11, 11, 14);
- f) Allineamento delle scritture contabili del Fondo, da predisporre ad opera della SGR, a quelli previsti dalla nuova normativa, includendo, unitamente al rendiconto di gestione e alla relazione semestrale, anche il prospetto che la SGR è tenuta a redigere per le nuove emissioni di quote e recante il valore unitario delle quote al quale procedere alle emissioni successive (cfr. Articoli 4.5, 9.1, 11).
- g) Adeguamento della percentuale della *fee* di gestione nel periodo di grazia del Fondo che si riduce, a partire dal 1 gennaio 2015, del 50%, passando dall'1,80% allo 0,9%. Tale provvigione di gestione viene determinata sulla base al valore complessivo netto del fondo, computato senza tenere conto delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni in società immobiliari (cfr. Articolo 9.1).

- SECURFONDO

In data 26 aprile 2016 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato una serie di modifiche al Regolamento di gestione del Fondo.

Dette modifiche sono sostanzialmente limitate a (a) meri adeguamenti normativi, (b) variazione dei dati anagrafici della SGR e (c) riduzione commissionali e, pertanto, sono da intendersi approvate in via generale dalla Banca d'Italia, ai sensi del Titolo V, Capitolo II, Sezione III, Paragrafo 3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015.

Le sopra dette modifiche, efficaci dal 26 aprile 2016, sono di seguito meglio sintetizzate:

- a) Aggiornamento dei dati anagrafici della SGR e dell'indicazione del nuovo numero di iscrizione della SGR all'albo delle società di gestione del risparmio, sezione gestori FIA, tenuto dalla Banca d'Italia (cfr. Articoli 1, 5.1, 12.1);
- b) Interventi di carattere puramente lessicale di adeguamento alle nuove definizioni introdotte nella normativa di riferimento (cfr. Articoli 2, 2bis, 3, 4.3, 13.4, 13.6.2, 13.6.4);
- c) Adeguamento alla normativa di riferimento per il recepimento della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e del Regolamento delegato n. 231/2013, che richiede l'indicazione analitica ed esaustiva del profilo di rischio del Fondo (ex art. 14 DM 30/2015), (cfr. Articolo 3);
- d) Identificazione del nuovo limite di leva finanziaria applicabile (cfr. Articolo 4.4);
- e) Revisione dei riferimenti normativi non più attuali a seguito del recepimento della AIFMD, tra cui è stato precisato che la modifica del depositario si considera autorizzata in via generale da parte di Banca d'Italia, sono stati eliminati i riferimenti non più attuali di cui al Titolo V del D.lgs 24 giugno 1998, n. 231 e relativi provvedimenti attuativi, (cfr. Articoli 5.4, 6.3, 7, 8.2, 11.2, 14);

- f) Allineamento delle scritture contabili del Fondo, da predisporre ad opera della SGR, a quelli previsti dalla nuova normativa, includendo, unitamente al rendiconto di gestione e alla relazione semestrale, anche il prospetto che la SGR è tenuta a redigere per le nuove emissioni di quote e recante il valore unitario delle quote al quale procedere alle emissioni successive (cfr. Articoli 4.5.1, 9.1, 11.1, 11.2).
- g) Adeguamento della percentuale della *fee* di gestione nel periodo di grazia del fondo che si riduce, a partire dal 1 gennaio 2015, del 50%, passando dall' 1,60% allo 0,8%. Tale provvigione di gestione viene determinata sulla base al valore complessivo netto del fondo, computato senza tenere conto delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni in società immobiliari (cfr. Articolo 9.1).

3. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2016

Non si evidenziano fatti di rilievo successivamente alla chiusura dell'esercizio. Proseguono infatti le attività volte al recupero dei crediti ed al pagamento delle passività del Fondo, in vista della liquidazione finale.

4. IL PIANO DI RIPARTO "INTERMEDIO" di LIQUIDAZIONE

Tenuto conto delle liquidità disponibili, al netto dei pagamenti delle passività da effettuare prima della liquidazione finale del Fondo ed in considerazione della continuità della gestione degli attivi, rappresentati principalmente da crediti per i quali sono in corso azioni di recupero, il Consiglio di Amministrazione della SGR in data 28 febbraio 2017 ha deliberato, ai sensi dell'articolo 13.5 del regolamento del Fondo, di **distribuire un importo pari ad euro 400,00 per quota, corrispondente ad un importo complessivo di Euro 22.560.000.**

Il rimborso finale complessivo sarà determinato solo a seguito dell'espletamento delle procedure amministrativo-contabili di liquidazione del Fondo, che saranno definite e poste in essere in occasione dell'approvazione del rendiconto finale di liquidazione al 30 giugno 2017.

5. LA FISCALITA' DELLA LIQUIDAZIONE

Si ricorda che, ai sensi della normativa fiscale, i proventi distribuiti in sede di liquidazione sono soggetti alle ritenute d'acconto, in misura percentuale diversa o in regime di esenzione in funzione dello status "fiscale" del singolo investitore.

Tuttavia, considerato quanto in precedenza descritto in merito all'andamento della gestione del fondo nel tempo, la liquidazione si concretizzerà in un rimborso parziale di capitale e non in una distribuzione di proventi; **pertanto l'importo ricevuto dai quotisti non sarà soggetto ad alcuna imposta.**

6. ADEMPIMENTI di LIQUIDAZIONE

In applicazione della normativa vigente e delle disposizioni del Regolamento del Fondo (art. 13.6.4), a seguito del completamento delle procedure amministrativo-contabili di liquidazione del Fondo, la SGR redigerà il rendiconto finale di liquidazione al 30 giugno 2017 unitamente al piano di riparto in denaro spettante ad ogni quotista del Fondo, determinato sulla base del rapporto tra attività nette realizzate e il numero delle quote del Fondo in circolazione, detratto il compenso spettante alla SGR ai sensi dell'art. 13.4 del Regolamento del Fondo. Si precisa al riguardo che, conformemente a quanto previsto dall'art. 13.1 del Regolamento del Fondo, hanno diritto a partecipare alla ripartizione dell'attivo risultante dalla liquidazione e del risultato della gestione del Fondo coloro i quali risultino, a qualunque titolo, titolari delle quote di partecipazione al termine del periodo di liquidazione. Per termine del periodo di liquidazione si intende il 31 dicembre 2016, data di scadenza della durata del Fondo.

La società incaricata della revisione provvederà alla revisione (i) della contabilità relativa alle operazioni di liquidazione e (ii) del rendiconto finale di liquidazione il quale, unitamente alla relativa relazione, alla indicazione del giorno di inizio delle operazioni di rimborso, saranno depositati e messi a disposizione dei partecipanti presso la sede della SGR, sul sito internet della stessa e presso la sede del Depositario (Istituto centrale delle Banche Popolari).

I rimborsi saranno effettuati, su istruzioni della SGR, dalla Banca Depositaria tramite Monte Titoli S.p.A., con stacco 27 marzo 2017 e pagamento 29 marzo 2017.

Si ricorda che le somme non riscosse dai partecipanti entro 60 giorni dalla data di inizio delle operazioni di rimborso rimangono depositate presso il Depositario su un conto intestato alla SGR, con l'indicazione

che trattasi dell'attivo netto della liquidazione del Fondo. Le somme non riscosse dagli aventi diritto si prescrivono a favore della SGR nei termini di legge, con decorrenza dalla data di pubblicazione del rendiconto finale di liquidazione al 30 giugno 2017.

7. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR

L'attività di gestione tecnico-amministrativa del patrimonio immobiliare del Fondo (property e building management) è stata svolta da Revalo S.p.A., società facente parte del gruppo di appartenenza della SGR fino al 15 dicembre 2016. In considerazione di ciò l'incarico è stato conferito nel rispetto dei presidi aziendali previsti per le operazioni in conflitto di interessi.

L'incarico è venuto meno con la vendita del portafoglio residuo del Fondo avvenuta nel mese di dicembre 2016.

Si precisa che il costo relativo al corrispettivo della società Revalo S.p.A. è a carico della SGR ed incluso nella relativa commissione.

8. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

La Relazione di gestione al 31 dicembre 2016 chiude con un **valore complessivo netto del Fondo (NAV) pari a Euro 23.750.929**, che, se si confronta con quello al 31 dicembre 2015, pari a Euro 87.734.720, registra un **decremento pari ad Euro 63.983.791 (-72,9%)**.

La diminuzione del valore del Fondo è conseguente prevalentemente alle minusvalenze realizzate nelle operazioni di compravendita dell'anno per la dismissione finale del patrimonio immobiliare e alle distribuzioni di capitale avvenute in corso d'anno:

1. Euro – 49.985.311 (-57,0%) risultato dell'esercizio;
2. Euro -13.998.480 (-16,0%) rimborsi parziali di quote avvenuti nel corso del 2016.

In relazione a quanto esposto ed in coerenza con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione nella riunione del 28 febbraio 2017 ha deliberato di:

- (i) approvare il Rendiconto intermedio di liquidazione del Fondo al 31 dicembre 2016;
- (ii) **di procedere, a titolo di rimborso parziale pro-quota ai sensi dell'articolo 13.5 del Regolamento del Fondo, alla distribuzione di un importo complessivo pari ad euro 22.560.000, corrispondente ad euro 400,00 per quota.** I rimborsi avverranno tramite Monte Titoli S.p.A. con stacco 27 marzo 2017 e pagamento 29 marzo 2017.

Roma, 28 febbraio 2017

**Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino**

Situazione Patrimoniale

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31/12/2016 SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2016		Situazione a fine esercizio precedente	
	valore complessivo	in percentuale dell'attivo	valore complessivo	in percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati		0,00	97.669	0,11
A1. Partecipazioni di controllo		0,00	97.669	0,11
A2. Partecipazioni non di controllo			-	
A3. Altri titoli di capitale			-	
A4. Titoli di debito			-	
A5. Parti di OICR			-	
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale			-	
A7. Titoli di debito			-	
A8. Parti di OICR			-	
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia			-	
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati			-	
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati			-	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI		,00	68.900.000	76,01
B1. Immobili dati in locazione		,00	54.900.000	60,57
B2. Immobili dati in locazione finanziaria			-	
B3. Altri immobili			14.000.000	15,45
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'	23.087.744	94,36	19.706.600	21,74
F1. Liquidità disponibile	23.087.744	94,36	19.706.600	21,74
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			-	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare			-	
G. ALTRE ATTIVITA'	1.380.616	5,64	1.936.682	2,14
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate			-	
G2. Ratei e risconti attivi		0,00	7.697	0,01
G3. Risparmio d'imposta			-	
G4. Altre				
G4.1 Crediti vs clienti	779.390	3,19	1.770.657	1,95
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso			-	
G4.3 Altre	601.226	2,46	158.328	0,17
TOTALE ATTIVITA'	24.468.360	100,00	90.640.951	100,00

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31/12/2016		
SITUAZIONE PATRIMONIALE		
(Valori in Euro)		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2016	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari		
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'	717.431	2.906.231
M1. Provigioni ed oneri maturati e non liquidati		
M2. Debiti di imposta	2.947	139
M3. Ratei e risconti passivi		114.825
M4. Altre	708.263	2.711.563
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	6.221	79.704
TOTALE PASSIVITA'	717.431	2.906.231
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	23.750.929	87.734.720
Numero delle quote in circolazione	56.400	56.400
Valore unitario delle quote	421,116	1.555,580
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	248,20	

Roma, 28 febbraio 2017

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino

Sezione Reddituale

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO INVEST REAL SECURITY AL 31/12/2016				
SEZIONE REDDITUALE				
	Relazione al 31/12/2016		Relazione esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
A1. PARTECIPAZIONI	-363.664		-195.580	
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili / perdite da realizzi	-363.664			
A1.3 plusvalenze / minusvalenze			-195.580	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
Risultato gestione strumenti finanziari		-363.664		-195.580
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	-48.743.519		-13.615.247	
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	2.628.850		4.526.481	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-48.900.000		-5.900.000	
B3. PLUS/MINUSVALENZE			-10.100.000	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-2.087.600		-1.593.492	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUI BENI IMMOBILI E SIMILARI	-384.769		-548.236	
Risultato gestione beni immobili		-48.743.519		-13.615.247
C. CREDITI				
Risultato gestione crediti				
D. DEPOSITI BANCARI				
E. ALTRI BENI				
Risultato gestione investimenti		-49.107.183		-13.810.827
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
Risultato lordo della gestione caratteristica				-13.810.827
H. ONERI FINANZIARI			-584.340	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI			-556.282	
H1.1 su finanziamenti ipotecari			-556.282	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI			-28.058	
Risultato netto della gestione caratteristica		-49.107.183		-14.395.167
I. ONERI DI GESTIONE	-1.309.344		-2.420.560	
I1. Provigione di gestione SGR	-208.769		-788.304	
I2. Commissioni depositario	-44.367		-52.662	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-12.590		-57.469	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-32.811		-16.178	
I5. Altri oneri di gestione	-1.010.807		-1.505.947	
L. ALTRI RICAVI E ONERI	431.216		226.535	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide			7.325	
L2. Altri ricavi	450.702		233.784	
L3. Altri oneri	-19.486		-14.574	
Risultato della gestione prima delle imposte		-49.985.311		-16.589.192
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile / perdita dell'esercizio		-49.985.311		-16.589.192

Roma, 28 febbraio 2017

**Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino**

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A – Andamento del valore della quota

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2016 ammonta a Euro 23.750.929 (Euro 87.734.720 al 31 dicembre 2015) ed ha subito un decremento nell'arco dell'esercizio pari a Euro 63.983.791 determinato dall'effetto combinato dei seguenti fattori:

Variazioni NAV nel 2016				
	€	Var ass	Var %	
NAV 31 dic 2015	87.734.720			
Variazioni di periodo:				
Plus/minus non realizzate		0	0,0%	
Risultato effettivo		(49.985.311)	-57,0%	
Nuovi versamenti		0	0,0%	
Rimborsi		(13.998.480)	-16,0%	
Distribuzione proventi		0	0,0%	
NAV 31 dic 2016	23.750.929	(63.983.791)	-72,9%	

La variazione negativa del valore complessivo netto pari a Euro -63.983.791 è determinata dal rimborso parziale delle quote avvenuto nei mesi di marzo e settembre 2016 per un totale di Euro 13.998.480 e dal risultato negativo derivante principalmente dalla vendita del patrimonio residuo del Fondo avvenuta nel mese di dicembre 2016, come rappresentato nelle seguenti tabelle:

DESCRIZIONE IMMOBILE	Costo storico immobili	Valore immobile al 31 dicembre 2015	Prezzo di vendita	Minusvalenza realizzata su OMV al 31/12/2016	Risultato effettivo della vendita
BA - ANDRIA - CONTRADA BARBA D'ANGELO SNC	52.166.855	26.100.000	8.800.000	(17.300.000)	(43.366.855)
BA - RUTIGLIANO - VIA ADELFA SNC	12.369.101	2.900.000	1.200.000	(1.700.000)	(11.169.101)
BO - BOLOGNA - VIA DELLA LIBERAZIONE 15	51.635.869	20.500.000	6.950.000	(13.550.000)	(44.685.869)
MI - CINISELLO BALSAMO - VIALE FULVIO TESTI 124	7.610.622	5.400.000	950.000	(4.450.000)	(6.660.622)
TO - TORINO - VIA C. MAROCHETTI 11	18.012.822	14.000.000	2.100.000	(11.900.000)	(15.912.822)
Totale complessivo	141.795.269	68.900.000	20.000.000	(48.900.000)	(121.795.269)

DESCRIZIONE PARTECIPAZIONI	Costo di acquisto della partecipazione	Costo di acquisto incrementato delle capitalizzazioni al 31/12/2015	Svalutazioni nette al 31/12/2015	Valore partecipazione al 31 dicembre 2015	Importi capitalizzati ad incremento partecipazioni anno 2016	Prezzo di vendita	Minusvalenza contabile al 31/12/2016	Risultato effettivo della vendita
ANDRIA MONGOLFIERA SRL	362.140	844.140	(844.140)	0	100.000	10.496,78	(89.503)	(933.643)
MINGANTI SRL	210.000	276.000	(178.331)	97.669	200.000	23.507,94	(274.161)	(452.492)
Totale complessivo	572.140	1.120.140	(1.022.471)	97.669	300.000	34.005	(363.664)	(1.386.135)

L'operazione di vendita è stata perfezionata ad esito di un processo di vendita su base competitiva organizzato con il supporto di un advisor finanziario e completato nel mese di dicembre 2016. Dall'inizio dell'operatività del fondo al 31 dicembre 2016, il patrimonio del fondo e l'investimento dei quotisti si è movimentato nel seguente modo:

Variazione NAV dalla nascita del Fondo		
	€	Var ass
Equity Iniziale investito	141.000.000	
Variazioni:		
Plus/minus non realizzate		0
Risultato effettivo		(80.144.639)
Versamenti successivi		0
Rimborsi		(15.408.480)
Distribuzione proventi		(21.695.952)
NAV 31 dic 2016	23.750.929	(117.249.071)

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

Anno di competenza	Data di pagamento	Distribuzione proventi (€)		Rimborsi di capitale (€)	
		TOT	per quota	TOT	per quota
2004	24/03/2005	1.184.400	21,00	0	0
2005	23/03/2006	3.131.892	55,53	0	0
2006	07/12/2006	2.820.000	50,00	0	0
2006	22/03/2007	2.624.856	46,54	0	0
2007	20/03/2008	9.434.592	167,28	0	0
2008	19/03/2009	2.500.212	44,33	0	0
vari anni	17/11/2011	0	0,00	1.410.000	25,00
vari anni	16/03/2016	0	0,00	9.999.720	177,30
vari anni	14/09/2016	0	0,00	3.998.760	70,90
TOTALE		21.695.952	384,68	15.408.480	273,20

Come già esposto, al 31 dicembre 2016 il **valore unitario delle quote** risulta pari a **Euro 421,116** per 56.400.

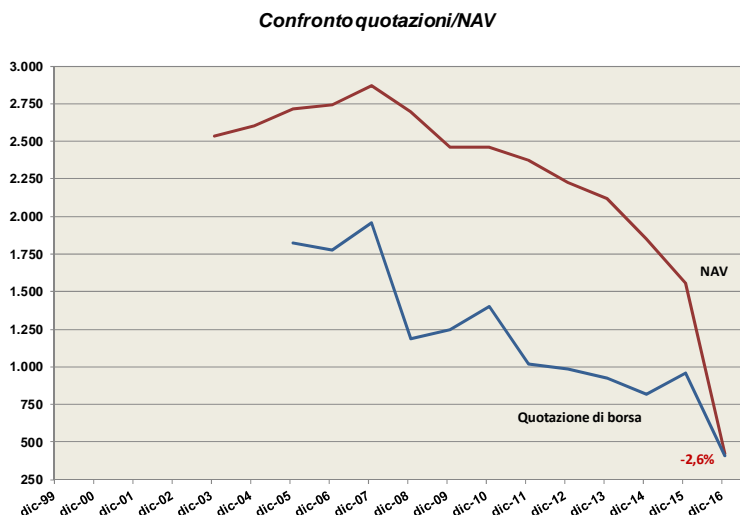
Le quote del Fondo, **sono state cancellate dalla quotazione sul segmento MIV di Borsa Italiana S.p.A. (ISIN IT0003187603- cod. QFIRS) il 30 dicembre 2016, ultimo giorno di borsa**, per effetto della scadenza del termine finale del Fondo.

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

Data	NAV	Quotazione di Borsa	Diff.
31/12/2003	2.532,870		na
31/12/2004	2.603,630		na
31/12/2005	2.712,540	1.825,0	-32,7%
31/12/2006	2.742,240	1.775,0	-35,3%
31/12/2007	2.872,600	1.960,0	-31,8%
31/12/2008	2.695,160	1.188,0	-55,9%
31/12/2009	2.459,010	1.245,0	-49,4%
31/12/2010	2.459,860	1.400,0	-43,1%
31/12/2011	2.373,890	1.020,0	-57,0%
31/12/2012	2.226,369	982,0	-55,9%
31/12/2013	2.120,299	922,0	-56,5%
31/12/2014	1.849,715	820,0	-55,7%
31/12/2015	1.555,580	960,0	-38,3%
31/12/2016	421,116	410,0	-2,6%

La tabella mostra in particolare un disallineamento (“sconto”) nel tempo tra il valore della quota rilevato sul mercato e quello risultante dal NAV; i 2 valori si allineano a fine 2016, in seguito alla cancellazione della quota dal mercato di borsa e con le ultime transazioni eseguite a valore di NAV.

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



Nel corso 2016 il fondo ha comunque visto bassi volumi di scambi, anche se doppi rispetto al 2015 ed al 2014 e cioè pari a circa 5.393 quote scambiate in tutto l'anno fino al 20 dicembre 2016.

In seguito al comunicato stampa del 20 dicembre 2016 circa la dismissione del patrimonio immobiliare e la imminente liquidazione del fondo, in soli 5 giorni lavorativi sono state scambiate n. 2.825 quote.

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

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

Sezione I - Criteri di valutazione

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

Strumenti finanziari non quotati

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

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

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

Immobili

Il valore corrente degli immobili è rappresentato dalle risultanze della Relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti, ai sensi dell'art. 14-bis, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e del DM del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015 n.30, nonché da quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti Indipendenti). Tuttavia, così come previsto dal Titolo V, capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, è facoltà della Società di Gestione discostarsi dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunicando agli stessi le ragioni. Per la determinazione del "valore di mercato" degli immobili sono stati adottati i seguenti criteri di valutazione:

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

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

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

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

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

Formazione e verifica delle relazioni semestrali – Presidi organizzativi adottati

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

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

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

- la funzione *Valuations* è la funzione preposta alla trasmissione dei dati all'Esperto Indipendente ed alla verifica che i dati e le informazioni inviate all'Esperto Indipendente siano stati correttamente inseriti, interpretati ed elaborati. Verifica, altresì, la completezza e l'adeguatezza del processo valutativo dei beni;
- l'*Asset Manager* di riferimento e la funzione Design & Construction Management sono responsabili del controllo sui dati di input costi/ricavi prodotti dal *property/project*/SGR inseriti nella relazione da parte dell'Esperto Indipendente. In particolare, questi effettuano un controllo attraverso il

raffronto dei dati riportati nella relazione e la lista della documentazione/dei dati/di ogni altra informazione archiviata alla fine della fase di invio delle informazioni all'Esperto Indipendente;

- il Fund Manager è responsabile dell'analisi e valutazione dei valori di mercato utilizzati dall'Esperto Indipendente con particolare attenzione ai *comparables* e alle fonti per la determinazione dei canoni e dei valori di mercato, anche attraverso l'effettuazione di un'opportuna analisi di mercato;
- il Risk Manager provvede a: 1) effettuare le verifiche sulla relazione degli Esperti Indipendenti volte ad analizzare, tra le altre cose, la coerenza dei criteri di valutazione dal medesimo utilizzati con quelli previsti nella normativa vigente, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima e a 2) redigere apposita nota di verifica;
- la funzione *Administration* verifica i dati riguardanti la consistenza del portafoglio per i soli fondi in cui vi siano immobili in corso di vendita frazionata (prevalentemente residenziali), al fine di verificare la congruità della consistenza in termini di unità immobiliari valutate/in portafoglio alla data di riferimento.

Sulla scorta di quanto sopra:

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

Incarichi assegnati agli esperti indipendenti dei fondi gestiti

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

Crediti

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

Liquidità

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

Altre attività

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

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

Finanziamenti e altre passività

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

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

Costi e ricavi

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

Imposte e tasse

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

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

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

E' inoltre previsto che, ai fini della verifica della percentuale di partecipazione al fondo che rende "rilevante" la quota, si tiene conto sia delle partecipazioni detenute direttamente che di quelle detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona. Il controllo societario è individuato ai sensi dell'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile anche per le partecipazioni possedute da soggetti diversi dalle società. Si tiene altresì conto delle partecipazioni imputate ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del TUIR (coniuge, parenti entro il terzo grado ed affini entro il secondo grado).

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

Sezione II - Le attività

Le attività del Fondo hanno subito le seguenti variazioni nel corso dell'esercizio 2016:

Strumenti finanziari

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
0	97.669

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).

Si forniscono di seguito le informazione relative alle due partecipazioni in portafoglio detenute fino alla data di cessione avvenuta il 20 dicembre 2016.

Denominazione e sede della società:

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

Attività esercitata dalla società:

Nello specifico Andria Mongolfiera S.r.l. ha svolto la propria attività all'interno del centro commerciale sito in Andria (BT) in Contrada Barba d'Angelo snc a mezzo di un contratto di locazione ad uso commerciale dell'immobile di proprietà del Fondo IRS fino alla data di vendita. La Soc. Andria Mongolfiera, a sua volta, ha sottoscritto contratti di affitto d'azienda con una pluralità di operatori economici per lo svolgimento di attività di esercizio commerciale, artigianale, di somministrazione di alimenti e bevande e di altre attività di servizio.

B) Dati di bilancio dell'emittente Andria Mongolfiera Srl

Dati patrimoniali	Dati prospettici al 31 dicembre 2016	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	1.352.650	1.362.264	1.370.685
2) partecipazioni	155	155	155
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	1.003.983	1.621.063	1.069.585
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	330.439	(1.210.482)	294.668
Inoltre per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
° capitale circolante lordo	1.284.495	1.298.261	1.066.140
° capitale circolante netto	280.512	(322.802)	(3.445)
° capitale fisso netto	60.611	55.556	296.688
° posizione finanziaria netta	280.512	(487.464)	(3.445)
Dati reddituali	Dati prospettici al 31 dicembre 2016	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato	1.914.886	1.575.822	2.124.132
2) margine operativo lordo	(522.651)	(400.458)	1.733.451
3) risultato operativo	(105.728)	(1.208.133)	(386.940)
4) saldo proventi/oneri finanziari	46	3.535	4.092
5) saldo proventi/oneri straordinari	341.478	(18.543)	13.342
6) risultato prima delle imposte	235.796	(1.223.141)	(369.506)
7) utile (perdita) netto	229.920	(1.310.481)	(369.506)
8) ammortamenti dell'esercizio	(16.925)	(39.248)	(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. ha svolto la propria attività all'interno del centro commerciale sito in Bologna in Via della Liberazione 15 a mezzo di un contratto di locazione ad uso commerciale dell'immobile di proprietà del Fondo IRS fino alla data di vendita. 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.

B) Dati di bilancio dell'emittente Minganti S.r.l. (i dati consuntivi al 31 dicembre 2016 saranno approvati entro il 30 aprile 2016, come previsto dagli accordi con l'acquirente della società)

Dati patrimoniali	Dati prospettici al 31 dicembre 2016	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	813.636	422.012	664.138
2) partecipazioni			0
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	509.363	324.026	436.373
5) indebitamento a medio/lungo termine			
6) patrimonio netto	303.848	97.669	227.382
Inoltre per le imprese diverse dalle società			
° capitale circolante lordo	813.211	421.271	548.955
° capitale circolante netto	303.848	97.245	112.582
° capitale fisso netto	0	0	114.329
° posizione finanziaria netta	303.848	97.245	112.582
Dati reddituali	Dati prospettici al 31 dicembre 2016	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato	121.099	155.320	367.844
2) margine operativo lordo	85.830	15.831	85.942
3) risultato operativo	8.772	(83.853)	(73.110)
4) saldo proventi/oneri finanziari	428	420	487
5) saldo proventi/oneri straordinari	170	(896)	6.592
6) risultato prima delle imposte	9.370	(84.329)	(66.031)
7) utile (perdita) netto	6.180	(150.681)	(66.031)
8) ammortamenti e svalutazioni dell'esercizio	-	(94.004)	(10.163)

Di seguito si rappresenta la movimentazione dell'esercizio 2016 del valore delle partecipazioni di controllo:

DESCRIZIONE PARTECIPAZIONI	Costo di acquisto della partecipazione	Costo di acquisto incrementato delle capitalizzazioni al 31/12/2015	Svalutazioni nette al 31/12/2015	Valore partecipazione al 31 dicembre 2015	Importi capitalizzati ad incremento partecipazioni anno 2016	Prezzo di vendita	Minusvalenza contabile al 31/12/2016	Risultato effettivo della vendita
ANDRIA MONGOLIFERA SRL	362.140	844.140	(844.140)	0	100.000	10.496,78	(89.503)	(933.643)
MINGANTI SRL	210.000	276.000	(178.331)	97.669	200.000	23.507,94	(274.161)	(452.492)
Totale complessivo	572.140	1.120.140	(1.022.471)	97.669	300.000	34.005	(363.664)	(1.386.135)

Nel primo semestre 2016 la partecipazione totalitaria in Andria ha avuto un incremento di valore a seguito della delibera del Cda della SGR - Fondo IRS - del 9 febbraio 2016 SGR che ha deliberato in merito al ripianamento della perdita della Società mediante un versamento di Euro 1.310.500 a totale copertura della perdita di bilancio e ricostituzione del capitale sociale pari a Euro 100.000.

Nello stesso CDA del 9 febbraio 2016 la SGR - per conto del Fondo IRS si è deliberato la ricapitalizzazione in favore della Minganti Srl mediante rinuncia parziale dei crediti derivanti dai contratti di locazione in essere con la Minganti stessa per l'importo di Euro 200.000.

In data 20 dicembre 2016, unitamente alla vendita del portafoglio immobiliare, il Fondo IRS ha realizzato la vendita delle quote interamente possedute in Andria Mongolifera Srl e in Minganti Srl. Il prezzo delle quote delle due Società è stato stabilito, tenuto conto della cessione dei crediti commerciali al Fondo, sulla base del patrimonio netto delle società risultanti da una situazione patrimoniale prospettica al 31 dicembre 2016, redatta in conformità ai principi contabili nazionali e rettificata per escludere i seguenti attivi: (i) beni immateriali, (ii) crediti IVA, (iii) crediti per fatture da emettere verso conduttori per rendimenti garantiti. Il prezzo delle quote, come sopra determinato, sarà soggetto ad eventuali aggiustamenti prezzo da calcolarsi in base al bilancio al 31 dicembre 2016 delle società, da approvare entro il 30 aprile 2017. I crediti IVA e gli eventuali crediti per canoni variabili che dovessero emergere dal bilancio approvato, determineranno, una volta incassati, pari aggiustamenti del prezzo delle partecipazioni a favore del venditore.

La cessione è avvenuta inoltre mantenendo in capo al fondo il diritto ad ottenere, in relazione ai contenziosi fiscali in capo alle società, il rimborso di tutte le somme versate all'erario (complessivamente Euro 1,37 milioni, pari al 100% delle maggiori imposte, sanzioni, interessi ed oneri di riscossione) che

siano oggetto di rimborso qualora non vi sia soccombenza delle stesse nei relativi gradi finali di giudizio. Parimenti il Fondo si è impegnato nel proseguimento del contenzioso a propria cura e spese.

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 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
-	68.900.000

Il portafoglio residuo del Fondo Invest Real Security alienato in data 20 dicembre 2016 risultava così composto:

- immobile cielo terra (centro commerciale), sito in Andria, Contrada Barba d'Angelo e quota rappresentativa del 100% del capitale sociale della società Andria Mongolfiera S.r.l. ceduta per un corrispettivo pari a Euro 8,8 milioni, oltre imposte di legge;
- immobile cielo terra (centro commerciale), sito in Bologna, Via della Liberazione, 15 e quota rappresentativa del 100% del capitale sociale della società Minganti S.r.l., ceduta per un corrispettivo pari a Euro 6,95 milioni, oltre imposte di legge;
- un immobile cielo terra sito in Rutigliano, Via Adelfia, ceduto per un corrispettivo pari a Euro 1,2 milioni, oltre imposte di legge;
- un immobile cielo terra sito in Cinisello Balsamo, Viale Fulvio Testi, 124, ceduto per un corrispettivo pari a Euro 0,95 milioni, oltre imposte di legge;
- un immobile cielo terra sito in Torino, Via Carlo Marocchetti, 11, ceduto per un corrispettivo pari a Euro 2,1 milioni, oltre imposte di legge.

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

Il Fondo IRS non detiene immobili alla data del 31 dicembre 2016 a seguito della vendita dell'intero patrimonio immobiliare avvenuta in data 20 dicembre 2016.

Si espone di seguito il Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo:

Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo - Beni immobili

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (dall'avvio operativo alla data della presente relazione)									
Cespiti disinvestiti	Quantità (mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Modena - Via Allegri	1.677	10-dic-04	2.906.712	3.380.000	26-giu-07	3.675.375	0	0	768.663
Trezzo sull'Adda (MI) - Via Giuseppe Mazzini	1.477	10-dic-04	2.355.439	2.940.000	26-giu-07	3.206.500	0	0	851.061
Milano - Via Minerbi	835	10-dic-04	1.904.397	2.010.000	26-giu-07	2.178.000	0	0	273.603
Milano - Via Val di Sole	681	10-dic-04	1.152.662	1.390.000	26-giu-07	1.512.500	0	0	359.838
Nembro (BG) - Via Roma	1.962	10-dic-04	2.906.712	3.330.000	26-giu-07	3.614.875	0	0	708.163
Milano - Via Varesina	532	10-dic-04	701.620	860.000	26-giu-07	937.750	0	0	236.130
Roma - Via Tempio del Cielo 1,3,5	5.979	27-giu-05	9.798.382	12.110.000	23-giu-10	14.772.337	0	0	4.973.955
Milano - Via Broletto 16	8.174	25-nov-03	37.469.973	39.900.000	18-nov-15	34.000.000	0	0	-3.469.973
Andria (BA) - Contrada Barba D'Angelo	12.129	16-feb-06	52.166.855	26.100.000	20-dic-16	8.800.000	0	0	-43.366.855
Bologna - Via della Liberazione 15	14.675	25-gen-06	51.635.869	20.500.000	20-dic-16	6.950.000	0	0	-44.685.869
Rutigliano - Via Adelfia snc	12.853	31-mar-08	12.369.101	2.900.000	20-dic-16	1.200.000	0	0	-11.169.101
Cinisello Balsamo (MI) - Viale Fulvio Testi 124	5.280	25-lug-05	7.610.622	5.400.000	20-dic-16	950.000	0	0	-6.660.622
Torino - Via Marocchetti 11	19.684	20-giu-05	18.012.822	14.000.000	20-dic-16	2.100.000	0	0	-15.912.822
			200.991.167	134.820.000		83.897.337	0	0	-117.093.830

Il valore corrispondente all'ultima valutazione degli immobili venduti nel corso del 2016 si riferisce alla data del 31 dicembre 2015.

Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo - Partecipazioni in società non quotate

Partecipazioni	Quantità	Costo storico	Ultima valutazione al 31/12/2015	Realizzo		Risultato dell'investimento
				Data	Ricavo di vendita	
partecipazione in Andria Mongolfiera srl	100%	944.140	-	20/12/2016	10.497	-933.643
partecipazione in Minganti srl	100%	476.000	97.669	20/12/2016	23.508	-452.492

II.5 Crediti

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

II.6 Depositi Bancari

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

II.7 Altri beni

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

II.8 Posizione netta di liquidità

Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
23.087.744	19.706.600

La voce, interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile", è relativa alla disponibilità liquida in giacenza sul conto corrente bancario acceso presso I.C.B.P.I. S.p.A. quale depositario del Fondo. Si evidenzia che il consistente incremento delle liquidità (pari a Euro 3.381.144), rispetto al 31 dicembre 2015, è principalmente imputabile alla vendita totale del patrimonio immobiliare per l'importo di Euro 20.000.000, al netto del rimborso parziale quote avvenuto nei mesi di marzo e settembre 2016 per un valore complessivo di Euro 13.998.480.

II.9 Altre attività

Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
1.380.616	1.936.682

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata:

Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
Ratei e risconti attivi		7.697
Crediti verso clienti	779.390	1.770.657
Altre	601.226	158.328
<i>credito verso Investire Sgr SpA</i>	<i>554.428</i>	<i>145.347</i>
<i>credito verso erario per imposte</i>	<i>2.954</i>	<i>2.954</i>
<i>credito IVA</i>	<i>39.627</i>	<i>5.749</i>
<i>crediti verso erario per contenziosi fiscali vs società Andria e Minganti</i>	<i>1.376.256</i>	
<i>fondo svalutaz.Crediti verso erario per contenz.fiscali vs soc.Andria e Minganti</i>	<i>-1.376.256</i>	
<i>depositi cauzionali fornitori</i>	<i>4.217</i>	<i>4.277</i>
Totale	1.380.617	1.936.682

I crediti verso SGR sono relativi al conguaglio commissioni per l'anno 2016, che sarà corrisposto nel mese di marzo.

I crediti verso Erario per contenziosi fiscali derivano dal pagamento del 100% delle maggiori imposte, sanzioni, interessi ed oneri di riscossione relativi agli avvisi di accertamento a carico delle società partecipate. Come già anticipato, in sede di cessione delle partecipazioni societarie, il Fondo ha mantenuto (i) il diritto ad ottenere dalle società cedute, il pagamento di tutte le somme che dovessero essere rimborsate qualora non vi sia soccombenza nei relativi gradi finali di giudizio; (ii) a procedere nel contenzioso a propria cura e spese. Avverso tali contenziosi la SGR per conto del Fondo IRS ha dato incarico di assistenza legale e giudiziale per il proseguimento del contenzioso in relazione alle annualità accer-

tate per i diversi gradi di giudizio. In considerazione degli esiti ancora incerti derivanti dalcontenzioso, tali crediti sono stati prudenzialmente svalutati.

I crediti verso clienti sono dettagliati come segue:

Dettaglio crediti verso clienti

Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
Crediti verso clienti	1.059.129	412.934
Debiti per note di credito al netto delle fatture da emettere	-188.737	1.577.634
Fondo svalutazione crediti	-91.002	-219.911
TOTALE	779.390	1.770.657

I crediti verso clienti includono i crediti commerciali delle società partecipate che sono stati oggetto, in data 16 dicembre 2016, di cessione al Fondo al prezzo complessivo di Euro 605.440, corrispondente al presumibile valore di realizzo; alla data del 31 dicembre 2016 il saldo dei suddetti crediti, a seguito dei successivi incassi, ammonta a Euro 558.290.

I crediti verso i locatari pari a Euro 453.689 (esclusi i crediti derivante da cessione) sono stati prudenzialmente svalutati per tenere conto dei rischi connessi all'incasso degli stessi. Le variazioni intervenute nel fondo svalutazione crediti sono indicate nella seguente tabella:

Fondo svalutazione crediti	Importo
Saldo al 31/12/2015	219.911
Accantonamento del periodo	38.711
Utilizzo dell'esercizio 2016 per rilascio accantonamenti precedenti	-167.620
Saldo al 31/12/2016	91.002

La variazione netta del Fondo svalutazione pari a Euro 128.909 è determinata in diminuzione (per Euro 167.620) dal rilascio di precedenti accantonamenti a seguito delle transazioni commerciali avvenute nel 2016 a seguito delle quali il credito è stato oggetto di sconto e dilazionato della parte residua mediante piani di rientro parzialmente garantiti e in aumento dall'accantonamento del periodo a fronte di probabili rischi di insolvenza (per Euro 38.711).

Sezione III - Le passività

III.5 Altre passività

Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
717.431	2.906.231

La voce si compone delle seguenti sottovoci:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	0	0
M2.	Debiti di imposta	2.947	139
M3.	Ratei e risconti passivi		114.825
M4.	Debiti verso altri	708.263	2.711.563
M5.	Debiti per depositi cauzionali su locazioni	6.221	79.704
	Totale	717.431	2.906.231

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

Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
Debiti verso fornitori	98.219	131.898
Fatture da ricevere al netto delle note di credito	450.526	1.332.665
Ritenute a garanzia sul SAL	37.173	37.173
Altri debiti	22.184	139
Fondo rischi ed oneri	100.161	1.210.500
Totale	708.263	2.711.563

Il Fondo per rischi ed oneri fu stanziato nell'esercizio precedente per l'importo di Euro 1.210.500 a copertura della perdita dell'esercizio 2015 della Società Andria Mongolfiera S.r.l., principalmente a fronte del contenzioso fiscale ed è stato utilizzato per l'intero importo nell'anno 2016, a seguito del pagamento integrale delle somme richieste dall'erario ed in pendenza di giudizio. Alla data della presente Relazione il fondo rischi ed oneri accoglie lo stanziamento di Euro 100.161 per gli oneri stimati per l'assistenza legale e giudiziale nel proseguimento dei contenziosi fiscali di Andria e Minganti.

Si riporta di seguito il dettaglio delle fatture da ricevere alla data del 31 dicembre 2016:

Descrizione	31/12/2016	31/12/2015
Manutenzione ordinaria e straordinaria	164.626	829.621
Consulenze legali e notarili	14.239	22.784
Spese di funzionamento e condominiali	34.431	75.248
Spese per esperti indipendenti		33.257
Pubblicità e promozioni		2.970
Compensi società di revisione	7.150	7.150
Borsa italiana		7.686
Specialist di borsa	12.500	12.500
Prestazioni e consulenze e intermediazioni	192.860	340.000
Altre consulenze	24.127	1.450
Oneri fiscali e tributari su immobili	594	
Totale	450.526	1.332.666

Gli importi accantonati per manutenzioni straordinaria si riferiscono ai lavori eseguiti sugli immobili prima dell'avvenuta vendita per interventi manutentivi e di monitoraggio dei requisiti edilizi ed impiantistici.

Gli importi accantonati per consulenze ed intermediazione si riferiscono al compenso spettante all'advisor che ha curato il processo competitivo che ha portato alla dismissione degli immobili.

I debiti per depositi cauzionali ricevuti dai conduttori, sono stati interamente versati all'acquirente subentrato nei contratti di locazione degli immobili venduti nel mese di dicembre 2016.

Sezione IV - Il valore complessivo netto

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

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

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (29 SETTEMBRE 2003) FINO AL 31 DICEMBRE 2016

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31 dicembre 2016, è risultato pari ad Euro 23.750.929 con una variazione in diminuzione di Euro 63.983.791 rispetto al 31 dicembre 2016 come descritto nella seguente tabella.

	Quote Versate	Quote rimborsate	Risultati cumulati	Utili distribuiti	Totale Complessivo
Saldo al 31/12/2015	141.000.000	(1.410.000)	(30.159.327)	(21.695.953)	87.734.720
Nuove sottoscrizioni					-
Rimborso quote		(13.998.480)			(13.998.480)
Distribuzione dividendi					-
Risultato dell'esercizio			(49.985.311)		(49.985.311)
Saldo al 31/12/2016	141.000.000	(15.408.480)	(80.144.638)	(21.695.953)	23.750.929

Il valore complessivo netto dalla sottoscrizione del Fondo al 31 dicembre 2016 si riassume secondo lo schema della seguente tabella:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	141.000.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	141.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-1.022.471	-0,73%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	1.356.646	0,96%
B. Risultato complessivo gestione immobili	-34.256.781	-24,30%
C. Risultato complessivo gestione dei crediti		
D. Interessi attivi proventi assimilati su depositi bancari		
E. Risultato complessivo gestione altri beni		
F. Risultato complessivo gestione cambi		
G. Risultato complessivo altre operazioni di gestione	785.091	0,56%
H. Oneri finanziari complessivi	-12.673.100	-8,99%
I. Oneri di gestione complessivi	-34.916.738	-24,76%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	761.505	0,54%
M. Imposte complessive	-178.791	-0,13%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	-15.408.480	-10,93%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-21.695.952	-15,39%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	-79.965.848	-56,71%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2016	23.750.929	16,84%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE		-7,79%

Si ritiene opportuno precisare che il Tasso Interno di Rendimento (TIR) risultante dal prospetto è stato calcolato, come disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive modifiche. Pertanto questo rappresenta il tasso di interesse composto annuale dalla data dell'inizio dell'operatività fino al 31 dicembre 2016, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati dai versamenti effettivi, dagli eventuali proventi distribuiti, dagli eventuali rimborsi parziali delle quote e considerando l'ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote del NAV contabile al 31 dicembre 2016.

Sezione V - Altri dati patrimoniali

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

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

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

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

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

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

V.5 Ammontare e specifica delle garanzie ricevute

Alla data della presente Relazione non sussistono garanzie ricevute.

V.6 Ipoteche sugli immobili

Alla data della presente Relazione non risultano ipoteche iscritte.

PARTE C – Il Risultato Economico del periodo

Sezione I - Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/Perdita da realizzazioni	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate:				
1. Di controllo	(363.664)			
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				

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

Sezione II - Beni immobili

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

Descrizione	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri	Non allocati su Immobile
1. Proventi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
1.1 Canoni di locazione non finanziaria	0,00	2.474.368,07	0,00	0,00	111.783,68	0,00
1.2 Indennizzo Retrocessione Canoni Locazione	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
1.3 Altri proventi	0,00	27.785,38	0,00	0,00	14.913,33	0,00
2 UTILE/PERDITA DA REALIZZI	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
2.1 Beni immobili	0,00	-30.850.000,00	0,00	0,00	-18.050.000,00	0,00
2.2 Diritti reali immobiliari	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
3.1 Beni immobili	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3.2 Diritti reali immobiliari	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	0,00	-1.584.293,13	0,00	0,00	-592.292,00	-6.893,53
5. AMMORTAMENTI	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
6. Imposta Comunale sugli Immobili	0,00	-245.505,39	0,00	0,00	-139.263,61	0,00

Gli oneri per la gestione di beni immobili includono l'Imposta Municipale Unica, pari a Euro 359.818 e l'Imposta TASI pari a Euro 24.951, introdotta dalla Legge 147/2013 (legge di stabilità 2014).

Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

Sezione IV - Depositi bancari

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

Sezione V – Altri beni

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

Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

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

Per consentire il completamento della procedura di liquidazione nei termini previsti dal regolamento di gestione, nell'interesse e a beneficio dei partecipanti che alla data del 31 dicembre 2016 risultino avere diritto ai rimborsi derivanti dalla liquidazione medesima, la SGR assumerà in proprio, per il periodo necessario, la gestione delle poste contabili del Fondo, connesse alla gestione ordinaria dello stesso, che risulteranno residue alla data di approvazione del rendiconto finale di liquidazione.

Delle modalità e dei termini di gestione di dette poste contabili verrà data ampia e dettagliata informativa nel rendiconto finale di liquidazione.

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 finanziamenti	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamenti
1) Provvigioni di gestione - provvigioni di base	209	0,37%	0,85%		0	0,00%	0,00%	
2) COSTI RICORRENTI degli OICR in cui il Fondo investe					0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	44	0,08%	0,18%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	23	0,04%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo			0,00%		0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	13	0,02%	0,05%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	2.376	4,26%	9,71%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	96	0,17%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	33	0,06%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	988	1,77%			0	0,00%		
COSTI RICORRENTI TOTALI	3.782	6,78%			0	0,00%		
11) Provvigioni di incentivo								
12) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
di cui:								
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0							
13) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	0			0,00%	0	0,00%		0,00%
14) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
TOTALE SPESE	3.782	6,78%			0	0,00%		

(*) Calcolato come media del periodo

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

Compenso della società di gestione

La provvigione di gestione è calcolata, come previsto dal testo regolamentare, sul valore complessivo netto del Fondo, rettificato delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni detenute in società immobiliari rispetto al loro valore di acquisizione, quale risulta dall'ultima relazione di gestione e dalla relazione semestrale predisposti prima dell'attribuzione della provvigione di gestione, salvo conguaglio *pro rata temporis* in relazione al valore complessivo netto del fondo evidenziato nella relazione di gestione predisposta alla fine dell'esercizio. Si precisa inoltre che l'investimento in strumenti finanziari rappresentati da OICR collegati, ovvero gestiti dalla stessa SGR, non viene considerato ai fini del calcolo delle suddette provvigioni.

Detto compenso viene prelevato dalle disponibilità del Fondo, con cadenza trimestrale, il primo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare. Si segnala che in data 27 febbraio 2015, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato di procedere, a partire dall'esercizio 2015, ad una riduzione delle commissioni di gestione del Fondo del 50%; più in particolare la commissione pari all'1,6% del NAV è stata ridotta allo 0,8% con efficacia 1° gennaio 2015.

Compenso Depositario

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

Spese di revisione del Fondo

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

Compenso spettante agli Esperti Indipendenti

Il valore esposto si riferisce agli oneri per gli Esperti Indipendenti per la valutazione semestrale prevista dalla vigente normativa effettuata al 30 giugno 2016.

Oneri di gestione degli immobili

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

Descrizione	Importo	
	Anno 2016	Anno 2015
Spese condominiali	864.529	682.761,00
Spese di funzionamento	92.405	106.492,00
Manutenzioni	660.019	299.649,00
Assicurazioni	81.927	57.613,00
Altri costi immobiliari	3.087	18.112,00
Spese consulenza su immobili	13.208	
Imposta di registro	92.204	67.160,00
Commissioni di intermediazione immobiliare	184.223	341.280,00
Interessi su depositi cauzionali	105	3.349,00
Imposta IMU e TASI	384.769	548.236,00
Totale	2.376.476	2.124.652

Spese legali e giudiziarie

La voce esposta fa riferimento a spese legali sostenute per l'assistenza prestata al Fondo per Euro 95.894 relativamente alle attività di assistenza legale e contrattuale inerente la dismissione immobiliare e per le attività finalizzate al recupero dei crediti verso i conduttori morosi.

Spese di pubblicazione del valore della quota

La voce esposta si riferisce ai costi sostenuti per la pubblicazione dei prospetti informativi pari a Euro 32.811.

Altri oneri gravanti sul Fondo

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

Descrizione	Importo	
	Anno 2016	Anno 2015
Consulenze notarili	4.419	131
Borsa Italiana	-	15.372
Pubblicità e promozioni	11.026	430
Specialist Borsa	25.000	25.000
Accantonamenti diversi	857.428	1.210.500
Oneri bancari e altri oneri	1.191	1.165
Contributi Consob	2.100	3.880
Altre prestazioni e consulenze	13.028	
Svalutazione clienti	73.515	234.864
Totale	987.707	1.491.473

L'importo più rilevante è iscritto nella voce accantonamenti e svalutazioni per Euro 857.428 che accoglie gli oneri connessi ai contenziosi fiscali gravanti sulle partecipate Andria Mongolfiera srl e Minganti Srl. Si rimanda a quanto illustrato in precedenza in relazione agli accordi perfezionati in sede di compravendita delle partecipazioni circa il proseguimento a cura e spese del Fondo dei diversi gradi di giudizio dei contenziosi in corso.

Si precisa che l'importo di spesa relativo alle attività a carico del Fondo connesse a Borsa Italiana sono state riclassificate nella presente Relazione nella voce spese per prospetti e informativa al pubblico.

VII.2. Provvigioni di incentivo

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

VII.3 Remunerazioni

Investire SGR, anche quale controllata della Capogruppo Banca Finnat Euramerica, persegue una accorta politica retributiva, finalizzata a mantenere su livelli sostenibili gli emolumenti corrisposti al personale e ciò: (a) in vista di un contenimento generale dei costi a beneficio della redditività aziendale e del conseguente incremento dell'utile da destinare agli azionisti; (b) allo scopo di assicurare coerenza con la strategia, gli obiettivi ed i valori aziendali, gli interessi del gestore e dei FIA gestiti o degli investitori di tali fondi, nonché la prevenzione di possibili conflitti di interesse.

I principi ai quali Investire si ispira sono: l'equità, l'attenzione al rischio e alla *compliance*, la prudenza, la valorizzazione del merito; principi, questi, applicati a tutto il Gruppo e che si riflettono a livello di ciascuna area di business su tutti i collaboratori, fatte salve le relative specificità retributive.

Investire SGR, quale gestore di FIA, si è conformata nei tempi previsti alle prescrizioni del Regolamento congiunto Banca d'Italia Consob (Parte 5 Titolo III allegato 2), emanando ed aggiornando periodicamente un'appropriata policy "Politiche di remunerazione e incentivazione a favore dei membri del Consiglio di Amministrazione, dei dipendenti e dei collaboratori della SGR", che viene sottoposta:

- ai controlli delle funzioni Compliance e Risk Management
- all'approvazione del Comitato Nomine e Remunerazioni
- all'approvazione del Consiglio di Amministrazione e dell'Assemblea dei soci.

Al 31 dicembre 2016 il personale della SGR è composto da n. 139 unità, che nell'esercizio hanno percepito una retribuzione lorda complessiva pari ad euro 9.141.254,30, di cui euro 8.291.590,30 di retribuzione fissa ed euro 849.666,64 di retribuzione variabile.

La retribuzione lorda annua complessiva corrisposta nell'esercizio 2016 all'alta dirigenza è pari a 982.925,85 euro, mentre la retribuzione lorda annua complessiva del personale il cui operato impatta in misura significativa sul profilo di rischio dei FIA gestiti è di euro 2.809.857,05.

La retribuzione fissa lorda corrisposta nell'esercizio 2016 al personale coinvolto nella gestione attività dei FIA gestiti è pari a 3.686.264,62 euro, mentre la componente variabile relativa all'esercizio 2016 corrisposta al medesimo personale è di 471.999,98 euro.

Sono attribuibili al FIA n.ro 4 risorse, la cui retribuzione lorda annua complessiva può essere attribuita al FIA nella misura del 52%.

Il FIA non ha corrisposto *carried interest*.

Sezione VIII - Altri ricavi e oneri

L. Altri ricavi e oneri

La voce comprende i valori meglio dettagliati nel prospetto successivo.

Voce	Descrizione	2016	2015
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	0	7.325
L2.	Altri ricavi		
	- Sopravvenienze attive	323.002	54.941
	- Proventi finanziari diversi		488
	- Rimborsi assicurativi	127.700	178.356
L3.	Altri oneri		
	- Sopravvenienze passive	-19.486	-14.574
	Totale	431.216	226.535

Tra gli importi più rilevanti iscritti nella voce altri ricavi si evidenziano le sopravvenienze attive rappresentate principalmente da accertata insussistenza di debiti relativi agli anni precedenti e dal rilascio di precedenti accantonamenti a fondo svalutazione per avvenuto incasso dei crediti e i proventi da risarcimento assicurativo a indennizzo dei sinistri sugli immobili venduti (Torino Via Marocchetti e Bari - Andria).

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

Sezione IX – Imposte

Tale voce non risulta movimentata.

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

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

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

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

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

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

- Stato o ente pubblico;
- Organismi d'investimento collettivo di risparmio;
- Forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria;
- Imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche;
- Intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- Soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni, sempreché assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;

- Enti privati residenti in Italia che perseguano esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lett. c-bis) del D.Lgs. n. 153/1999, nonché società residenti in Italia che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche;
- Veicoli costituiti in forma societaria o contrattualmente partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle lettere precedenti.

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

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

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

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

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

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

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

PARTE D – Altre informazioni

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

Si segnala che:

- la SGR nell'ambito dell'attività di gestione del fondo non ha effettuato operazioni immobiliari con soci della SGR, con soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o società facenti parte del gruppo della SGR;
- non si è reso necessario alcun prestito per i rimborsi parziali di quote finora effettuati;
- ex art. 106 del Regolamento Delegato UE 231/2013 si rappresenta che il presente documento riporta le informazioni attinenti alla gestione del fondo e alle modifiche intervenute nelle informazioni fornite agli investitori nel pregresso tramite applicazione e rispetto dei principi e norme contabili vigenti e che il fondo ha adottato. Gli eventi e le rappresentazioni numeriche sono corredati da informazioni supplementari qualora la rappresentazione numerica non sia sufficiente a descrivere l'evento o la modifica di informazioni pregresse in possesso degli investitori.

- nel corso dell'esercizio non sono intervenuti ulteriori cambiamenti rilevanti ai sensi dell'art. 106 del Regolamento Delegato UE 231/2013 rispetto a quanto già indicato in relazione;
- non sono state poste in essere operazioni di copertura per rischi in portafoglio aggiuntivi o diversi da quelli eventualmente già descritti nel documento;
- relativamente alle operazioni di conferimento, acquisto o cessione di beni, ampia informativa è stata fornita nel documento;
- non sono presenti accordi di esclusiva di svolgimento dell'attività di property e di facility management: il Fondo non ha corrisposto alla SGR importi diversi dalle commissioni previste dal Regolamento;
- non sono attivi contratti con Prime Broker;
- non sono presenti nel Fondo asset illiquidi o attivate modalità di gestione della liquidità tipo *sidepocket*;
- per l'attività di investimento, il fondo non si è avvalso di consulenti.

Roma, 28 febbraio 2017

**Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino**

Relazione della Società di Revisione

NON ANCORA DISPONIBILE