

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2013 DEL

FONDO OBELISCO

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO

INDICE

ORGANI SOCIALI	3
NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2013	4
Premessa	4
Andamento del valore della quota	4
Andamento del mercato	5
Attività di gestione e politiche di investimento	10
Eventi rilevanti verificatisi nel semestre	12
Linee strategiche per l'attività futura	13
Andamento del Fondo	14
Fatti di rilievo avvenuti successivamente al 30 giugno 2013	14
Commento alle voci della Situazione Patrimoniale	14
SITUAZIONE PATRIMONIALE	18
ESTRATTO DELLA RELAZIONE DELL'ESPERTO INDIPENDENTE	19

ORGANI SOCIALI

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

<i>Presidente</i>	Arturo Nattino
<i>Amministratore Delegato</i>	Dario Valentino
<i>Consiglieri</i>	Angelo Nattino Ermanno Boffa Massimo Violati Marco Tofanelli

COLLEGIO SINDACALE

<i>Presidente</i>	Mario Sica
<i>Sindaci effettivi</i>	Alessandro De' Micheli Maria Sole Vizzini
<i>Sindaci supplenti</i>	Ernesto De Sanctis Antonio Staffa

SOCIETÀ DI REVISIONE

Reconta Ernst & Young SpA

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2013

PREMESSA

La Relazione semestrale, redatta ai sensi dell'art. 2 del Regolamento approvato con Decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 modificato dal D.M. n.256 del 14 ottobre 2005 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 295 del 20 dicembre 2005, è stata predisposta sulla base dei criteri di valutazione dettati dal Titolo V, Capitolo IV sez. I e II del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia l'8 maggio 2012.

I prospetti relativi alla situazione patrimoniale sono stati redatti in unità di Euro.

I titoli rappresentativi delle quote del Fondo sono stati emessi il 29 dicembre 2005, data del richiamo degli impegni, in regime di dematerializzazione ed in gestione accentrata presso Monte Titoli S.p.A.

Si ricorda inoltre che, con provvedimento del 1° giugno 2006 della Borsa Italiana S.p.A., le quote del Fondo sono state ammesse alla negoziazione sul Mercato Telematico Azionario (MTA), segmento Mercato Telematico Fondi (MTF), con inizio delle negoziazioni in data 14 giugno 2006.

Il portafoglio immobiliare del Fondo, interamente acquistato in fase di avvio dello stesso, è costituito da immobili destinati in prevalenza ad uffici e logistica.

1. ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Il Fondo comune di investimento immobiliare chiuso denominato Obelisco, istituito in data 28 aprile 2005 da Investire Immobiliare SGR S.p.A. e rivolto sia al pubblico indistinto sia ad investitori qualificati, ammonta a 172 milioni di Euro ed è suddiviso in 68.800 quote del valore nominale di 2.500 Euro ciascuna.

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

La tabella seguente evidenzia le variazioni del NAV dalla data di richiamo degli impegni:

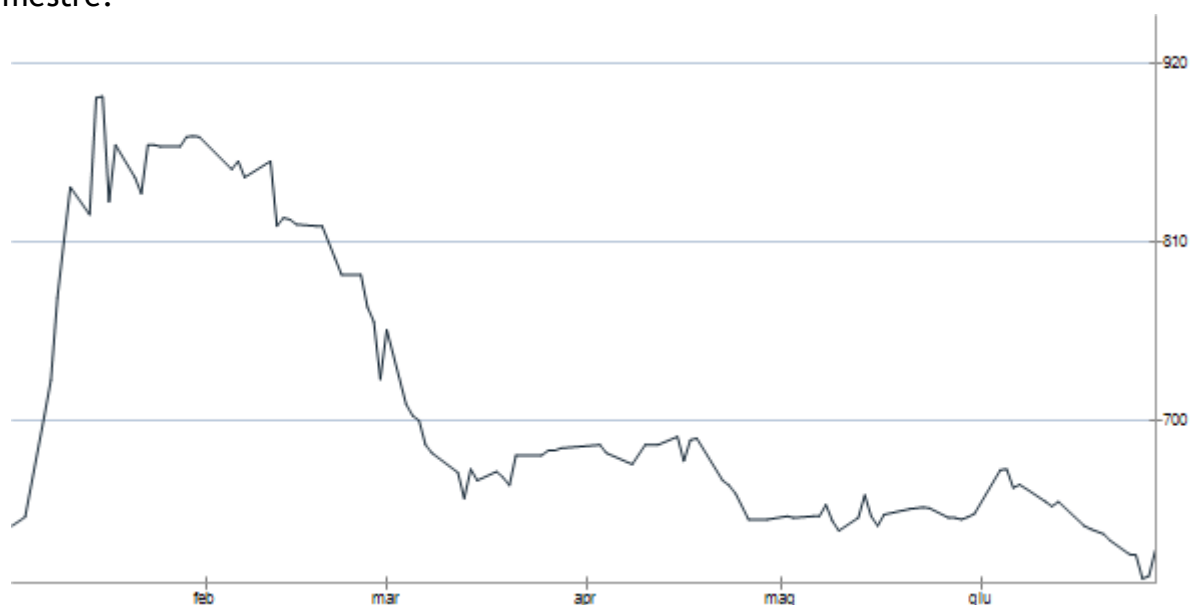
	Valore del Fondo	N.quote	Valore unitario
Data di avvio (29.12.2005)	172.000.000	68.800	2.500,000
Rendiconto annuale al 31.12.2005	171.962.721	68.800	2.499,458
Rendiconto annuale al 31.12.2006	199.641.824	68.800	2.901,771
Rendiconto annuale al 31.12.2007	190.059.436	68.800	2.762,492
Rendiconto annuale al 31.12.2008	172.394.941	68.800	2.505,740
Rendiconto annuale al 31.12.2009	155.980.716	68.800	2.267,162
Rendiconto annuale al 31.12.2010	158.000.100	68.800	2.296,513
Rendiconto annuale al 31.12.2011	141.529.761	68.800	2.057,119
Rendiconto annuale al 31.12.2012	131.653.819	68.800	1.913,573
Relazione semestrale al 30.6.2013	129.000.673	68.800	1.875,010

Come noto, le quote del Fondo sono state ammesse alla negoziazione presso la Borsa Italiana S.p.A., sul Mercato Telematico Azionario (MTA), segmento Mercato Telematico Fondi (MTF), a far data dal 14 giugno 2006.

Il ruolo di *specialist*, sostegno della liquidità delle quote del Fondo, è svolto da Banca Finnat Euramerica.

Il prezzo di Borsa alla data del 30 giugno 2013 è di Euro 620 per quota, mentre la chiusura del 2012 è stata di Euro 632. Come noto, l'ultimo biennio è stato segnato da momenti di forte difficoltà. Il mercato borsistico dei titoli immobiliari, che aveva sempre fatto meglio rispetto a quello mobiliare, ha iniziato a scontare in modo deciso una possibile recessione. Va comunque ricordato che il valore di quotazione è condizionato sia dall'andamento del segmento specifico in cui il titolo è quotato sia dal numero delle contrattazioni, a sua volta influenzato dalla specifica tipologia del fondo.

Qui di seguito un grafico che rappresenta l'andamento della quota in Borsa nel semestre.



2. ANDAMENTO DEL MERCATO

Il mercato immobiliare italiano

Il mercato immobiliare italiano, nel primo trimestre del 2013, sembra ancora non avere esaurito il potenziale recessivo. Il solo parziale adeguamento dei valori alle mutate condizioni di contesto, non rappresenta la sola componente a cui si deve fare riferimento per trovare le ragioni del progressivo arretramento dei livelli di attività registrato negli ultimi anni. Le non facili prospettive di crescita e la difficoltà nell'esprimere una politica economica coerente, incidono negativamente sulla fiducia delle *corporate*. La definizione di un assetto istituzionale credibile rappresenta il passaggio obbligato affinché l'interesse degli investitori opportunistici stranieri possa finalmente concretizzarsi, dato l'attendismo di gran parte della domanda potenziale.

Il protrarsi di questo quadro rappresenterebbe lo scenario peggiore per istituzioni e veicoli che si trovano nelle condizioni di dover dismettere. Banche, amministrazioni

pubbliche e fondi immobiliari sono oggi alle prese con immobilizzazioni illiquide, a fronte di vincoli temporali di realizzo molto spesso stringenti. L'ampliamento delle dimensioni del mercato risulta, a tal proposito, l'unico elemento di possibile salvaguardia per un sistema che altrimenti rischia, nei prossimi anni, di veder significativamente crescere il numero di *default*. Se il miglioramento delle condizioni di contesto risulta delegato a fattori esogeni all'industria immobiliare, non altrettanto si può dire per quanto riguarda le scelte di *pricing* effettuate dagli operatori. L'elevato livello di immobili sfitti insieme all'orientamento prevalente della domanda verso il segmento *prime* di mercato, sono fattori che sempre più spesso non trovano riscontro nella definizione del valore degli *asset*. Il riferimento a *benchmark* incoerenti è il principale elemento alla base della discrasia tra valori di bilancio e disponibilità della domanda da cui scaturisce, inevitabilmente, l'esigua dimensione del mercato attuale. L'individuazione del repricing quale imprescindibile elemento di riattivazione non deve ritenersi unicamente limitata al settore *corporate*. Anche il mercato residenziale sconta, infatti, un divario di percezione tuttora significativo. Il calo tendenziale delle quotazioni rilevato nelle 13 città intermedie appartenenti al campione Nomisma è risultato di gran lunga il più intenso dall'inizio della crisi ad oggi, ricalcando per omogeneità e consistenza l'andamento registrato sul finire del 2012 in corrispondenza delle aree urbane di maggiori dimensioni.

Nonostante il quadro recessivo e la continua erosione del reddito disponibile delle famiglie, l'interesse per l'acquisto immobiliare risulta più che doppio rispetto agli attuali livelli di attività e, comunque, in linea con quello registrato in situazioni meno drammatiche dell'attuale. Si tratta di manifestazioni di interesse che tradiscono, tuttavia, una sostanziale dipendenza da credito, che coniuga la fragilità odierna e l'aspettativa, almeno per i nuclei più giovani, di un miglioramento delle condizioni reddituali future. È, dunque, dal settore bancario, prima ancora che dal *repricing*, che dipendono le possibilità di rilancio a medio termine del mercato immobiliare al dettaglio. Il consolidamento dei segnali di attenuazione della spinta recessiva registrati nei primi due mesi dell'anno rappresenta, in prospettiva, un passaggio imprescindibile, anche se è di tutta evidenza che su questo fronte non è lecito attendersi il ritorno ad una stagione di eccessi il cui lascito, ancora oggi, rappresenta il principale elemento alla base della diffidenza del sistema creditizio. I prezzi medi degli immobili hanno continuato la contrazione confermando il calo su base annua del 4%.

Le contrazioni dei prezzi degli immobili sono di entità decisamente più contenuta rispetto alla diminuzione delle transazioni: ciò evidenzia la persistente rigidità da parte dei proprietari ad adeguare i valori alle esigenze della domanda, generando una discrasia che rappresenta un ulteriore ostacolo alla dinamicità del mercato.

Il mercato immobiliare italiano - terziario

In Italia, secondo i dati riportati da Agenzia del Territorio, le compravendite di uffici hanno proseguito il *trend* in diminuzione. Si rileva una diminuzione del 26,1% rispetto al 2011, dove il numero di transazioni effettuate era 14.085, mentre il numero rilevato nel 2012 è di 10.402. L'area del Sud è quella che ha perso la quota maggiore di mercato, -29,7%, segue l'area del Centro e del Nord Ovest (32% del mercato nazionale) in flessione rispettivamente del -28,7% e -26,6%, le Isole segna-

no un calo del -24,9% e infine l'area del Nord Est, dove si realizza il 27% circa del mercato nazionale, mostra il calo relativamente più contenuto: -21,7%.

I volumi di compravendite degli uffici sono stati maggiormente concentrati nei comuni non capoluogo, nei quali si trova, a livello nazionale, il 52% delle unità immobiliari compravendute nel 2012, confermando la distribuzione del mercato verificatasi nel 2011. Una quota maggiore di compravendite nei comuni non capoluogo si verifica in tutte le aree, ad eccezione del Centro dove il mercato degli uffici nei capoluoghi raggiunge il 55,5%. La flessione generale delle transazioni registrata in questo mercato nel 2012 è simile per i comuni capoluogo e comuni minori che perdono circa il 26%.

Il mercato immobiliare terziario in Italia continua comunque ad essere rappresentato dai mercati di Milano e Roma. È proseguita, durante tutto il 2012, la debole congiuntura del mercato immobiliare espressa da una lieve contrazione dei valori, dei tempi di vendita e di locazione e dello sconto praticato sul prezzo richiesto. Si acquiscono i segnali che evidenziano il permanere di una situazione di difficoltà riconducibile al calo della domanda, alle esigue quantità che transitano sul mercato, ad un'offerta che non è disposta a ridimensionare le aspettative di ritorno sul capitale investito.

Il mercato immobiliare italiano - logistica

Nel quarto trimestre 2012 l'attività del mercato immobiliare della logistica è diminuita in modo significativo, del 25%, rispetto al trimestre precedente. L'assorbimento totale registrato nel 2012 ha totalizzato circa 655.000 mq, una contrazione del 23% rispetto al 2011. La domanda continua ad essere guidata da aziende che cercano di ampliare e migliorare lo spazio occupato, prevalentemente appartenenti al settore della distribuzione on-line.

Nel primo trimestre del 2013 il totale assorbito ha di poco superato i 110.000 mq, corrispondente ad un calo di oltre il 60% rispetto allo stesso periodo del 2012, ma in aumento del 19% rispetto all'ultimo trimestre del 2012.

In Lombardia è stato locato il 27,2% dello spazio totale con oltre 25.000 mq transati nella provincia di Milano, seguita dal Veneto con il 26% e dall'Emilia Romagna con il 24%.

Il *cost savings* si conferma il *driver* principale per gli utilizzatori, che tendono a razionalizzare gli spazi occupati per ottenere una maggiore efficienza dalla propria attività. Cresce anche la componente di nuova domanda legata ai nuovi canali distributivi dell'e-commerce.

Il mercato immobiliare di Roma - uffici

L'assorbimento nei primi tre mesi dell'anno ha sfiorato i 44.500 mq, un aumento del 135% rispetto al trimestre precedente. Rispetto al passato, è stato maggiore il numero di transazioni che ha coinvolto unità di medie dimensioni, concentrate tra la zona centrale e quella dell'EUR. Nello specifico, sono state registrate locazioni per unità medie (1.000-9.999 mq) per circa 14.000 mq, il 46% in termini di unità sul totale delle unità assorbite nel trimestre.

Relativamente alla distribuzione geografica, l'83% dell'assorbimento totale nei primi tre mesi dell'anno si è concentrato nella zona EUR, in aumento rispetto all'ulti-

mo trimestre 2012. A contribuire in modo significativo al risultato trimestrale, un'unica transazione, con utilizzatore la provincia di Roma, che pesa oltre il 60% sull'assorbimento totale.

Prosegue in crescita il *trend* delle rinegoziazioni e anche nel primo trimestre ha contribuito ad una contrazione dell'assorbimento per almeno 10.000 mq. Il *trend* è previsto in crescita anche nei prossimi mesi. Oggi i *driver* principali della domanda si confermano il miglioramento qualitativo, la razionalizzazione e/o consolidamento degli spazi occupati in sedi differenti. In alcuni casi, le società, non trovando disponibili spazi adeguati alle loro rinnovate esigenze, si accordano con le proprietà per avviare ristrutturazioni dell'immobile occupato. Questa è una tendenza emergente tra le società che occupano uffici nel centro cittadino, un mercato dove iniziano a rilevarsi diversi interventi di ristrutturazione.

Il *vacancy rate* nel trimestre è rimasto stabile sul livello dell'8,2%: il rilascio di spazi registrato nella zona sud di Roma non è sufficiente per incidere sul livello complessivo di *vacancy*.

I canoni *prime* sono rimasti stabili anche nel primo trimestre dell'anno, sul livello di Euro 410 mq anno, così come il canone medio, fermo sul valore di 260 Euro/mq anno. Il canone *prime* è rimasto in linea con quello del trimestre scorso anche nelle altre zone di mercato, con le aree *core* dell'EUR a cui corrisponde un canone di 320 Euro/mq/anno. La zona a sud di Roma si conferma la più dinamica e, oltre alla Provincia di Roma, sono state registrate due altre transazioni di unità di dimensione superiore ai 2.000 mq, per un totale di 8.000 mq, locate entrambe a società nazionali attive nel settore finanziario. Stabile anche il canone *prime* del sotto-mercato del Torrino, pari ad Euro 270 mq anno. In alcuni casi il canone concordato tra inquilino e proprietà supera il valore di mercato poiché riflette il valore dei lavori di *fit-out* a carico della proprietà. Questa è una tendenza comune sul mercato romano: invece di concedere maggiori incentivi, la proprietà si accorda con l'inquilino per pagare i lavori di *fit out* a fronte di un canone superiore a quello di mercato.

Nel trimestre, il *trend* delle rinegoziazioni si conferma in crescita: in alcuni casi l'utilizzatore riesce ad ottenere riduzioni significative del canone annuale, intorno al 15% ed in alcuni casi anche del 20%. Invece, nello stipulare nuovi contratti di locazione, i proprietari, piuttosto che concedere maggiori incentivi agli utilizzatori, preferiscono ridurre il canone a regime, tendenza opposta a quella evidente sul mercato milanese. I livelli di canone risultano differenziati a seconda della localizzazione della prossimità alle infrastrutture di trasporto principali.

Il mercato immobiliare di Milano - uffici

Il *vacancy rate* nel trimestre è aumentato prevalentemente come conseguenza del nuovo stock speculativo realizzato e si attesta sul livello del 12,1%. Di conseguenza è in aumento la disponibilità di spazi di grado A sul totale degli spazi disponibili, pari al 26% del totale.

L'assorbimento di spazi uffici a Milano nei primi 3 mesi dell'anno è di poco inferiore a 30.000 mq, una contrazione del 48% rispetto al trimestre scorso. Ancora una volta è la qualità il *driver* principale della domanda: il 67% della superficie totale assorbita ha interessato spazi di grado A.

Cambia leggermente nei primi tre mesi dell'anno la distribuzione delle aree più dinamiche rispetto al trimestre precedente: migliora l'attività verso le aree centrali

e semicentrali, con il 31% dello spazio totale assorbito e si mantiene in linea con i mesi precedenti quella nelle altre aree.

Tra le nuove tendenze emergenti, il momento di mercato favorevole agli utilizzatori, sta spingendo alcune aziende con i bilanci solidi e localizzate in zone periferiche, a valutare nuove soluzioni localizzative in aree più centrali dove la migliore qualità si unisce a valori più favorevoli rispetto al passato. Gli utilizzatori hanno così la possibilità di avvicinarsi al centro della città in *location* prestigiose forti di un maggiore potere negoziale. La domanda attiva potenziale conferma almeno 100.000 mq di spazi che sono attivamente ricercati da parte di grandi *corporate*, che potrebbero con buona probabilità chiudere la trattativa entro l'anno.

La difficoltà della domanda unita ad una disponibilità crescente ha contribuito ad un'ulteriore contrazione dei canoni *prime* nei primi tre mesi dell'anno, attestandosi sulla soglia degli Euro 500 mq anno. Nonostante la diminuzione dei canoni, i pacchetti di incentivi concessi dalle proprietà e le clausole contrattuali si discostano ancora in modo significativo dallo standard di 6+6 anni e 3-6 mesi di *free rent*.

La differenza tra il canone *prime* e quello effettivo (al netto degli incentivi) oscilla tra l'8- 10% del canone *prime*, per immobili di qualità in zone primarie e tocca anche il 20% per immobili di qualità inferiore in zone secondarie. Rispetto al trimestre precedente i canoni *prime* nelle altre aree di Milano sono rimasti stabili: Euro 260 mq anno nella periferia, Euro 360 mq anno nel semicentro e Euro 400 mq anno nell'area centrale.

Il mercato immobiliare di Bari - uffici

Nella provincia di Bari sono state registrate 100 transazioni di unità uffici nella seconda metà del 2012, di cui 32 nel solo capoluogo, portando il valore su base annua a 204 transazioni nella provincia e 89 nel solo capoluogo. La domanda risulta debole anche nella seconda parte dell'anno, soprattutto nelle zone centrali, con lo stock che fatica ad essere assorbito. Il livello della domanda di uffici, sia in compravendita che in locazione, rimane ancora depresso, soprattutto nelle aree centrali, con problemi di assorbimento dello stock.

Nonostante risultino abbastanza stabili i giudizi sullo stock di uffici in offerta, in realtà la presenza di una domanda in acquisto sempre più in difficoltà ha condotto ad un eccesso di disponibilità di spazi direzionali. Questi non riescono ad essere assorbiti come testimoniato dalla drastica riduzione del numero di contratti di compravendita stipulati nel 2012 (-34,2% rispetto al 2011). Per questo motivo i prezzi hanno fatto registrare una flessione semestrale maggiore rispetto alle altre tipologie (-3,2% rispetto al secondo semestre del 2011), nel tentativo di adeguarsi alle richieste della domanda. Lo stesso fenomeno ha riguardato lo sconto medio tra prezzo richiesto e prezzo effettivo, che è aumentato di circa un punto percentuale arrivando al 19,4%, soglia record sia per la città di Bari sia per il campione di città monitorate abitualmente da Nomisma. L'allungamento di un mese dei tempi medi di compravendita sul semestre e di quasi tre su base annua, è un'ulteriore riprova della difficile fase del mercato direzionale barese.

3. ATTIVITA' DI GESTIONE E POLITICHE DI INVESTIMENTO

3.1. Portafoglio immobiliare

Come già accennato nelle premesse, il Fondo, in fase di avvio, ha acquisito in blocco il suo portafoglio al prezzo di Euro 215.700.000, oltre imposte, a fronte di una valutazione di Euro 229.100.000.

La valutazione al 30 giugno 2013 effettuata da Praxi, Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo, ammonta invece ad Euro 204.800.000 a fronte di una valutazione, al 31 dicembre 2012, di Euro 206.190.000, registrando quindi un decremento dello 0,7%.

Tale decremento della valutazione è riconducibile in parte all'attuale congiuntura dei mercati finanziari internazionali ed alla crisi dei debiti sovrani, che hanno colpito il mercato immobiliare soprattutto a causa del difficile accesso al mercato dei finanziamenti.

Nel corso del primo semestre 2013 sono proseguite le attività di valorizzazione e di messa a reddito del portafoglio immobiliare, tramite nuove locazioni e nuovi interventi di riqualificazione e/o di adeguamento edilizio ed impiantistico degli immobili.

Nello specifico, nel periodo in esame sono stati sottoscritti nuovi contratti di locazione e rinegoziazione per un complessivo canone annuo di Euro 686.510.

Qui di seguito, un prospetto riepiloga tali nuove locazioni/rinegoziazioni:

Nuove Locazioni					
Città	Indirizzo	Superficie (mq)	Destinazione d'uso	Posti Auto/Moto (n°)	Canone annuo (€)
Roma	Via Campo Farnia	324	ufficio	28	62.750
Fiumicino (RM)	Viale delle Arti 123	637	ufficio	18	113.860
Roma	Via Fiume Bianco 56	-		6	3.300
		961		52	179.910

Rinegoziazioni					
Città	Indirizzo	Superficie (mq)	Destinazione d'uso	Posti Auto/Moto (n°)	Canone annuo (€)
Fiumicino (RM)	Viale delle Arti 123	2.722	ufficio	72	506.600
		2.722		72	506.600

Nel corso del primo semestre 2013, inoltre, il Fondo ha registrato alcuni recessi per un ammontare di circa Euro 420.000.

Infatti, diverse società conduttrici sono state costrette, in conseguenza della attuale situazione economica, a contrarre il numero degli addetti e gli spazi occupati - sia a destinazione commerciale che uffici - recedendo quindi dai contratti di locazione.

La situazione dei crediti - sia per canoni che per oneri accessori - alla data della presente Relazione è riportata nella seguente tabella ed evidenzia un incremento della morosità complessiva:

Stato Credito	TOTALE		<=90		<=180		<=1 anno		>1 anno	
In bonis	295.043,81	17,14%	226.858,21	13,18%	15.596,13	0,91%	52.589,47	3,05%	-	0,00%
In sofferenza	813.590,50	47,26%	225.765,10	13,11%	242.005,58	14,06%	332.649,05	19,32%	13.170,77	0,77%
Incagliato	612.836,16	35,60%	-	0,00%	-	0,00%	94.610,98	5,50%	518.225,18	30,10%
Totale complessivo	1.721.470,47	100,00%	452.623,31	26,29%	257.601,71	14,96%	479.849,50	27,87%	531.395,95	30,87%

Nel corso del primo semestre del 2013 sono proseguite le attività di valorizzazione e di messa a reddito del portafoglio immobiliare tramite interventi di manutenzione straordinaria e di adeguamento normativo.

Di fronte ad un mercato che diventa sempre più selettivo, sono sempre più strategici gli elementi distintivi di un immobile rispetto al contesto competitivo.

Nella realtà del Fondo Obelisco, è opinione della Investire Immobiliare SGR porre il conduttore al centro di ogni iniziativa, destinando le risorse alla valorizzazione degli immobili in portafoglio, con particolare attenzione alla fruibilità, alla qualità edilizia ed impiantistica ed all'efficienza energetica degli spazi locati.

Nel corso del semestre sono state avviate le attività previste dal budget manutentivo condivise con il Property Manager, Beni Stabili Property Service S.p.A. (BSPS) società partecipata dai soci della SGR - Banca Finnat Euramerica SpA e Regia Srl - insieme a Beni Stabili e Fondazione Cassa di Risparmio di Torino.

I principali interventi hanno come obiettivo il proseguimento del processo di valorizzazione degli immobili, il miglioramento delle prestazioni energetiche degli impianti e, come fine ultimo, una più efficace commercializzazione degli immobili stessi.

Nell'ottica di valorizzazione del portafoglio immobiliare, per l'immobile di Roma - Via Tovaglieri, il Fondo, a seguito di ulteriori approfondimenti anche sulla fattibilità economica ed urbanistica dell'operazione di parziale cambio di destinazione d'uso in residenziale, ha valutato di ricorrere in via definitiva allo strumento diretto, in alternative alle due ipotesi iniziali consistenti nella partecipazione al bando indetto dal Comune di Roma (che aveva promosso un programma di risanamento di complessi immobiliari finalizzato alla realizzazione di alloggi sociali tramite la riqualificazione/trasformazione di edifici esistenti non residenziali) e nell'utilizzo dello strumento del "Piano Casa" della Regione Lazio.

Infine, in relazione alle nuove locazioni o ai rinnovi contrattuali sottoscritti, sono state richieste le autorizzazioni per eseguire ulteriori interventi di valorizzazione, i cui importi risultano comunque già inseriti nelle previsioni di *Business Plan* del Fondo.

3.2. Altre attività di gestione

Allo scopo di migliorare la remunerazione della liquidità del fondo, la SGR ha effettuato una ricerca tra le maggiori banche ed ha valutato le quotazioni offerte per i

time deposits, unitamente al *rating* delle singole banche offerenti. La scelta è quindi caduta sulla BNL, con la quale a fine 2012 è stato stipulato un accordo trilaterale che vedeva la partecipazione - necessaria ai fini del rispetto della normativa vigente - della Banca Depositaria, la quale ha quindi autorizzato l'investimento della liquidità del fondo presso il citato istituto bancario.

A seguire, nella Sezione che commenta le voci della Situazione Patrimoniale, viene evidenziato il dettaglio dei *time deposits* del primo semestre 2013.

Va inoltre ricordato che la SGR non ha proceduto ad alcuna distribuzione nel corso degli ultimi anni, allo scopo di garantire la capacità per il Fondo di realizzare in via autonoma e nei tempi previsti le azioni di valorizzazione necessarie al raggiungimento degli obiettivi di redditività del Fondo. Unitamente a tale scelta strategica, sempre per perseguire il medesimo scopo sopra descritto, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha confermato l'esclusione anche per il 2013 - così come nei tre esercizi precedenti - della quota di attivo riconducibile alla componente liquida del Fondo dal calcolo finalizzato alla determinazione dei compensi della SGR.

3.3. Politiche di investimento

In considerazione dell'approssimarsi della scadenza del fondo (2015) la SGR concentrerà l'attività nel valorizzare il portafoglio immobiliare già acquisito.

Rimarranno pertanto prioritarie le azioni e gli investimenti finalizzati al riposizionamento degli immobili oggi in portafoglio, non appena saranno individuate le opzioni di valorizzazione; inoltre nel corso del secondo semestre del 2013 verrà valutata l'opportunità - qualora si ravvisassero condizioni interessanti di mercato - di dare inizio alle dismissioni immobiliari.

4. EVENTI RILEVANTI VERIFICATISI NEL SEMESTRE

Nel corso della gestione del primo semestre del 2013, il Fondo ha sottoscritto nuovi contratti di locazione e ne ha rinegoziato altri, per un complessivo canone annuo di Euro 686.510.

A causa del perdurare della criticità della situazione di mercato, si sono confermate le difficoltà nelle attività di nuova locazione evidenti già nel 2012 e dovute all'instabilità economico-finanziaria del periodo.

Per i contratti di locazione in essere si continua a registrare, da parte di sempre più numerosi conduttori, la richiesta di riduzione degli attuali canoni di locazione. La maggior parte delle aziende ha infatti come obiettivo principale, nel breve periodo, la contrazione dei costi di gestione.

Tale necessità di contrazione dei costi ha costretto molte società conduttrici degli immobili del Fondo a ridurre le linee di produzione industriale, il numero degli addetti e la superficie degli spazi occupati, rendendo ancora più difficoltosa e non sempre concreta la rinegoziazione dei contratti di locazione in scadenza.

Si segnala che il Fondo ha registrato nel corso del semestre diversi recessi, corrispondenti ad Euro 420.000 di canone annuo, imputabili agli effetti della crisi economica.

In data 23 gennaio 2013 la Nestlè Italiana, conduttore di parte dell'immobile in Milano Via Richard, ha comunicato l'esercizio della facoltà di recesso dal contratto di locazione con efficacia dal 31 gennaio 2014. Va ricordato che tale contratto prevede il pagamento di una penale, a titolo di risarcimento, in caso di recesso nel primo sessennio. La penale è pari ad euro 4 milioni, da corrispondere in due *tranches* di uguale importo, la prima contestualmente alla comunicazione dell'esercizio della facoltà di recesso (incassata dal Fondo nel mese di gennaio 2013) e la seconda entro la data di efficacia del recesso medesimo.

L'importo - anche di concerto con la Banca finanziatrice - viene, per l'esercizio 2013, sospeso e contabilizzato a risconti passivi; verrà imputato quale canone di locazione a partire dal gennaio 2014, successivamente al rilascio dell'immobile da parte del conduttore.

5. LINEE STRATEGICHE PER L'ATTIVITA' FUTURA

La politica di gestione del Fondo è orientata alla loro gestione e concessione in locazione e la successiva dismissione degli *asset* in portafoglio.

Per quanto riguarda gli investimenti, non si è ritenuto opportuno proseguire l'attività di *scouting* sul mercato di nuove opportunità al fine di impiegare le risorse a disposizione del Fondo per la valorizzazione del patrimonio immobiliare esistente.

Nello specifico, anche in considerazione dello scenario macroeconomico nazionale ed internazionale, le attività di valorizzazione reddituale del portafoglio consistiranno nel consolidamento del rapporto di locazione con gli attuali conduttori e nell'adeguata promozione delle unità immobiliari non locate. Al centro di tale politica, il Fondo porrà un programma di interventi di riqualificazione degli *asset* che conferirà agli stessi un considerevole incremento degli standard qualitativi, sia in termini edili ed impiantistici, sia in termini di efficienza dei costi di gestione.

La gestione del Fondo sarà volta a massimizzare la redditività dello stesso, anche ricorrendo, all'occorrenza, alla tecnica del frazionamento immobiliare e/o a cambi di destinazione d'uso, minimizzando e monitorando comunque attentamente i relativi rischi. Nelle scelte degli investimenti, la SGR terrà conto della redditività degli immobili, del grado di rischio, del possibile incremento di valore degli stessi, nonché delle prospettive future di disinvestimento. Lo smobilizzo degli investimenti potrà realizzarsi anche anticipatamente qualora ne vengano ravvisate le convenienze e le opportunità economiche nell'interesse dei partecipanti.

L'attività di disinvestimento è destinata a privilegiare gli immobili per i quali sia stata raggiunta, a giudizio della SGR, la massima redditività attesa e/o ubicati in mercati immobiliari che, in virtù della propria dinamica congiunturale e settoriale, presentino le migliori condizioni di realizzo.

6. ANDAMENTO DEL FONDO

Il patrimonio del Fondo al 30 giugno 2013 ammonta ad Euro 129.000.673, mentre al 31 dicembre 2012 ammontava ad Euro 131.653.819.

Nell'analisi delle variazioni del patrimonio del Fondo va tenuto conto dell'impatto negativo della crisi economica sulla valutazione dei cespiti detenuti dal Fondo, che ha subito un'ulteriore diminuzione nel semestre in esame, ed in particolare della nuova fiscalità immobiliare (introduzione dell'IMU e decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95 "Spending Review"). Tale impatto tra l'altro non consente - in via prudenziale ed ai sensi dei dettami regolamentari - pur in presenza di disponibilità finanziarie, di distribuire proventi ai quotisti.

Il valore della singola quota di partecipazione del Fondo è passato da Euro 1.913,573 al 31 dicembre 2012 a Euro 1.875,010 al 30 giugno 2013; si ricorda che il valore di sottoscrizione era di Euro 2.500.

Il valore unitario della quota del Fondo al 31 dicembre 2012 sarà reso noto ai partecipanti del Fondo Obelisco ai sensi del Regolamento. Copia del Rendiconto sarà inoltre disponibile presso la sede della Investire Immobiliare SGR S.p.A., nonché della Banca Depositaria. Trattandosi di Fondo quotato si provvederà, inoltre, a tutti gli adempimenti previsti dalla normativa per tale tipologia di fondi.

7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2013

Non vi sono da segnalare fatti di rilievo avvenuti dopo il 30 giugno 2013.

8. COMMENTO ALLE VOCI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE

IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

B.1 Immobili dati in locazione Euro 204.800.000

L'importo si riferisce alla valutazione al 30 giugno 2013 effettuata dall'Esperto Indipendente sugli immobili in portafoglio.

Qui di seguito le tabelle dei cespiti disinvestiti e degli immobili e diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo:

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (dall'avvio operatività al 30 giugno 2013)										
Cespiti disinvestiti		Quantità mq.	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato investimento
			Data	Costo acquisto		Data	Ricavo vendita			
Via Capogrossi - Via Morandi	Roma (RM)	4.373	11/01/2006	3.013.965	5.300.000	28/12/2007	4.800.000	173.890	187.928	1.771.997
Via Cina, 413	Roma (RM)	10.204	11/01/2006	18.031.388	25.700.000	13/02/2009	25.700.000	3.371.227	1.141.285	9.898.554
TOTALI		14.577		21.045.353	31.000.000		30.500.000	3.545.117	1.329.213	11.670.551

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO														
N.	Descrizione e ubicazione				Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superf. Lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipoteche	Ulteriori informazioni
	Comune	Pr.	Indirizzo	N.ro civico				Canone m2/m3	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	Milano	MI	Via G. Richard	1	Terziario privato	1989	35.654	140	Affitto	Varie	Imprese commerciali	43.300.000	17.795.307	
2	Roma	RM	Via V. Mazzola	66	Terziario privato	1988	31.200	215	Affitto	Varie	Imprese commerciali	40.000.000	16.439.083	
3	Fiumicino	RM	Viale delle Arti	123	Terziario privato	1990	24.934	164	Affitto	Varie	Imprese commerciali	30.300.000	12.452.605	
4	Fiumicino	RM	Viale delle Arti	119/121	Logistica	1985	39.522	59	Affitto	31/01/2016	Imprese commerciali	30.000.000	12.329.312	
5	Roma	RM	Via Canton	10/12/20	Terziario pubblico	1985	14.075	193	Affitto	30/09/2015	Ag. delle Entrate	25.600.000	10.521.013	
6	Roma	RM	Via Fiume Bianco	56	Terziario privato	1985	5.095	184	Affitto	Varie	Imprese commerciali	8.000.000	3.287.817	
7	Bari	BA	Via Amendola	162/1	Terziario privato	1991	13.697	106	Affitto	Varie	Imprese commerciali	7.350.000	3.020.682	
8	Segrate	MI	Via Cassanese	224	Terziario privato	1989	9.072	-	Vacant	-	-	6.800.000	2.794.644	
9	Roma	RM	Via F. Tovaglieri	19	Terziario privato	1989	8.945	178	Affitto	Varie	Imprese commerciali	6.500.000	2.671.351	
10	Roma	RM	Via Campofarnia	snc	Terziario privato	1989	1.000	72	Affitto	Varie	Imprese commerciali	1.850.000	760.308	
	TOTALI						183.194					199.700.000	82.072.122 (*)	

(*) Si tratta della somma dei debiti allocati sugli immobili in portafoglio al 30/6/2013

DEPOSITI BANCARI

D.2 Altri

Euro 8.000.000

Il conto si riferisce ai *time deposits* di cui si è data notizia al punto 3.2, stipulati con BNL allo scopo di migliorare la remunerazione della liquidità del Fondo. Alla data del 30 giugno 2013 è in corso un deposito con decorrenza 27 maggio 2013 e scadenza il 27 luglio, del quale sono evidenziati i flussi ed il risultato economico nelle tabelle che seguono.

	Durata dei depositi				Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 a 12 mesi	
BNL - Gruppo BNP PARIBAS SpA					
- versamenti			34.000.000		
- prelevamenti			26.000.000		
Totali					
- versamenti			34.000.000		
- prelevamenti			26.000.000		

Time Deposit - Proventi e oneri						
Importo deposito	Decorrenza	Scadenza	Giorni	Tasso creditore	Interessi	Commissioni
9.000.000	04/01/2013	06/02/2013	33	3,25%	26.445	---
8.500.000	06/02/2013	18/03/2013	40	2,30%	21.425	---
8.500.000	27/03/2013	27/05/2013	61	2,15%	30.542	---
8.000.000	27/05/2013	30/06/2013	34	1,65%	12.296	---
34.000.000,00					90.708	

Nella tabella che precede, l'ultimo valore è relativo ad un *time deposit* per Euro 8.000.000 contratto il 27/5/2013, con scadenza il 27/7/2013, al tasso dell'1,65%. Il rendimento di questo deposito è illustrato solo per la parte di competenza del semestre in esame.

POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'

F.1 Liquidità disponibile Euro 3.866.793

Il conto si riferisce alla giacenza sui c/c bancari del Fondo.

ALTRE ATTIVITA'

Il dettaglio delle Altre Attività è esposto nella tabella qui di seguito:

Altre attività al 30/6/2013		
Voce	Importo	Totale
G.2 Ratei e risconti attivi		508.871
Ratei attivi v/clienti per canoni di locazione	208.359	
Risconti attivi per oneri di avvio Fondo	300.512	
G.4 Altre		593.209
Crediti v/clienti per canoni di locazione	430.723	
Crediti per fatture da emettere	100.084	
Depositi cauzionali	456	
Crediti verso assicurazione	44.141	
Crediti per note di credito da ricevere	17.804	
		1.102.080

FINANZIAMENTI RICEVUTI

H.1 Finanziamenti ipotecari Euro 82.072.122

L'importo si riferisce al debito verso Barclays Bank per il finanziamento ricevuto, al netto dei rimborsi effettuati a seguito delle vendite immobiliari di Roma Via Capogrossi (rimborso di Euro 1.299.722) e Via Cina (rimborso di Euro 5.628.156).

ALTRE PASSIVITA'

Il dettaglio delle Altre Passività è esposto nella tabella qui di seguito:

Altre passività al 30/6/2013		
Voce	Importo	Totale
M.3 Ratei e risconti passivi		2.063.935
Risconto penale per rilascio anticipato immobile	2.000.000	
Risconti su canoni di locazione	63.935	
M.4 Altre		2.934.919
Debiti v/fornitori per fatture da ricevere	855.734	
Debiti v/fornitori per fatture ricevute	903.255	
Interessi su depositi cauzionali	21.301	
Debiti v/condomini e consorzi	814.434	
Debiti per anticipi da clienti	3.604	
Debiti v/clienti per note di credito da emettere	40.285	
Debiti v/erario per IVA e riten.acconto	296.306	
M.6 Debiti per cauzioni		1.697.224
Debiti per cauzioni ricevute	1.697.224	
		6.696.078

Il Consiglio di Amministrazione
Roma, 30 luglio 2013

Relazione semestrale del Fondo Obelisco				
Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITÀ	Situazione al 30/6/2013		Situazione al 31/12/2012	
	Valore complessivo	In perc. dell'attivo	Valore complessivo	In perc. dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
Strumenti finanziari quotati				
Strumenti finanziari derivati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	204.800.000	94,04%	206.190.000	94,50%
B1. Immobili dati in locazione	204.800.000	94,04%	206.190.000	94,50%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
D. DEPOSITI BANCARI	8.000.000	3,67%		
D1. A vista				
D2. Altri	8.000.000	3,67%		
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	3.866.793	1,78%	10.807.368	4,95%
F1. Liquidità disponibile	3.866.793	1,78%	10.807.368	4,95%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	1.102.080	0,51%	1.201.791	0,55%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	508.871	0,23%	483.544	0,22%
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	593.209	0,28%	718.247	0,33%
G5. Credito IVA				
TOTALE ATTIVITÀ	217.768.873	100,00%	218.199.159	100,00%
PASSIVITÀ E NETTO		Situazione al 30/6/2013	Situazione al 31/12/2012	
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		82.072.122	82.072.122	
H1. Finanziamenti ipotecari		82.072.122	82.072.122	
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate				
H3. Altri				
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI				
M. ALTRE PASSIVITÀ		6.696.078	4.473.218	
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati				
M2. Debiti di imposta				
M3. Ratei e risconti passivi		2.063.935	58.397	
M4. Altre		2.934.919	2.706.149	
M5. Fondo imposta				
M6. Debiti per cauzioni ricevute		1.697.224	1.708.672	
TOTALE PASSIVITÀ		88.768.200	86.545.340	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO		129.000.673	131.653.819	
Numero delle quote in circolazione		68.800	68.800	
Valore unitario delle quote		1.875,010	1.913,573	
Rimborsi o proventi distribuiti per quota			275	



PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.
00136 ROMA - Viale degli Ammiragli, 91 - Tel. +39 06 3 999 3 - Fax +39 06 39 721 960
praxi.roma@praxi.com - www.praxi.com

ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

Spett.le
INVESTIRE IMMOBILIARE
SGR S.p.A.
Piazza del Gesù, 48
00186 - ROMA

Ns. Riferim. MC/val. 228
Roma, 1 luglio 2013

Facendo seguito all'incarico affidatoci abbiamo effettuato, in qualità di Esperto indipendente, l'aggiornamento semestrale del Valore di Mercato di dieci complessi immobiliari in capo al Fondo "Obelisco", con riferimento alla data del 30 giugno 2013, ubicati in:

- 01 Milano via Richard 1-3-5;
- 03 Roma via Valentino Mazzola 66;
- 04 Fiumicino (RM) viale delle Arti 119;
- 05 Fiumicino (RM) viale delle Arti 123;
- 06 Roma via Canton 10-12-20;
- 10 Bari via Amendola 160;
- 12 Roma via Fiume Bianco 56;
- 14 Segrate (MI) via Cassanese 224;
- 15 Roma via Tovaglieri 19;
- 23 Roma via Campo Farnia palazzina Z6.

La nostra attività è stata svolta in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 8/5/2012 e s.m.i., Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti), dal DM 228 del 24/5/1999 e s.m.i. (Art. 17) e dalla Comunicazione congiunta Banca d'Italia/Consob del 29/7/2010.

Inoltre, la nostra attività di valutazione e la presente relazione di stima sono conformi agli standard fissati da RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") "edizione 2012".
PRAXI è Società di valutazione "regulated by RICS" [Firm n° 710985].

BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA
LONDON - MUNICH

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 650 21 82
Aut. MLPS 13/L/0003868/03.04 e 39/0006096/MA004.A003 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017

DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili in oggetto.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente entrambi interessati alla transazione, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, con cautela e senza coercizioni.

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato sono stati adottati, in forma autonoma o combinati tra loro, i seguenti approcci:

– **metodo comparativo**

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.

– **metodo della capitalizzazione**

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 (attraverso un processo del tutto analogo a quello sopra descritto trattando del metodo comparativo); 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 dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato 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.

In conformità all'orientamento ed alla prassi estimativa prevalente riguardo agli immobili da investimento (e particolarmente riguardo alla valutazione del patrimonio dei Fondi immobiliari), le stime sono state sviluppate utilizzando quale criterio principale il metodo DCF.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo quindi conto dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei

Ns. Riferimento MC/val. 228 del 1 luglio 2013

PRAXI

contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA

In generale, la stima è basata sui dati tecnici fornitici da INVESTIRE IMMOBILIARE SGR, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati.

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornitaci i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili; si precisa che la congruità complessiva dei dati di consistenza è stata da noi verificata a campione, mediante misurazioni effettuate sulle planimetrie forniteci;
- ai contratti di locazione in essere (unità immobiliari interessate, canoni, scadenza, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- alle previsioni progettuali relative agli immobili interessati o destinati ad interventi di trasformazione (destinazioni, tempistiche, costi e oneri professionali, ecc.).

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- canoni e valori di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- costi di costruzione diretti ed indiretti (per gli interventi di ristrutturazione/trasformazione);
- prezzi finali di vendita e tempi di assorbimento del mercato, relativamente alle varie destinazioni d'uso previste nei progetti di ristrutturazione/trasformazione.

APPROCCI ESTIMATIVI

IMMOBILI A REDDITO

Per immobili a reddito si intendono gli immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso.

Gli immobili a reddito sono stati stimati attualizzando il cash-flow netto generato dai contratti di affitto in essere e/o prospettici; il prezzo di cessione finale di ciascun bene (terminal value) è stato determinato proiettando a fine periodo il canone di affitto di mercato, utilizzando un going-out cap

Ns. Riferimento MC/val. 228 del 1 luglio 2013



rate che incorpora un adeguato spread per tenere conto del rischio insito nella proiezione a lungo termine.

I ricavi da locazione sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, e da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate.

Per le unità immobiliari sfitte, e per tutte le unità i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto dei tempi necessari alla messa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "free rent" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

I costi a carico della proprietà (IMU, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) sono stati determinati in modo analitico, sulla base dei dati forniti dalla proprietà, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

La durata del cash-flow dell'investimento è stata determinata, di caso in caso, in riferimento al più probabile atteggiamento di un investitore "ordinario", che verosimilmente sarebbe orientato a cedere l'immobile nel momento in cui il reddito locativo, e conseguentemente il prezzo di vendita finale, sarà massimizzato (ad esempio, dopo la rinegoziazione a condizioni di mercato dei contratti di locazione, il completamento degli interventi di restyling, ove previsti, ecc.).

Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della SGR, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan del Fondo.

IMMOBILI TRASFORMABILI / DA VALORIZZARE

Per immobili trasformabili/da valorizzare si intendono gli immobili che necessitano (o per i quali è comunque opportuno, in ottica di migliore valorizzazione) di interventi edilizi di sostanziale entità, finalizzati alla costruzione o alla realizzazione di un bene significativamente diverso (per caratteristiche, dimensioni, destinazione d'uso, ecc.) da quello attuale.

Gli immobili trasformabili/da valorizzare sono stati stimati sulla base del criterio del Valore di Trasformazione, per il quale il Valore del bene deriva dalla attualizzazione del cash flow (DCF) generato dall'operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi da sostenere per realizzare la trasformazione; un appropriato tasso di attualizzazione considera le componenti finanziarie ed il rischio imprenditoriale dell'operazione.

Gli elementi essenziali dei progetti di trasformazione sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dalla SGR, che abbiamo assunto come completa ed aggiornata. Abbiamo comunque verificato la sostanziale fattibilità delle ipotesi di valorizzazione, basandoci sulla documentazione disponibile e su autonome verifiche urbanistiche.

La componente positiva del DCF è costituita dai futuri ricavi da vendita o da messa a reddito dell'immobile trasformato, che sono stati determinati, in relazione alle specifiche localizzazioni e destinazioni d'uso, a partire dalle quotazioni correnti di mercato, proiettate alla data di prevista vendita o messa a reddito sulla base di una ragionevole previsione di trend del mercato immobiliare; prudentialmente, nella presente stima si è assunto che il futuro andamento del mercato immobiliare sia inferiore rispetto al prevedibile andamento dei costi (inflazione).

I costi da sostenere per realizzare la trasformazione sono stati raggruppati in tre categorie principali: i **costi diretti di costruzione/ristrutturazione** (corrispettivo da riconoscere all'impresa di costruzioni per la esecuzione "chiavi in mano" dei lavori), i **costi di concessione** (importi da versare e/o opere di interesse pubblico da realizzare, per ottenere dal Comune i titoli autorizzativi), e i **costi generali** (oneri professionali per progettazione, direzione lavori, ecc.; costi amministrativi e gestionali; provvigioni per commercializzazione).

I costi sono stati da noi stimati, sulla base delle previste caratteristiche degli immobili da realizzare, facendo riferimento ai parametri standard di mercato, nelle diverse aree geografiche interessate. In presenza di specifici contratti di appalto e/o di prestazione professionale, nella stima si sono considerati i costi a carico della proprietà previsti da tali contratti.

La **tempistica delle operazioni di sviluppo** è stata desunta dai programmi della proprietà, che abbiamo integrato con nostre autonome considerazioni riguardo alla prevedibile durata dell'iter urbanistico-autorizzativo, ai tempi di realizzazione/ultimazione delle opere ed ai tempi di collocamento sul mercato degli immobili finiti, in relazione alla loro entità e caratteristiche ed agli specifici ambiti urbani in cui essi sono inseriti.

TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Come sopra accennato, nelle valutazioni sviluppate attraverso il metodo del DCF (sia nel caso di immobili a reddito che di immobili trasformabili/da valorizzare) sono stati utilizzati opportuni tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, che sono stati determinati sulla base dei criteri qui di seguito esposti.

Considerazioni generali in merito ai tassi

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile stesso appartiene.

Il tasso di attualizzazione è la variabile matematica utilizzata per determinare il "valore equivalente", ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso delle operazioni immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi previsti nell'arco dell'operazione stessa.

Il tasso di attualizzazione apprezza il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, fra i due tassi esiste un rapporto diretto, tanto è vero che, (a parità di altre variabili ed a condizione che entrambi i procedimenti vengono correttamente sviluppati), la stima del Valore di Mercato di un immobile a reddito elaborata tramite la capitalizzazione diretta oppure tramite il DCF dovrebbe condurre al medesimo risultato.

I fattori di differenziazione sono essenzialmente due:

- il tasso di capitalizzazione è riferito (nella prassi italiana) al reddito locativo lordo, mentre il tasso di attualizzazione viene applicato ad un cash-flow dove si detraggono dal reddito locativo lordo i costi "immobiliari" a carico della proprietà;
- il procedimento di capitalizzazione considera una rendita costante perpetua (e quindi è implicitamente "al netto" del futuro andamento del mercato immobiliare), mentre nel DCF i costi ed i ricavi che concorrono a determinare il cash-flow sono indicizzati sulla base del prevedibile andamento dell'inflazione e del mercato.

Procedimento utilizzato per la determinazione dei tassi

Sulla base di quanto sopra, e tenendo conto che il tasso di capitalizzazione per una determinata categoria di immobili può essere oggettivamente determinato attraverso una indagine sui valori di compravendita e sui canoni di locazione, nella stima di ciascuno degli immobili in portafoglio al Fondo abbiamo sviluppato i seguenti passaggi:

- identificazione, attraverso una apposita indagine, del range di oscillazione del rendimento di mercato (tasso di capitalizzazione) per le categorie di immobili in portafoglio al Fondo;
- analisi del profilo di rischio caratteristico di ciascun immobile, in riferimento ai fattori rilevanti (*rischio locativo*: numero e qualità degli inquilini; clausole e garanzie contrattuali; livello di appetibilità dell'immobile in caso di riaffitto; *rischio estrinseco*: localizzazione su

scala generale e locale; trend e prospettive del mercato specifico di riferimento; *rischio intrinseco*: taglio dimensionale e frazionabilità; qualità edilizia e manutentiva; grado di fungibilità degli spazi);

- determinazione del rendimento atteso (tasso di capitalizzazione) specifico dell'immobile, all'interno del range generale di mercato ed in funzione del profilo di rischio caratteristico, di cui al punto precedente;
- determinazione del tasso di attualizzazione del cash-flow, applicando al tasso di capitalizzazione specifico le rettifiche per il prevedibile andamento del mercato e per la differenza tra reddito locativo "lordo" e cash-flow "netto";
- determinazione del tasso di capitalizzazione da utilizzare per il calcolo del Terminal Value dell'immobile (going out cap rate), applicando al tasso di capitalizzazione corrente uno spread rappresentativo dell'incertezza connessa ad una previsione di così lungo periodo.

Variabili macroeconomiche e finanziarie di riferimento

Tra i fattori che concorrono a determinare, al punto di vista dell'investitore, la soglia di rendimento accettabile rispetto al rischio correlato alla acquisizione di un immobile, vi sono, oltre ai fattori specifici e caratteristici già esaminati, anche variabili di natura macroeconomica e finanziaria:

- Andamento prospettico dell'inflazione.
- Rendimento dei Titoli di Stato di durata analoga a quella dell'investimento immobiliare (convenzionalmente considerati come "risk free").
- Illiquidità caratteristica degli investimenti immobiliari.
- Costo del denaro, composto da un indicatore proprio dei mercati interbancari (Euribor o EurIRS) e dallo spread mediamente applicato dalle banche per il finanziamento delle operazioni di investimento immobiliare.
- Rapporto tra equity (capitale proprio dell'investitore) e debito (capitale chiesto in prestito ai finanziatori).

Utile dell'imprenditore (investitore)

Va opportunamente evidenziato che, in conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le *best practices* ormai consolidate anche nel mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti nell'operazione di sviluppo all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

Vengono in questo modo risolti e superati i limiti concettuali ed applicativi dell'obsoleto criterio di considerare l'utile dell'imprenditore/investitore (solitamente calcolato come percentuale "secca" dei

Ns. Riferimento MC/val. 228 del 1 luglio 2013



ricavi) come una voce autonoma ed indipendente del flusso di cassa; è infatti evidente che la remunerazione dell'investimento è direttamente correlata al risultato economico complessivo dell'operazione di sviluppo, mentre non è logico né corretto immaginare che l'imprenditore abbia diritto di ottenere un utile predeterminato, a prescindere dal risultato complessivo (con l'evidente paradosso che, in questo modo l'imprenditore "guadagnerebbe" anche nel caso di un'operazione immobiliare in perdita).

PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS

- Le consistenze immobiliari corrispondono sostanzialmente alla GEA - Gross External Area, come internazionalmente definita.
- Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato la superficie virtuale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare.
- Negli sviluppi valutativi gli immobili sono stati considerati locati/occupati oppure liberi e disponibili alla luce degli elementi in nostro possesso.
- Nella stima si è tenuto conto del fatto che gli immobili risultano in piena proprietà.

METODOLOGIA DI LAVORO

La nostra attività ha riguardato solamente la determinazione del Valore di Mercato degli immobili in portafoglio al Fondo e, in conformità all'incarico affidatoci, non ha compreso attività di due diligence e rilievo, né accessi presso Uffici pubblici per verifiche edilizie, catastali, ecc.

A supporto della valutazione si è perciò assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze attuali e di progetto e le destinazioni d'uso, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

La nostra attività di aggiornamento dei valori di stima è stata condotta sulla base delle risultanze di sopralluoghi diretti presso gli immobili, effettuati nel mese di giugno 2013, al fine di prendere visione delle caratteristiche generali dei beni e del contesto urbano e territoriale in cui essi sono inseriti.

Abbiamo effettuato specifiche indagini di mercato nelle zone interessate, coinvolgendo intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando, ove possibile, anche casi di transazioni recenti; tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

Ns. Riferimento MC/val. 228 del 1 luglio 2013



La nostra attività di valutazione e la presente relazione di stima sono conformi agli standard fissati da RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") edizione 2012. **PRAXI** è Società di valutazione "*regulated by RICS*" [Firm n° 710985].

GRUPPO DI LAVORO

La presente valutazione è stata coordinata e supervisionata da:

- Giulio Crosetto (Consigliere Delegato Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Torino al n° 00743 dal 1962) – *Responsabile del coordinamento e supervisione del gruppo di lavoro*
- Massimo Maestri MRICS – *Client Leader*
- Mario Catarella – *Project Leader*

ed elaborata da:

- Marco Concetti – *Immobili area Lazio*
- Pasquale D'Angelo – *Immobili area Lazio-Puglia*
- Valentina Lambri – *Immobili area Lombardia*
- Centro Studi PRAXI Real Estate

L'editing è stato curato dal team di back-office della Sede PRAXI di Roma.

VARIAZIONI RISPETTO ALLA SEMESTRALE PRECEDENTE

Il presente report, rispetto alla semestrale precedente di dicembre 2012, registra nell'ambito della costruzione dei tassi utilizzati nei modelli di calcolo, alcune variazioni tra i fattori macroeconomici e finanziari.

Nello specifico le variazioni riguardano le variabili di cui sotto:

Fattori macroeconomici e finanziari	Semestrale (31-12-2012)	Semestrale (30-06-2013)
Trend inflazione	2,50%	2,00%
Trend mercato immobiliare	2,50%	2,00%
Trend EurIRS	2,50%	2,20%
Trend Titoli di Stato	5,50%	4,60%

Analizzando il medesimo periodo di interesse abbiamo registrato variazioni di fattori che concorrono a determinare il Valore di Mercato per singolo complesso immobiliare sintetizzati nella seguente tabella:

Ns. Riferimento MC/val. 228 del 1 luglio 2013



Complesso immobiliare	Variabili		Effetto della variazione sul Valore di Mercato
	Descrizione	Delta	
Milano via Richard	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	+0,06	▼ VM
	Canone di mercato	-5%	▼ VM
	Mancato reddito canone anno 2014 compensato con indennità di occupazione (porzione Nestlé)	0	=VM
	Investimenti programmati Nestlé (prima delle normali scadenze)	2,5 mln €	▲ VM
Roma Via Valentino Mazzola 66	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	-0,08	▲ VM
	Canone di mercato	-5%	▼ VM
	Aumento delle porzioni sfitte	1.200 mq circa	▼ VM
	Investimenti programmati	-1,12 mln	▲ VM
Fiumicino Via delle Arti 119	Canone di mercato	-160 mila	▼ VM
	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	+0,05	▼ VM
Fiumicino Via delle Arti 123	Canone di mercato	-3%	▼ VM
	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	-0,08	▲ VM
	Canone di mercato sostanzialmente stabile	-	=VM
	Aumento del periodo del Vacancy	da 9 a 12 mesi	▼ VM
Roma Via Canton	Diminuzione dello sfitto	500 mq circa	▲ VM
	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	+0,05	▼ VM
Bari Via Amendola	Canone di mercato	-2%	▼ VM
	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	-0,01	▲ VM
Roma Via Fiume Bianco	Canone di mercato	-5%	▼ VM
	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	+0,04	▼ VM
	Investimenti programmati	-70 mila	▲ VM
	Diminuzione dello sfitto	6 posti auto	▲ VM
Segrate via Cassanese	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	-0,09	▲ VM
	Canone di mercato	-5%	▼ VM
Roma Via Tovaglieri	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	-0,10	▲ VM
	Canone di mercato	-6%	▼ VM
	Aumento delle porzioni sfitte	600 mq circa	▼ VM
	Tasso di capitalizzazione (cap rate)	+0,06	▼ VM
Roma Via Campo Farnia	Canone di mercato	-5%	▼ VM
	Investimenti programmati	-120 mila	▲ VM
	Diminuzione dello sfitto	66 mq uffici 226 mq locali commerciali	▲ VM

(1) ▲ VM = incremento

(2) =VM = nessuna variazione

(3) ▼ VM = decremento

Ns. Riferimento MC/val. 228 del 1 luglio 2013



RIEPILOGO CONSISTENZE E VALORI

Nella tabella seguente vengono riportate le consistenze con i relativi valori di mercato del Fondo in esame.

Prog.	Classe	Provincia	Indirizzo	Sog. alla					Scoperta	Totale	Valore di Mercato	Valore di Ristrutturazione a Numero	
				Capacità		Post. Com.	GLA	Locazioni					
				Locazioni	Non Locazioni			Locazioni					Non Locazioni
01	MI	MI	via Belfiori	5.015,00	2.677,00		7.692,00	282,00		7.772,00			
				38.24C					282,00		38.690,00		
				38.24C	3.057,00		7.692,00		282,00	282,00	7.877,00		
				38.24C	3.202,00		7.692,00		273,00	273,00	59.330,00		3.013.000,00
				38.24C	3.400,00		7.692,00		457,00	457,00	28.940,00		
03	BS	BS	via V. Morandi	2.007,00	12.124,00		22.532,00	1.000,00	8.122,00	41.341,00			
				10.814,00	12.400,00		23.214,00	528,00	3.270,00	2.735,00			
				38.24C	4.332,00		23.214,00	2.253,00	30.150,00	1.120,000,00			
				13.529,00	16.758,00		23.214,00	2.253,00	30.150,00	36.383,00		38.490.000,00	
				39.522,00		209,00	23.214,00	31.652,00	-	71.450,00		21.430.000,00	
04	PC	PC	via della Art 119	2.332,00	-	302,00	29.522,00	2.163,00	-	31.443,00			
				9.039,00	12.483,00	3.412,00	21.524,00	2.893,00	2.542,00	5.167,00		27.590.000,00	
				38.24C						-			
				38.24C	10.000,00	815,00	10.000,00	400,00		11.205,00		107.300.000,00	
				13.529,00	16.758,00		23.214,00	2.253,00	30.150,00	6.738,00		66.100.000,00	
10	BA	BA	via Anzalone	4.311,00	3.183,00		7.383,00	968,00	2.741,00	21.990,00			
				4.311,00	3.183,00	-	7.383,00		2.790,00	3.090,00			
				4.311,00	3.183,00	-	7.383,00		1.033,00	2.273,00			
				4.311,00	3.183,00	-	7.383,00		1.175,00	3.090,00		11.300.000,00	
				4.311,00	3.183,00	-	7.383,00		4.870,00	2.802,00		47.100.000,00	
12	BS	BS	via Piero Ilario	582,00	582,00	-	4.461,00	117,00	3.624,00	3.690,00			
				582,00	582,00	-	4.461,00		4.370,00	61.290,00		72.900.000,00	
				582,00	582,00	-	4.461,00		5.207,00	1.690,00		5.010.000,00	
				582,00	582,00	-	4.461,00		2.281,00	37.590,00		60.900.000,00	
				582,00	582,00	-	4.461,00		7.803,00	2.803,00		5.950.000,00	
15	BS	BS	via F. Torregiani	1.175,00	4.591,00		5.777,00			5.777,00			
				1.175,00	4.591,00	-	5.777,00		165,00	1.967,00		5.950.000,00	
				1.175,00	4.591,00	-	5.777,00		1.865,00	1.865,00		60.900.000,00	
				1.175,00	4.591,00	-	5.777,00		35,00	1.510,00		1.780.000,00	
				1.175,00	4.591,00	-	5.777,00		1.370,00	1.665,00		1.560.000,00	
23	BS	BS	via Campo Forno	1.308,00	5.010,00		1.440,00			1.440,00			
				1.308,00	5.010,00	-	1.440,00		1.370,00	1.665,00		1.780.000,00	
				1.308,00	5.010,00	-	1.440,00		1.720,00	1.720,00		1.560.000,00	
				1.308,00	5.010,00	-	1.440,00		1.720,00	1.720,00		1.560.000,00	
				1.308,00	5.010,00	-	1.440,00		1.720,00	1.720,00		1.560.000,00	
TOTALE				106.623,00	65.316,00	4.406,00	146.141,00	4.429,00	49.711,00	270.982,00	204.900,00		

Ns. Riferimento MC/val. 228 del 1 luglio 2013



CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza nonché nel riepilogo della pagina successiva e nella Relazione di Stima, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al FONDO OBELISCO, con riferimento alla data del 30 giugno 2013, sia pari a:

- € 204.800.000,00 (euro duecentoquattromilioniottocentomila/00)

di cui

01	Milano via Richard 1-3-5	€ 43.820.000,00
03	Roma via Valentino Mazzola 66	€ 38.490.000,00
04	Fiumicino (RM) viale delle Arti 119	€ 28.240.000,00
05	Fiumicino (RM) viale delle Arti 123	€ 37.590.000,00
06	Roma via Canton 10-12-20	€ 26.230.000,00
10	Bari via Amendola 160	€ 6.390.000,00
12	Roma via Fiume Bianco 56	€ 11.300.000,00
14	Segrate (MI) via Cassanese 224	€ 5.010.000,00
15	Roma via Tovaglieri 19	€ 5.950.000,00
23	Roma via Campo Farnia palazzina Z6	€ 1.780.000,00

Restando a disposizione per ogni chiarimento, è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

PRAXI S.p.A.

Dott. Ing. Giulio Crosetto
Consigliere Delegato