

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2012 DEL

FONDO OBELISCO

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO

INDICE

ORGANI SOCIALI	3
NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2012	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	13
Fatti di rilievo avvenuti successivamente al 30 giugno 2012	14
Commento alle voci della Situazione Patrimoniale	14
SITUAZIONE PATRIMONIALE	17
ESTRATTO DELLA RELAZIONE DELL'ESPERTO INDIPENDENTE	18

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 2012

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 il 14 aprile 2005.

Con riferimento al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 in emanazione del nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, si segnala che la SGR - alla luce delle disposizioni transitorie che consentono l'adeguamento entro sei mesi dalla pubblicazione (novembre 2012) - sta provvedendo alle necessarie modifiche informatiche, contabili e gestionali.

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
Relazione semestrale al 30.6.2012	138.872.778	68.800	2.018,500

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 2012 è di Euro 635 per quota, mentre la chiusura del 2011 è stata di Euro 851. Già l'ultimo trimestre del 2011 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: inquadramento generale

Gli ultimi mesi del 2011 sono stati caratterizzati, in Italia, da una profonda crisi politica, risolta con un governo tecnico, e dalla difficile situazione della finanza pubblica che poi si è estesa all'economia reale. Il rischio del debito, unito a una crescita economica vicina allo zero (e prevista con il segno negativo nel 2012), ha allontanato gli investitori dai nostri titoli del debito pubblico e ampliato lo *spread* con il Bund Tedesco. Parallelamente, a novembre scorso, sono avvenuti cambiamenti significativi anche nel mercato immobiliare italiano che nei primi mesi del 2012 ha subito un brusco rallentamento.

Il progressivo deterioramento della situazione finanziaria del paese si è riflesso, nell'ultima parte del 2011, in una contrazione nei volumi investiti nel settore immobiliare in Italia. Infatti, nel quarto trimestre 2011, sono stati investiti 990 milioni di Euro nel settore immobiliare, una diminuzione del 26% rispetto al trimestre precedente. Il risultato per l'intero 2011 si è attestato sul valore di 4,3 miliardi di Euro, una diminuzione del 12% rispetto al 2010. Il settore *retail* si è confermato il *driver* principale degli investimenti con il 55% del volume totale. Più in generale, *high street* e uffici insieme hanno rappresentato il 58% del volume totale investito, confermando l'attitudine avversa al rischio degli investitori che preferiscono *asset core* cui è associato un basso profilo di rischio.

La difficoltà del settore è proseguita nei primi mesi del 2012, con l'acuirsi della crisi del debito sovrano: nel primo trimestre 2012 in Italia sono stati investiti 463 milioni di Euro nel settore immobiliare, uno dei valori trimestrali più bassi mai registrati negli ultimi 10 anni, superiore solo al volume del terzo trimestre del 2005. L'Italia è ormai oggi un mercato secondario con valori simili a quelli dei mercati primari, soprattutto nel settore degli uffici: un vero *repricing* potrebbe dare slancio al settore nel corso dei prossimi mesi. Investitori opportunistici e *value added* rimangono interessati al nostro Paese.

L'Italia, insieme a Spagna e Portogallo, è stato l'unico Paese a registrare una contrazione annua negli investimenti, riflettendo la più generale crisi di fiducia e credibilità che ha travolto questi Paesi soprattutto negli ultimi mesi dello scorso anno. Nel primo trimestre dell'anno però, con un volume investito pari a 23,8 miliardi di Euro, anche l'Europa ha fatto registrare una flessione nei volumi investiti pari al 18% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

Per l'Italia, tra i fattori che si nascondono dietro questo risultato, il più importante rimane sicuramente la difficoltà di accesso al credito, cui va affiancandosi una maggiore selettività degli investitori, soprattutto internazionali.

Il mercato immobiliare terziario in Italia

In Italia, secondo i dati riportati da Agenzia del Territorio, le compravendite di uffici hanno proseguito il *trend* in diminuzione in corso dal 2006. Complessivamente, a fine anno 2011, le transazioni di uffici in Italia si sono attestate leggermente al di sopra delle 14.000 unità, una contrazione dell'8% circa rispetto al 2010.

In Italia, diversamente da ciò che è accaduto nel 2010, il volume delle compravendite nei capoluoghi ha avuto una contrazione leggermente inferiore rispetto a quanto registrato nel resto dei territori provinciali. In particolare, nei capoluoghi la contrazione è stata pari a circa il 7% nel 2011 rispetto al 2010, contro una diminuzione dell'8,2% registrata nel resto della provincia.

Nel 2011 le compravendite nei capoluoghi sono state di circa 6.700 unità, rispetto alle quasi 7.400 unità compravendute nel resto della provincia.

Il mercato immobiliare terziario in Italia continua comunque a essere rappresentato dai mercati di Milano e Roma.

È proseguita, anche nella seconda parte del 2011, 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, a un'offerta che non è disposta a ridimensionare le aspettative di ritorno sul capitale investito.

Si evidenzia il perdurare di una situazione di mercato critica, con un nuovo calo della domanda ma, soprattutto, una costante inadeguatezza dell'offerta, nonostante la non trascurabile mole di spazi prodotta dai più recenti sviluppi edilizi. Il mercato ha visto progressivamente crescere la quota di invenduto, la cui entità risulta anche solo difficile da quantificare con precisione. Rispetto al 2010, la contrazione dei valori immobiliari per il settore degli uffici è stata stimata nell'ordine del 2,3%.

Il mercato immobiliare della logistica in Italia

Fino all'inizio di questo decennio il mercato logistico italiano era guidato quasi completamente da utilizzatori proprietari. Il mercato di questo settore è pertanto, ad oggi, ancora in certa misura sottosviluppato, anche se si sta attualmente assistendo alla diffusione di nuovi centri distributivi di grande scala e classe A. La maggior parte dei nuovi edifici logistici è stata sviluppata nelle regioni settentrionali come Piemonte, Lombardia, Veneto ed Emilia Romagna e principalmente lungo l'autostrada A1 (Milano-Bologna) e la A4 (Torino-Venezia).

Il settore della logistica ha proseguito la sua crescita anche nell'ultima parte dell'anno, chiudendo il 2011 con un assorbimento di 856.150 metri quadri (+22% rispetto al 2010), uno dei dati migliori negli ultimi 10 anni. L'interesse degli utilizzatori per prodotti di grado A rimane elevato; questo trova evidenza nel fatto che nella maggior parte dei casi i magazzini oggetto di transazione sono immobili recenti o di nuova costruzione. I tempi di assorbimento per immobili già edificati e/o di qualità minore, soprattutto se collocati in *location* secondarie, restano più lunghi.

Nel 2011 la quota dei 3PL (*Third Party Logistics Provider*) sul totale degli spazi assorbiti si è attestata di poco sopra il livello del 40%, mentre si è confermata in forte crescita la porzione di spazi affittati dagli utilizzatori finali che scelgono di fare "in house" i servizi di logistica, che ha sfiorato il 50% del totale assorbito. I corrieri, con una quota di assorbimento sul totale di poco inferiore al 9%, hanno confermato il *trend* di miglioramento evidenziato nella prima metà dell'anno.

Nei primi tre mesi del 2012, l'assorbimento di magazzini per la distribuzione/logistica in Italia è stato pari a 277.850 metri quadri, in crescita del 42% rispetto all'ultimo trimestre del 2011. In Lombardia è stato locato il 49% dello spazio totale, seguita dall'Emilia Romagna con il 33%. Piemonte e Lazio, con 2 transazioni complessivamente, hanno rappresentato il 9% ciascuna del volume totale assorbito. La domanda continua a essere sostenuta dalla necessità di razionalizzare e migliorare gli spazi da parte delle aziende specializzate nella distribuzione logistica. Cresce anche la componente di nuova domanda legata ai nuovi canali distributivi dell'*e-commerce*.

L'assorbimento di spazi logistici è ancora guidato da operazioni *pre let* e/o *built to suit*, con gli utilizzatori che cercano spazi di qualità non presenti sul mercato. Questa è una tendenza in corso dalla fine del 2010 e con molta probabilità proseguirà nel 2012, soprattutto se non ripartiranno gli sviluppi speculativi. Questo però rimane uno scenario poco probabile a causa della scarsa disponibilità di accesso al credito per nuovi sviluppi. La conseguenza di tale tendenza è di un aumento della disponibilità di spazi di qualità medio-bassa che ha portato il *vacancy rate* nel primo trimestre del 2012 sul livello del 6,6% in Italia. Lo *stock* rimane intorno ai 12 milioni di metri quadri di superficie lorda locabile.

Nonostante il clima generale economico rimanga incerto, nel corso degli ultimi mesi sono stati siglati importanti contratti di locazione con utilizzatori primari, che stanno rafforzando la propria presenza in Italia.

Il mercato immobiliare di Milano - Terziario

Relativamente al settore terziario, lo stock totale di uffici stimato a Milano alla fine del 2011 è pari a poco più di 12 milioni di metri quadri. Nell'intero anno sono stati completati circa 110.000 metri quadri di nuovi uffici, una contrazione del 66% rispetto al 2010. Gli spazi disponibili, per effetto del rilascio di immobili esistenti, sono aumentati del 4,4% rispetto al trimestre precedente e di oltre il 15% rispetto allo scorso anno. Nel primo trimestre del 2012 il *vacancy rate* è stimato pari al 10,7%. Aumenta la disponibilità di spazi di qualità medio bassa rispetto al trimestre scorso (+7% gli spazi disponibili di Grado B e +27% quelli Grado C), mentre si riduce ulteriormente la disponibilità di spazi di Grado A (-9%), passando dal 32% dello spazio totale disponibile al 27%. Stock quasi invariato e *vacancy* in crescita continuano a determinare un assorbimento netto negativo che nel primo trimestre dell'anno è risultato pari a -24.000 metri quadri.

Il mercato degli uffici a Milano si conferma ancora nella fase favorevole agli utilizzatori, con canoni *prime* stabili, ma continua a crescere la pressione sui canoni effettivi. Il canone *prime* rimane stabile anche nei primi tre mesi dell'anno, pari a 520 Euro/mq/anno, mentre il maggior canone registrato nelle transazioni realizzate nel trimestre si attesta sul livello di 460 Euro/mq/anno, di poco superiore a quello del trimestre precedente. Il canone medio è aumentato leggermente nel trimestre, attestandosi sui 264 Euro/mq/anno. Ciò è stato determinato dal maggior peso delle transazioni di unità situate nella zona centrale, in cui il canone è variato tra 300 e 460 Euro/mq/anno (per le unità superiori a 500 metri quadri). Il canone medio ponderato nel primo trimestre 2012, solo per la città di Milano, è risultato pari a 246 Euro/mq/anno, in diminuzione rispetto al trimestre precedente. Come già osservato, oggi il livello degli incentivi si conferma significativamente elevato rispetto al passato e la differenza tra canone *prime* e canone effettivo ormai varia tra il 10-20%. Tra i tipi di incentivi richiesti dagli utilizzatori, oltre al *free rent* e allo *step rent*, inizia a essere comune includere anche il contributo della proprietà per il *fit out*. La proprietà invece, ottiene sempre più frequentemente, come compensazione per l'incentivo accordato, l'allungamento del termine contrattuale.

Il mercato immobiliare di Roma - Terziario

L'assorbimento di spazi ad uso uffici a Roma registrato alla fine del 2011 ha sfiorato i 200.000 metri quadri, un aumento del 54% rispetto al 2010. Il 32% delle superfici assorbite nell'anno è stato determinato da due grandi transazioni realizzate nel primo semestre: escludendo queste due unità dall'assorbimento totale, il risultato annuo sarebbe rimasto in linea con il 2010, intorno ai 135.000 metri quadri.

Nei primi tre mesi dell'anno, l'assorbimento di spazi uffici a Roma è diminuito ulteriormente rispetto al trimestre precedente, rimanendo al di sotto dei 10.000 metri quadri. Il rallentamento nell'attività di locazione, oltre ad essere una tendenza strutturale del mercato (le dinamiche di assorbimento sono in genere più deboli nei primi mesi dell'anno e nei mesi successivi all'estate, e più vivaci negli altri periodi) è influenzato anche da alcuni fattori, tra cui il progressivo allungamento delle trattative di commercializzazione degli spazi in locazione e la crescente tendenza alla

rinegoziazione. Quest'ultimo comportamento a Roma è ancora più accentuato rispetto a Milano, per la scarsa disponibilità di spazi che soddisfino i nuovi requisiti di qualità delle aziende. Ciò è confermato anche dal minor numero di uffici con certificazione di sostenibilità rispetto a Milano. Nel terzo trimestre dell'anno, le società più dinamiche sul mercato sono state quelle attive nel settore informatico, che hanno assorbito il 35% della superficie totale, quasi interamente nella zona sud di Roma. A settembre il Governo, sotto pressione dalla necessità di ridurre in tempi brevi il debito, ha nuovamente riconsiderato la necessità di valorizzare i beni pubblici. Se lo Stato avviasse un'analisi approfondita dei suoi reali bisogni immobiliari strumentali e li pensasse più coerenti con le sue funzioni, potrebbe rilasciare parte degli edifici storici e centrali della città, liberandoli per altre attività come quella ricettiva, commerciale o abitativa. Questo però sarà un processo lungo che avrà un effetto sul mercato immobiliare nel lungo periodo.

I canoni *prime* continuano a rimanere stabili anche nei primi tre mesi del 2012 sul livello di 420 Euro/mq, come anche i rendimenti *prime* (*Gross*) che rimangono fermi sul livello del 5,8%. Sull'intero anno 2012, il canone medio ponderato è stato stimato pari a 232 Euro/mq/anno. Nella zona centrale, si continua a pagare un canone elevato per occupare immobili di prestigio storico e architettonico: nell'anno il canone massimo registrato per una locazione è stato di circa 500 Euro/mq/anno. Nei primi tre mesi del 2012, negli altri sotto mercati romani, i canoni sono rimasti stabili. La zona dell'Eur, dove continua a concentrarsi la domanda per spazi di medio-grandi dimensioni, ha mantenuto i valori sul livello di 340 Euro/mq/anno. Una tendenza alla diminuzione nel livello dei canoni è attesa per i prossimi mesi.

Il mercato immobiliare di Bari

Il mercato immobiliare osservato a Bari nel corso dei primi sei mesi del 2012 sembra aver confermato quanto avvenuto nel 2011 ossia un generale rallentamento (iniziato nell'ultimo semestre del 2010) dei *trend* flettenti che avevano caratterizzato il capoluogo pugliese negli ultimi semestri.

Per quanto concerne gli indicatori qualitativi riguardanti domanda, offerta e quantità scambiate in compravendita e locazione, il quadro complessivo evidenzia una generale stazionarietà, anche se con sfumature diverse da comparto a comparto; da segnalare le flessioni ulteriori della domanda per acquisto e dei contratti stipulati, percepite per gli immobili direzionali e commerciali - e da mercato a mercato - quello dell'affitto appare ancora lievemente più dinamico rispetto a quello della compravendita.

Considerando, invece, i valori di compravendita e locazione, l'ultimo semestre ha fatto registrare una leggera flessione sia dei prezzi che dei canoni (quest'ultimi mediamente del 4,5%), con la conseguente generale revisione al ribasso della redditività offerta, comunque ancora soddisfacente per tutti i segmenti di mercato (in particolare box e garage).

Da sottolineare, un aumento dello sconto applicato al prezzo di cessione finale rispetto alla richiesta (elevato per tutti i comparti) con particolare riferimento al "non residenziale" e dei tempi medi di vendita e locazione, ora nel complesso allineati o di poco superiori ai dati medi campionari.

Per concludere con alcune previsioni in merito ai *trend* attesi per la seconda parte del 2012, gli operatori si dividono tra attesa di stazionarietà rispetto a quanto riscontrato ad inizio anno e ulteriori, seppur lievi, flessioni, che dovrebbero riguardare principalmente prezzi e anche canoni di locazione.

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 2012 effettuata da Praxi, nuovo Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo, ammonta invece ad Euro 211.980.000 a fronte di una valutazione, al 31 dicembre 2011, di Euro 211.100.000, registrando quindi un incremento dello 0,4%.

Il *trend* della valutazione riflette principalmente gli effetti dei significativi interventi valorizzativi che sono stati effettuati su un immobile di proprietà del Fondo, nel seguito meglio descritti.

Nel corso del primo semestre 2012 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. Inoltre, nel medesimo periodo, sono stati sottoscritti nuovi contratti di locazione e rinegoziazione per un complessivo canone annuo di Euro 163.412.

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

Nuove locazioni					
Città	Indirizzo	Superficie (mq)	Destinazione d'uso	Posti Auto/Moto (n°)	Canone annuale
Roma	Via Campo Farnia	35	ufficio	-	€ 5.400,00
Fiumicino (RM)	Viale delle Arti 123	-	posto auto scop.	18	€ 6.480,00
Bari	Via Amendola 162/1	104	ufficio	-	€ 12.432,00
Bari	Via Amendola 162/1	91	ufficio	-	€ 10.900,00
		230		18	€ 35.212,00
Rinegoziazioni					
Fiumicino (RM)	Viale delle Arti 123	308	ufficio	5	€ 73.200,00
Fiumicino (RM)	Viale delle Arti 123	187	ufficio	-	€ 30.000,00
Roma	Via Mazzola	-	antenne		€ 25.000,00
		495		5	€ 128.200,00

Nel corso del primo semestre 2012, inoltre, il Fondo ha registrato alcuni recessi per un ammontare di circa Euro 421.000.

Alcune delle società conduttrici degli immobili del Fondo sono state infatti costrette a ridurre le linee di produzione industriale e di conseguenza a contrarre il numero degli addetti e gli spazi occupati.

La situazione dei crediti insoluti alla data del 30 giugno 2012 è pari ad Euro 954.151, in lieve flessione rispetto al dato al 31 dicembre 2011.

La stesura dell'aggiornamento del budget manutentivo per l'anno 2012 è stata condivisa con il Property Manager, che ha avanzato nuove proposte per interventi di manutenzione straordinaria capitalizzabile, indicando la tipologia degli interventi e fornendo una stima aggiornata dei costi.

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

In particolare nel corso del primo semestre 2012 sono proseguiti gli interventi di riqualificazione sull'immobile sito in Milano - Viale Richard, oggetto della rinegoziazione del contratto di locazione con Nestlé Italia. Gli interventi, che hanno riguardato principalmente la componente impiantistica e hanno coinvolto anche l'edificio pluritenant, sono ormai prossimi al completamento, con largo anticipo rispetto alle previsioni contrattuali.

Nell'ottica di valorizzazione del portafoglio immobiliare, per l'immobile di Roma - Via Tovaglieri, il Fondo ha partecipato ad un bando indetto dal Comune di Roma che ha promosso un programma di risanamento di complessi immobiliari finalizzato alla realizzazione di alloggi sociali tramite la riqualificazione/trasformazione di edifici esistenti non residenziali. Le proposte d'intervento saranno sottoposte al vaglio di una Commissione tecnico-consulativa che valuterà i progetti partecipanti all'iniziativa.

La SGR sta anche valutando, in alternativa alla valorizzazione dell'immobile attraverso il bando del Comune di Roma sopra citato, di ricorrere allo strumento del "Piano Casa" della Regione Lazio che permetterebbe di ottenere un titolo edilizio privatistico secondo un processo più snello.

3.2. Politiche di investimento

La SGR concentrerà l'attività nel valorizzare il portafoglio immobiliare già acquisito e si riserva di effettuare ulteriori investimenti qualora emergano opportunità offerte dal mercato che si ritiene possano generare profitti in linea con le attese e che siano coerenti con le previsioni regolamentari e normative.

Il Fondo è infatti sottoposto, nell'attività di investimento, ai limiti/divieti stabiliti dalla normativa vigente ed alle prescrizioni della Banca d'Italia. Le tipologie di investimento del patrimonio del Fondo sono indicate all'art. 4 del Regolamento. In particolare, il Fondo investirà in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (quotate e non quotate), nel settore terziario, commerciale, logistico, ricreativo, nonché turistico-alberghiero.

Il Fondo potrà investire in altre tipologie immobiliari qualora l'investimento sia funzionale agli investimenti primari, nonché in immobili da ristrutturare e/o da restaurare, qualora il Consiglio di Amministrazione della SGR lo ritenga opportuno. In quest'ultima ipotesi l'investimento avverrà tramite contratto di appalto con primaria impresa di costruzioni. Tuttavia, nel corso della vita del Fondo, la struttura degli investimenti potrà essere modificata a seconda dell'andamento dei diversi segmenti del settore immobiliare al fine di poter massimizzare i ritorni per i sottoscrittori.

Il Fondo può investire sia in Italia che all'estero, con prevalenza nei Paesi UE; qualora gli investimenti risultino espressi in valute diverse dall'Euro, la SGR potrà attivare adeguati sistemi finalizzati alla copertura del rischio di cambio, nonché avvalersi, nei limiti ed alle condizioni stabiliti dalla Banca d'Italia, di tecniche ed operazioni destinate alle coperture dei rischi di tasso.

L'investimento del Fondo in azioni o quote di società immobiliari, cioè in società di capitali che - ai sensi del D.M. n. 228/1999 - svolgono attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e gestione di immobili, potrà essere effettuato direttamente o attraverso società controllate, nonché attraverso l'acquisto di strumenti finanziari di debito delle medesime società, comunque nel rispetto dei limiti previsti dalla normativa tempo per tempo vigente e dal Regolamento.

4. EVENTI RILEVANTI VERIFICATISI NEL SEMESTRE

Il Fondo ha sottoscritto nuovi contratti di locazione per un ammontare di canone annuo pari a circa 163.412 Euro.

Inoltre, il Fondo ha registrato diversi recessi per un ammontare di circa 421.000 Euro di canone annuo imputabili sia agli effetti della crisi economica internazionale, che ha messo maggiormente in difficoltà alcune delle società in *start - up* occupanti parte degli immobili del Fondo, sia alle rinegoziazioni dei contratti con *tenant* di primario livello, che hanno significativamente ridotto le linee di produzione industriale con una conseguente riduzione del personale e degli spazi ad uso uffici a loro necessari.

In virtù della scadenza per decorrenza dei termini dell'incarico di REAG S.p.A., quale Esperto Indipendente del Fondo, si è svolta durante il secondo semestre 2011 una procedura competitiva a seguito della quale è stata nominata la società Praxi S.p.A., quale nuovo Esperto Indipendente del Fondo Obelisco. Nel corso del primo semestre 2012 si è svolta pertanto con il nuovo Esperto Indipendente tutta l'attività propedeutica alla valutazione semestrale al 30 giugno 2012, al fine di fornire in tempo utile un'adeguata conoscenza del portafoglio immobiliare del Fondo.

Il decreto legge 6 dicembre 2011 n. 201 convertito nella legge 22 dicembre 2011, n. 214 ha introdotto, a partire dal 1 gennaio 2012, l'IMU (imposta municipale unica), la nuova imposta sul patrimonio immobiliare che sostituisce l'ICI.

Attraverso i dettami normativi in vigore, sono state previste basi univoche e omogenee per il calcolo della base imponibile per tutto il territorio nazionale, lasciando invece ai Comuni la possibilità di scegliere in che modo applicare aumenti o diminuzioni modificando soltanto l'aliquota imposta.

Per i fabbricati ed i terreni agricoli la base imponibile è individuata applicando coefficienti di moltiplicazione alla rendita catastale.

Per quanto riguarda le aliquote, quelle di base previste sono pari a 0,40 punti percentuali del valore per la prima casa, e a 0,76 punti percentuali per tutti gli altri immobili (fabbricati e terreni).

Queste aliquote potranno essere variate dai Comuni con apposite delibere da adottare entro il prossimo 10 dicembre.

Anche i fondi comuni d'investimento immobiliare, come Obelisco, sono soggetti passivi dell'IMU per gli immobili da essi detenuti.

Il 18 giugno 2012 è stato liquidato e versato l'acconto IMU applicando l'aliquota di base unica dello 0,76 per cento posto che l'aliquota dello 0,40 per cento è applicabile soltanto alle persone fisiche proprietarie di prima casa. L'imposta, per il Fondo Obelisco, è risultata circa il doppio dell'ICI corrisposta nel 2011 (circa Euro 950.000 per il primo semestre contro circa Euro 1,1 milioni di ICI per l'intero anno 2011). L'onere definitivo che l'IMU determinerà in capo ai fondi per l'anno 2012 potrà essere quantificato soltanto successivamente all'adozione delle delibere dei Comuni sopra citate.

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 consisteranno 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 2012 ammonta ad Euro 138.872.778, mentre al 31 dicembre 2011 ammontava ad Euro 141.529.761.

Nell'analisi delle variazioni del patrimonio del Fondo vanno innanzitutto considerati i rimborsi di capitale e le distribuzioni di proventi per complessivi Euro 20.640.000 effettuati nel corso della vita del Fondo stesso; inoltre va tenuto conto dell'effetto della valutazione degli immobili, dei ricavi dalle locazioni e dalla dismissione di due *asset*, al netto delle spese connesse alla gestione del Fondo e degli immobili,

della commissione spettante alla società di gestione e degli interessi passivi sul finanziamento.

Il valore della singola quota di partecipazione del Fondo è passato da Euro 2.057,119 al 31 dicembre 2011 a Euro 2.018,500 al 30 giugno 2012; si ricorda che il valore di sottoscrizione era di Euro 2.500.

7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2012

Il recente decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95 prevede all'articolo 3, alcune disposizioni che potrebbero riguardare le locazioni attive del Fondo.

In particolare l'articolo 3, comma 1, del decreto prevede che l'aggiornamento relativo alle variazioni dell'indice ISTAT non si applica al canone dovuto dalle amministrazioni inserite nel conto economico consolidato della pubblica amministrazione, come individuate dall'ISTAT ai sensi dell'articolo 1, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196.

La stessa norma, al successivo comma 3, prevede che i canoni di locazione dovuti dalle medesime amministrazioni saranno ridotti a partire dal 1 gennaio 2013 nella misura del 15 per cento di quanto attualmente corrisposto. Tale previsione, secondo la norma, costituisce una nuova clausola contrattuale dei contratti di locazione in essere che consente al locatore di esercitare il diritto di recesso.

Le nuove disposizioni potrebbero essere modificate in sede di conversione in legge. Pertanto, solo successivamente a tale evento, sarà possibile fornire una puntuale valutazione dei loro effetti sui contratti stipulati dal Fondo con la pubblica amministrazione e il conseguente impatto negativo sulle valutazioni degli immobili in portafoglio.

8. COMMENTO ALLE VOCI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE

IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

B.1 Immobili dati in locazione Euro 211.980.000

L'importo si riferisce alla valutazione al 30 giugno 2012 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 2012)										
Cespiti disinvestiti		Quantità mq.	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato investimento
			Data	Costo acquisto		Data	Ricavo vendita			
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
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
TOTALI		4.373		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	Sup. Lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipoteche	Ulteriori informazioni
	Comune	Pr.	Indirizzo				Canone m2/m3	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	Milano	MI	Via G. Richard	1	Terziario privato	1989	35.654	108	Affitto	Varie	Imprese commerciali	43.300.000	17.795.307
2	Roma	RM	Via V. Mazzola	66	Terziario privato	1988	31.200	166	Affitto	Varie	Imprese commerciali	40.000.000	16.439.083
3	Fiumicino	RM	Viale delle Arti	123	Terziario privato	1990	24.934	155	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	196	Affitto	Varie	Imprese commerciali	8.000.000	3.287.817
7	Bari	BA	Via Amendola	162/1	Terziario privato	1991	13.697	103	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	112	Affitto	Varie	Imprese commerciali	6.500.000	2.671.351
10	Roma	RM	Via Campofarnia	snc	Terziario privato	1989	1.000	109	Affitto	Varie	Imprese commerciali	1.850.000	760.308
TOTALI						183.194					199.700.000	82.072.122	(*)

POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'

F.1 Liquidità disponibile

Euro 13.188.013

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 30/6/2012		
Voce	Importo	Totale
G.2 Ratei e risconti attivi		566.271
Ratei attivi v/clienti per canoni di locazione	193.670	
Risconti attivi per oneri di avvio Fondo	372.601	
G.4 Altre		429.305
Crediti v/clienti per canoni di locazione	335.896	
Crediti v/Fondo Helios per utilizzo credito IVA	5.044	
Depositi cauzionali	456	
Crediti verso assicurazione	25.329	
Crediti per anticipi a fornitori	56.046	
Crediti per fatture da emettere	6.534	
		995.576

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 30/6/2012		
Voce	Importo	Totale
M.3 Ratei e risconti passivi		77.734
Risconti su canoni di locazione	77.734	
M.4 Altre		3.431.658
Debiti v/fornitori per fatture da ricevere	1.996.976	
Debiti v/fornitori per fatture ricevute	1.172.053	
Interessi su depositi cauzionali	21.339	
Debiti per anticipi da clienti	10.205	
Debiti v/clienti per note di credito da emettere	103.362	
Debiti v/erario	127.723	
M.6 Debiti per cauzioni		1.709.297
Debiti per cauzioni ricevute	1.709.297	
		5.218.689

Il Consiglio di Amministrazione

Roma, 30 luglio 2012

Relazione semestrale del Fondo Obelisco al 30/6/2012				
Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITÀ	Situazione al 30/6/2012		Situazione al 31/12/2011	
	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	211.980.000	93,73%	211.100.000	91,72%
B1. Immobili dati in locazione	211.980.000	93,73%	211.100.000	91,72%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
E1. Oneri pluriennali				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	13.188.013	5,83%	17.728.951	7,70%
F1. Liquidità disponibile	13.188.013	5,83%	17.728.951	7,70%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	995.576	0,44%	1.324.209	0,58%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	566.271	0,25%	559.061	0,24%
G3. Crediti di imposta				
G4. Altre	429.305	0,19%	561.738	0,25%
G5. Credito IVA			203.410	0,09%
TOTALE ATTIVITÀ	226.163.589	100,00%	230.153.160	100,00%
PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/6/2012		Situazione al 31/12/2011	
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	5.218.689		6.551.277	
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati				
M2. Debiti di imposta	127.723			
M3. Ratei e risconti passivi	77.734		67.451	
M4. Altre	3.303.935		4.677.224	
M5. Fondo imposta				
M6. Debiti per cauzioni ricevute	1.709.297		1.806.602	
TOTALE PASSIVITÀ	87.290.811		88.623.399	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	138.872.778		141.529.761	
Numero delle quote in circolazione	68.800		68.800	
Valore unitario delle quote	2.018,500		2.057,119	
Rimborsi 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/mc 262
Roma, 30 giugno 2012

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 2012, 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 14/4/2005 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 - MÜNCHEN

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 63 60 - Fax +39 011 630 21 82
Aut. MLPS 13/L/0003868/03.04 e 13/L/0010357 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132730017

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 contratti,

Ns. Riferimento MC/mc 262 del 30 giugno 2012



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

INVESTIRE IMMOBILIARE SGR - Fondo Obelisco - Valutazione al 30/06/2012

Ns. Riferimento MC/mc 262 del 30 giugno 2012



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.

INVESTIRE IMMOBILIARE SGR - Fondo Obelisco - Valutazione al 30/06/2012

Ns. Riferimento MC/me 262 del 30 giugno 2012



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; prudenzialmente, 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.

INVESTIRE IMMOBILIARE SGR - Fondo Obelisco - Valutazione al 30/06/2012

Ns. Riferimento MC/mc 262 del 30 giugno 2012



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/mc 262 del 30 giugno 2012



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 2012, 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.

INVESTIRE IMMOBILIARE SGR - Fondo Obelisco - Valutazione al 30/06/2012

Ns. Riferimento MC/mc 262 del 30 giugno 2012



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 (Presidente 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.

INVESTIRE IMMOBILIARE SGR - Fondo Obelisco - Valutazione al 30/06/2012

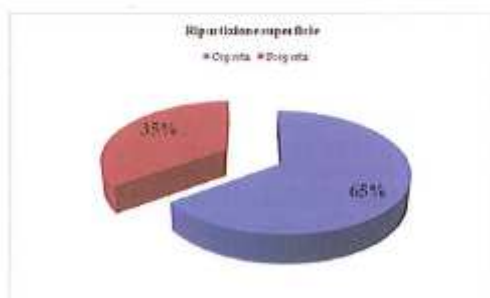
Ns. Riferimento MC/me 262 del 30 giugno 2012



RIEPILOGO CONSISTENZE E VALORI

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

Progressivo	Città	Prodotto	Indirizzo	Superficie				Totale	VAL Presal al 30/06/2012	VAL Presal al 30/06/2011						
				Coperta		Part. Con.	G.R.A.				Scoperta					
				Locata	Non Locata						Locata	Non Locata				
01	Milano	MI	via Richard	Torre D	5.015,00	2.473,00		1.490,00	232,00	-	7.732,00					
				BCNC		3.603,00				3.832,00	3.509,00					
				Torre C3	3.605,00			1.625,00	212,00			5.437,00				
				BCNC		3.182,00				3.732,00	5.953,00					
				Torre E5	3.437,00			1.432,00	432,00			5.301,00				
TOTALE				16.597,00	12.134,00	-	11.552,00	1.007,00	8.179,00	41.341,00	49.599,00	30.120,00				
03	Roma	RM	via V. Manzoni	BCNC	14.135,00	2.079,00		23.318,00	424,00	141,00	23.763,00	81.841,00	26.270,00			
				TOTALE				2.926,00	4.359,00	-	2.235,00	2.615,00	13.209,00			
				TOTALE				11.427,00	19.227,00	-	23.208,00	2.429,00	4.756,00	34.849,00		
04	Firenze	FI	viale delle Arti 118	Lacina			205,00					20.900,00	31.480,00			
				TOTALE				18.517,00	-	205,00	18.517,00	11.612,00	-	11.447,00		
				TOTALE				8.809,00	11.695,00	3.412,00	15.524,00	1.668,00	26.012,00	33.657,00	41.960,00	26.520,00
06	Roma	RM	via Curtius	BCNC	18.090,00		815,00	16.000,00	400,00		11.305,00	27.670,00	10.760,00			
				TOTALE				2.056,00		1.050,00	3.963,00		6.872,00			
				TOTALE				12.148,00	-	815,00	12.148,00	4.167,00	-	17.180,00		
10	Bari	BA	via Amendola	BCNC	4.345,00	2.785,00		3.500,00	916,00	751,00	9.192,00	6.490,00	6.610,00			
				TOTALE				4.235,00	4.830,00			215,00	5.300,00			
				TOTALE				4.481,00	8.056,00	-	7.700,00	948,00	1.048,00	14.279,00		
12	Roma	RM	via Flaminio Bianco	BCNC	4.481,00			4.481,00	1.115,00	1.532,00	6.999,00	11.590,00	4.710,00			
				TOTALE				4.481,00	252,00	-	4.481,00	1.115,00	1.824,00	12.367,00		
				TOTALE				5.709,00			5.709,00	471,00	6.180,00			
14	Segrate	MI	via Cassinese	BCNC	2.381,00			2.381,00	1.469,00	3.750,00	5.890,00	6.480,00	7.230,00			
				TOTALE				2.084,00			2.084,00	-	4.096,00	5.639,00		
				TOTALE				8.837,00	5.095,00		5.713,00			5.713,00		
15	Roma	RM	via F. Testi	BCNC		2.774,00			165,00	1.267,00	4.370,00	6.410,00	6.920,00			
				TOTALE				1.837,00	6.649,00	-	3.774,00	165,00	1.067,00	10.449,00		
				TOTALE				3.164,00	276,00		1.410,00	35,00	75,00	5.110,00		
23	Roma	RM	via Campo Fiora	BCNC		388,00			133,00	1.149,00	1.665,00	1.200,00	1.560,00			
				TOTALE				1.552,00	276,00	-	1.440,00	172,00	1.175,00	3.773,00		
				TOTALE				199.911,00	61.713,00	4.696,00	146.341,00	44.238,00	49.839,00	270.800,00	211.990,00	141.900,00



INVESTIRE IMMOBILIARE SGR - Fondo Obelisco - Valutazione al 30/06/2012

Ns. Riferimento MC/me 262 del 30 giugno 2012



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 2012, sia pari a:

- € 211.980.000,00 (euro duecentoundicimilioninovecentottantamila/00)
di cui

01	Milano via Richard 1-3-5	€ 43.590.000,00
03	Roma via Valentino Mazzola 66	€ 41.840.000,00
04	Fiumicino (RM) viale delle Arti 119	€ 28.900.000,00
05	Fiumicino (RM) viale delle Arti 123	€ 37.980.000,00
06	Roma via Canton 10-12-20	€ 27.670.000,00
10	Bari via Amendola 160	€ 6.690.000,00
12	Roma via Fiume Bianco 56	€ 11.600.000,00
14	Segrate (MI) via Cassanese 224	€ 5.400.000,00
15	Roma via Tovaglieri 19	€ 6.410.000,00
23	Roma via Campo Farnia palazzina Z6	€ 1.900.000,00

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

PRAXI S.p.A.

Dott. Ing. Giulio Crosetto

Presidente