INVESTIRE IMMOBILIARE SGR

Fondo Immobiliare Obelisco

Fondo comune
di investimento immobiliare
di tipo chiuso

Rendiconto al 31 dicembre 2014

APPROVATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELLA INVESTIRE IMMOBILIARE SGR S.P.A. IN DATA 27 FEBBRAIO 2015

INDICE

Via Cassanese - Palazzo Mantegna - Segrate (Milano)

ORGANI SOCIALI 4

RELAZIONE AL 31 DICEMBRE 2014 6

Premessa 7
Operazione di fusione per incorporazione delle società Beni Stabili Gestioni SGR e Polaris RE SGR nella Investire Immobiliare SGR 10
Andamento del mercato 12
Attività di gestione e politiche d'investimento 21
Eventi rilevanti verificatisi nell'esercizio 24
Linee strategiche per l'attività futura 32
Rapporti con altre società del gruppo della SGR 33
Attività di collocamento delle quote 33
Andamento del Fondo 33
Fatti di rilievo avvenuti successivamente al 31 dicembre 2014 33
Operatività su strumenti finanziari derivati 33

PROSPETTI CONTABILI DEL FONDO OBELISCO 34

Situazione patrimoniale 35
Sezione reddituale 36

NOTA INTEGRATIVA 37

Parte A – Andamento del valore della quota 38

Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto 43
Sezione I - Criteri di valutazione 44
Sezione II - Le attività 47
Sezione III - Le passività 50
Sezione IV - Il valore complessivo netto 51
Sezione V - Altri dati patrimoniali 52

Parte C – Il risultato economico dell'esercizio 53
Sezione II - Beni immobili 54
Sezione IV - Depositi bancari 54
Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari 55
Sezione VII - Oneri di gestione 55
Sezione VIII - Altri ricavi e oneri 56
Sezione IX - Imposte 57

Parte D – Altre informazioni 59

RELAZIONI 61

ORGANI SOCIALI

Via Amendola, 160 - Bari

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Presidente	Aldo Mazzocco
Vice Presidente	Carlo Cerami
Amministratore Delegato	Dario Valentino
Consiglieri	Giulio Bastia Ermanno Boffa Domenico Bilotta Leonardo Buonvino Fabio Carlozzo Giuseppe Mazzarella Arturo Nattino Anna Pasquali Maurizio Pinnarò Marco Tofanelli

COLLEGIO SINDACALE

Presidente	Francesco Minnetti
Sindaci effettivi	Carlo Napoleoni Andrea Severi
Sindaci supplenti	Antonio Staffa Marco Vicini

SOCIETÀ DI REVISIONE

Reconta Ernst&Young S.p.A.

Viale delle Arti, 119/121 - Fiumicino (Roma)

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI AL RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2014

PREMESSA

Il Rendiconto della gestione, redatto 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 stato predisposto 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 e successive modificazioni e integrazioni.

I prospetti relativi alla situazione patrimoniale ed alla sezione reddituale sono stati redatti in unità di Euro. Per una omogenea comparazione dei dati, le eventuali riclassifiche delle voci di Rendiconto verranno analogamente applicate alle voci di Rendiconto dell'esercizio precedente.

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.

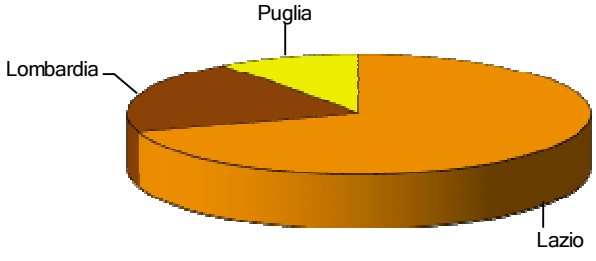
Si ricorda inoltre che, con provvedimento del 1° giugno 2006 della Borsa Italiana S.p.A., le quote del Fondo sono state ammesse alla negoziazione sul Mercato Telematico Azionario (MTA), segmento Mercato Telematico Fondi (MTF oggi ridenominato come MIV – Mercato degli Investment Vehicles), con inizio 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.

Di seguito si forniscono alcune tabelle riassuntive in ordine al posizionamento geografico, alla tipologia e ad altri dati significativi degli immobili costituenti il patrimonio del Fondo. I valori sono indicati sulla base della valutazione dell'Esperto Indipendente al 31 dicembre 2014.

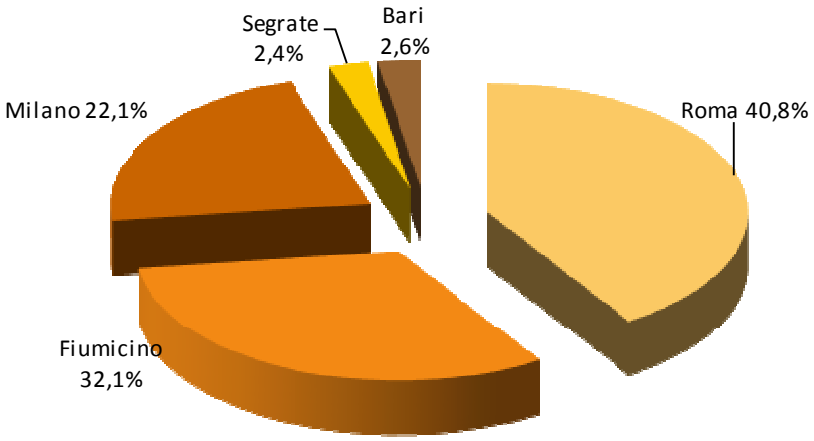
Nella seguente tabella, con grafico, si riporta la distribuzione geografica per regione dell'intero portafoglio.

Numero immobili			Valore al 31/12/2014		Superfici	
Regione	**N.**	**% del tot.**	**Valore**	**% del tot.**	**GLA**	**% del tot.**
Lazio	7	70,0%	140.870.000	72,9%	108.106	74,0%
Lombardia	2	20,0%	47.290.000	24,5%	30.535	20,9%
Puglia	1	10,0%	5.010.000	2,6%	7.500	5,1%
Totale	**10**	**100,0%**	**193.170.000**	**100,0%**	**146.141**	**100,0%**



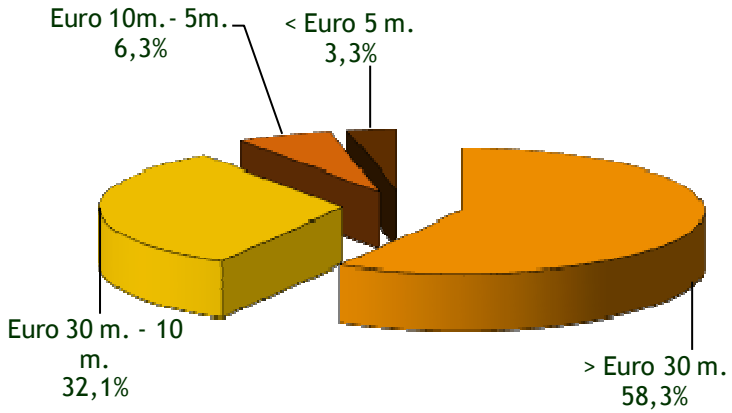
Nel prospetto e nel grafico seguenti viene evidenziata la concentrazione per comune del patrimonio immobiliare.

Numero immobili			Valore al 31/12/2014		Superfici	
Comune	**N.**	**% del tot.**	**Valore**	**% del tot.**	**GLA**	**% del tot.**
Roma	5	50,0%	78.890.000	40,8%	47.060	32,2%
Fiumicino	2	20,0%	61.980.000	32,1%	61.046	41,8%
Milano	1	10,0%	42.640.000	22,1%	22.552	15,4%
Segrate	1	10,0%	4.650.000	2,4%	7.983	5,5%
Bari	1	10,0%	5.010.000	2,6%	7.500	5,1%
Totale	**10**	**100,0%**	**193.170.000**	**100,0%**	**146.141**	**100,0%**



Qui di seguito si fornisce la suddivisione per fasce di valore degli immobili.

Tipo	Valore al 31/12/2014	% del tot.	N. asset
> Euro 30 m.	112.630.000	58,3%	3
Euro 30 m. - 10 m.	61.980.000	32,1%	3
Euro 10 m. - 5 m.	12.230.000	6,3%	2
< Euro 5 m.	6.330.000	3,3%	2
Totale	**193.170.000**	**100,0%**	**10**



La SGR ha conferito nel 2012 alla Praxi S.p.A. l'incarico triennale di Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo.

Qui di seguito una tabella riassume, ai fini della trasparenza, gli incarichi ricoperti dai diversi Esperti Indipendenti dei Fondi gestiti dalla Investire Immobiliare SGR.

FONDO	EI	ulteriori incarichi in II
FIP	REAG	EI Primo
Obelisco	PRAXI	
FIEPP	PATRIGEST (gruppo Gabetti)	Agency FIP (Gabetti)
APPLE	K2REAL	EI HS-IC
Helios	PROTOS	EI INPGI
HS-IC	K2REAL	EI Apple
Primo	REAG	EI FIP
INPGI	PROTOS	EI Helios
Pegasus	CBRE	Agency FIP

L'incarico di Property e Building Manager è affidato a Beni Stabili Property Service S.p.A., società partecipata dai soci della SGR - Banca Finnat Euramerica S.p.A. e Regia Srl - insieme a Beni Stabili e Fondazione Cassa di Risparmio di Torino.

L'incarico di Banca Depositaria del Fondo è stato conferito a State Street Bank S.p.A. presso la quale sono depositati la liquidità e gli strumenti finanziari del Fondo.

La Reconta Ernst & Young S.p.A. è la società di revisione della SGR e dei Fondi da essa gestiti per il novennio 2011-2019.

La *corporate governance* del Fondo, come stabilito dal Regolamento, approvato dalla Banca d'Italia in data 3 agosto 2005, prevede che i partecipanti si riuniscano in un'assemblea per deliberare sulle seguenti materie:

a) nomina e revoca, per giusta causa, del Presidente dell'Assemblea;
b) sostituzione della SGR nella gestione del Fondo come da art. 5.5.1 b) del Regolamento del Fondo;
c) proposte di modifica del Regolamento del Fondo;
d) modifiche delle politiche di gestione del Fondo.

Le deliberazioni dell'Assemblea vengono portate a conoscenza del Consiglio di Amministrazione della SGR, nonché rese pubbliche tramite deposito presso la sede sociale della SGR, con comunicazione alla Banca Depositaria e pubblicazione sul sito Internet della SGR. Nei casi di delibere di cui alle lettere b), c) e d) di cui sopra, la SGR trasmette alla Banca d'Italia copia delle stesse per la prescritta approvazione.

OPERAZIONE DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DELLE SOCIETA' BENI STABILI GESTIONI SGR E POLARIS RE SGR NELLA SOCIETA' INVESTIRE IMMOBILIARE SGR

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

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

Contestualmente alla efficacia della fusione sono cessati dalle cariche e dalle relative mansioni e facoltà gli organi amministrativi, gli organi di controllo e gli incaricati della revisione legale dei conti delle due società incorporate.

In conseguenza della fusione il capitale sociale della società è stato aumentato di euro 6.170.000,00 ed è così passato da euro 8.600.000,00 ad euro 14.770.000,00 mediante emissione di numero 6.170 azioni ordinarie del valore nominale di euro 1.000,00 cadauna.

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

1) BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A. è titolare di numero 7.409 azioni ordinarie, pari al 50,16% del capitale sociale;

2) REGIA SRL è titolare di numero 1.720 azioni ordinarie pari all'11,64% del capitale sociale;

3) B.S. 7 S.p.A. è titolare di numero 2.643 azioni ordinarie pari al 17,90% del capitale sociale;

4) ICCREA HOLDING S.p.A. è titolare di numero 352 azioni ordinarie pari al 2,38% del capitale sociale;

5) FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCE LOMBARDE è titolare di numero 1.277 azioni ordinarie pari al 8,65% del capitale sociale;

6) CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA ED ASSISTENZA IN FAVORE DEI GEOMETRI è titolare di numero 1.140 azioni ordinarie pari al 7,72% del capitale sociale;

7) FONDAZIONE CASSA DEI RISPARMI DI FORLI' è titolare di numero 229 azioni ordinarie pari all'1,55% del capitale sociale.

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

- n. 8.600 (ottomilaseicento) warrant "Categoria A", sulla base del regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione sub "B", da assegnare gratuitamente ai soci della Società incorporante INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.p.A. secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria A" per ogni azione della medesima Società Incorporante detenuta alla data di efficacia della fusione;

- n. 3.524 (tremilacinquecentoventiquattro) warrant "Categoria B", sulla base del regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione "sub C", assegnandoli gratuitamente ai soci della BENI STABILI GESTIONI S.p.A. - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria B" per ogni azione della

INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.p.A. assegnata in concambio alla data di efficacia della Fusione;

- n. 3.524 (tremilacinquecentoventiquattro) warrant "Categoria B2", sulla base del regolamento accluso al Progetto di Fusione sub "D", assegnandoli gratuitamente ai soci della BENI STABILI GESTIONI S.p.A. - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria B2" per ogni azione della INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.p.A. assegnata in concambio alla data di efficacia della fusione;

- n. 2.646 (duemilaseicentoquarantasei) warrant "Categoria C", sulla base del regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione sub "E", assegnandoli gratuitamente ai soci della POLARIS REAL ESTATE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO - S.p.A. secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria C" per ogni azione della INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.p.A. assegnata in concambio alla data di efficacia della fusione.

In data 13 gennaio 2015 si è riunita l'Assemblea ordinaria dei soci di Investire Immobiliare, la quale, a seguito delle dimissioni dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale ha deliberato, tra l'altro, di nominare, quali membri del Consiglio di Amministrazione i signori:

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

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

L'Assemblea dei soci del 13 gennaio 2015 ha altresì provveduto a nominare quali membri del Collegio Sindacale i signori:

- Francesco Minnetti, Presidente;
- Carlo Napoleoni, Sindaco Effettivo;
- Andrea Severi, Sindaco Effettivo;
- Marco Vicini, Sindaco Supplente;

- Antonio Staffa, Sindaco Supplente.

Sia i membri del Consiglio di Amministrazione che i membri del Collegio Sindacale resteranno in carica fino all'assemblea che sarà chiamata ad approvare il bilancio di esercizio della Società al 31 dicembre 2017.

1. ANDAMENTO DEL MERCATO

Quadro macro-economico

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

Area Euro

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

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

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

Italia

Attività economica – In Italia l'attività economica resta debole. Dopo una sostanziale stabilizzazione nella seconda parte del 2013, l'economia è tornata a indebolirsi. Nella prima metà del 2014 il PIL ha risentito del protrarsi della caduta degli investimenti e, in misura minore, dell'effetto dell'andamento sfavorevole del commercio internazionale sulle nostre esportazioni. Migliorano invece i consumi delle famiglie, che hanno registrato un modesto rialzo. Secondo le valutazioni di Banca d'Italia, nel quarto trimestre il PIL sarebbe ancora lievemente diminuito, come indicato dalla flessione della produzione industriale. Le prospettive della domanda estera sono diventate più incerte, risentendo dell'acuirsi delle ten-

sioni geopolitiche Secondo i principali osservatori un'inversione di tendenza dell'attività produttiva potrebbe verificarsi nella prima parte dell'anno, ma con ancora un'elevata incertezza. Nei sondaggi più recenti il miglioramento delle opinioni delle imprese, in atto dal 2013, ha subito una battuta d'arresto, cui hanno contribuito le prospettive sulla domanda e sulla situazione economica generale. La maggioranza delle imprese intervistate nell'indagine autunnale condotta da Banca d'Italia conferma, comunque, la spesa per investimenti nel 2015, in particolare quelle aziende con migliori condizioni di accesso al credito, con minori problemi di liquidità e soprattutto con attese positive sull'evoluzione della domanda dei propri prodotti. Rimane debole il settore delle costruzioni, nonostante un'attenuazione della flessione del prezzo delle abitazioni.

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

Occupazione – Segnali di stabilizzazione si erano intravisti sul fronte del mercato del lavoro, con una leggera ripresa dell'occupazione in primavera. I dati registrati a ottobre, evidenziano un balzo record del tasso di disoccupazione, stimato al 13,2%, in aumento dello 0,3% rispetto al mese precedente. Record negativo anche per il tasso di disoccupazione giovanile, salito al 43,3%, in aumento dello 0,6% rispetto al mese precedente. La bassa intensità di utilizzo della manodopera e le aspettative delle imprese delineano prospettive ancora incerte.

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

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

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

Andamento del mercato immobiliare in Europa

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

Il comparto **residenziale** guida la ripresa nella maggior parte dei mercati europei. Le poli-

tiche monetarie e i tassi di interesse bassi sostengono il recupero e la stabilizzazione dei valori, soprattutto nei Paesi favoriti da uno scenario economico più positivo. Si assiste a un generalizzato aumento delle compravendite, grazie anche alla ripresa del mercato dei mutui. Alcune città, soprattutto nell'Europa del nord, hanno già registrato aumenti consistenti dei prezzi rispetto all'anno scorso, mentre qualche aggiustamento verso il basso ha caratterizzato i Paesi dell'Europa del sud con riferimento agli immobili secondari. Una più generalizzata crescita dei valori è attesa nel biennio 2015-2016, anche se la previsione è legata all'andamento economico e a quanto accadrà all'inflazione.
Gli ultimi mesi hanno evidenziato un generalizzato miglioramento del mercato degli **uffici**, favorito anche da un buon livello di liquidità degli investitori. Tuttavia, l'elevata disoccupazione e il forte debito pubblico esercitano una notevole pressione sul mercato, dominato da un atteggiamento di prudenza da parte degli affittuari e dalla rinegoziazione dei contratti esistenti. I canoni di locazione hanno visto un trend fortemente differenziato. Londra, le principali città tedesche e Dublino hanno registrato aumenti significativi, mentre a Parigi e nella maggior parte delle città dell'Europa del sud e in alcune orientali il trend è ancora negativo.
Il mercato **commerciale** ha performato meglio degli altri durante la crisi e ha mantenuto anche nel 2014 un andamento positivo, sia nella Gdo che nella piccola distribuzione. L'incremento della domanda da parte degli investitori internazionali ha comportato un aumento dei canoni nelle top location delle città più dinamiche. Le previsioni per i prossimi mesi sono di un diffuso miglioramento, con riferimento sia ai volumi che alle quotazioni.
Il comparto **industriale** ha visto un generalizzato miglioramento del clima di fiducia, sebbene l'atteggiamento di società e *developer* continui a essere finalizzato al contenimento del rischio. La logistica continua a essere caratterizzata da una divisione nord-sud, con *vacancy rate* in calo e forte attività locativa nei mercati del nord a fronte di eccesso di offerta e assorbimento in calo nell'Europa del sud. E' in aumento la richiesta di spazi di piccole dimensioni situati nei pressi dei centri urbani, con una crescente attenzione verso gli immobili dotati di elevata flessibilità e alto contenuto tecnologico. I valori sono in fase di stabilizzazione.
In termini di volumi scambiati in Europa (secondo le rilevazioni di CBRE – European Investment– MarketView – Q3-2014), nel terzo trimestre 2014, sono stati raggiunti 48,4 mld di euro, in crescita del 4% rispetto al secondo trimestre 2014 e ancor più (+27%) rispetto allo stesso trimestre del 2013. Da segnalare una crescita record dei volumi scambiati nel terzo trimestre 2014 rispetto allo stesso periodo del 2013 in paesi come Irlanda (+240%) e Spagna (+174%). Dai recenti dati elaborati da CBRE la Spagna dovrebbe chiudere l'anno con un volume eccezionalmente elevato, poco meno del doppio rispetto all'Italia.
In totale nei primi nove mesi dell'anno sono stati scambiati 133 mld di euro, contro i 105 mld di euro dei primi 9 mesi del 2013. Gli ultimi dati del quarto trimestre, registrano un aumento dei volumi investiti del 40% rispetto al trimestre precedente, facendo chiudere il 2014 con una crescita rispetto all'anno 2013 del 21%. I forti risultati nei mercati core di Francia, Germania e Regno Unito sono stati supportati anche da livelli di attività in crescita in diversi mercati periferici dell'Europa centro-orientale, dei Paesi Nordici e dell'Europa meridionale. Si attende un 2015 positivo: il volume degli investimenti dovrebbe crescere nuovamente, con le migliori performance attese nel Sud Europa e nei Paesi Bassi, dal momento che gli investitori guardano sempre di più ai mercati in via di ripresa

Andamento del mercato immobiliare in Italia
Il 2014 è stato caratterizzato da una continuità rispetto al 2013. I segnali positivi, registrati nell'anno precedente, sono stati confermati nel primo semestre del 2014 e sono proseguiti anche nella seconda metà dell'anno. Guardando l'andamento degli investimenti trimestre dopo trimestre si nota però un leggero rallentamento nel ritmo di crescita. La ripresa c'è, ma il mercato è cambiato rispetto al ciclo passato. A fronte del sostenuto dinamismo del mercato investimenti, permane un lieve ritardo nella ripresa dei mercati degli utilizzatori

e quindi nella domanda da parte delle grandi corporate, soprattutto nel settore uffici. Da evidenziare, in particolare, che si è passati ad un mercato decisamente più dinamico, con un ritorno dell'interesse da parte degli investitori opportunistici che approfittano delle occasioni a prezzi di sconto e di rendimenti mediamente più elevati, contando su un'inversione di tendenza a breve termine. Si è verificata, infatti, una sostituzione degli investitori di lungo periodo con quelli di breve periodo. E' in aumento anche l'interesse degli investitori istituzionali. In generale si avverte ottimismo per una ripartita, sebbene permanga un atteggiamento prudente da parte degli operatori, per le preoccupazioni legate alle difficoltà burocratiche e, soprattutto, all'instabilità politica. Il segno positivo è atteso nel 2015, ma la crescita sarà modesta, con un ritmo inferiore agli altri Paesi europei. La ripresa sarà legata all'avvio di un nuovo ciclo che sarà caratterizzato soprattutto da una crescita qualitativa anziché quantitativa. Il nuovo prodotto dovrà rispondere ad esigenze di flessibilità e multifunzionalità, con scarso consumo del suolo, recupero dell'esistente e ricerca dell'efficientamento energetico dell'immobile.
Secondo gli ultimi dati elaborati da CBRE, il **volume degli investimen**ti immobiliari in Italia nell'ultima parte dell'anno con 2,6 miliardi di euro, rappresenta una crescita di oltre il 50% rispetto al trimestre precedente. Già nel terzo trimestre era stato registrato un incremento nell'ordine del +5,5% su base trimestrale e di oltre il +16% su base annua, superando la quota del miliardo di euro. Si conferma quindi per il quarto trimestre consecutivo un trend positivo e un consolidarsi dell'interesse da parte degli investitori, nonostante le avvisaglie di una nuova recessione economica per il Paese ed il posticipo dell'inizio della ripresa al 2016. Il 2014 si chiude con un volume pari a 5,3 miliardi di euro, un aumento dell'11% rispetto allo scorso anno. Ancora una volta è stato il capitale straniero a guidare la ripresa, rappresentando l'80% degli investimenti totali protagonisti nel trimestre, con oltre 4 miliardi investiti. Il volume annuo registrato sul mercato immobiliare italiano mette in evidenza un recupero significativo dalla crisi più acuta del 2012 (+104%) ed è incoraggiante per il settore, ma dimostra ancora una volta il ritardo cronico dell'Italia nei confronti dell'Europa che corre a velocità più che doppie, con un volume complessivo che nel 2014 dovrebbe superare di oltre il 30% quello dello scorso anno.
Permane la debolezza degli investitori nazionali, pressoché assenti negli ultimi due anni, con investimenti stabilizzati intorno al miliardo di euro anche nel 2014. La maggior parte degli investimenti domestici è stata realizzata da fondi legati alle casse di previdenza di alcune categorie Un numero interessante emerso dall'analisi è quello relativo alla differenza di capitale domestico e straniero investito in Italia tra il 2007 ed il 2014. Infatti, se il capitale straniero è in linea rispetto a quello investito nel 2007, quello domestico è inferiore dell'80%.
I prodotti o le *asset class* che hanno trainato i volumi sono certamente i grandi portafogli immobiliari a destinazione mista, che hanno rappresentato oltre il 50% del volume totale, con un valore medio che ammonta a circa 55 mln di euro. Il 55% di tali operazioni è stato condotto da fondi immobiliari (nella posizione di venditore e/o acquirente). Per quanto riguarda la distribuzione settoriale degli investimenti, come evidenziato dall'ultimo report *Italy Commercial Real Estate*, il settore *retail* con oltre il 40% del totale si conferma il più attraente, pur perdendo qualche posizione rispetto al settore uffici che segue con il 30% del totale investito. I prodotti *retail* continuano a segnare un trend positivo grazie all'azione e all'attività di molti fondi opportunistici, ma ora finalmente anche da parte dei fondi istituzionali. Da segnalare l'acquisizione, nel terzo trimestre 2014, da parte di un fondo pensione italiano della maggioranza di un portafoglio di gallerie commerciali. Il settore uffici rimane stabile alla luce della mancanza di *lot size* rilevanti tali da richiamare l'attenzione degli investitori stranieri. L'interesse è interamente concentrato a Milano, che si conferma il mercato italiano più importante. Quanto, invece, a distribuzione geografica, i *deals* si concentrano nel Nord Italia per quasi il 50% dei casi; il Centro conquista il 19% del mercato mentre il Sud si ferma all'1,5%.
I **rendimenti** rimangono stabili come risultato di un raffreddamento nel *sentiment* generale sull'economia italiana, che tarda a mostrare segnali concreti di cambiamento. Unica ec-

cezione, il settore della logistica per cui è stata registrata un'ulteriore contrazione dei rendimenti di 25 bps come effetto diretto del forte interesse che si sta registrando a livello europeo per portafogli logistici combinato alla scarsità di prodotto prime. In realtà, le recenti transazioni per questo tipo di *asset* riflettono ancora rendimenti lordi tra il 9 e 10%.
I segnali di ripresa che hanno accompagnato la chiusura del 2013 e tutto il 2014 nel settore degli investimenti immobiliari, si scontrano tuttavia con la situazione di stagnazione in cui versa ancora l'intera economia italiana, a causa di un PIL in diminuzione e previsto in crescita solo nel 2015 e con un settore creditizio che, pur registrando un costo del credito in diminuzione, registra un netto calo nelle richieste di finanziamento. La continua stagnazione dell'economia e le prospettive di crescita riviste al ribasso sono probabilmente da ritenersi uno dei fattori che hanno portato gli addetti ai lavori del mercato immobiliare a intravedere segnali meno ottimistici per i prossimi due anni: le aspettative di una raggiunta stabilità e di un leggero miglioramento del mercato sono attese complessivamente dal 66,9% degli operatori, in diminuzione rispetto alle precedenti rilevazioni trimestrali (70,1% e 79,4% rispettivamente nel secondo e nel primo trimestre 2014), riposizionandosi così sui valori di fine 2012.
Tra i mercati più interessanti per il nuovo ciclo atteso, quello dei *trophy* e *iconic assets*, che nel tempo è stato in grado di garantire agli investitori un'ottima protezione del capitale dalle oscillazioni congiunturali. La maggiore tenuta delle quotazioni dei *trophy assets*, rispetto al normale mercato di riferimento, è stata particolarmente evidenziata negli ultimi sette anni di crisi, durante i quali le quotazioni medie cittadine si sono contratte di diversi punti percentuali, mentre quelle degli *assets* di alta gamma sono aumentate. Lo scostamento delle quotazioni degli immobili trofeo rispetto ai valori della media cittadina risulta, in termini di prezzi, più elevato per il residenziale a Milano e per il commerciale a Roma, mentre in termini di canoni è più elevato per il commerciale a Milano e per il residenziale e terziario a Roma.

Mercato dei fondi immobiliari
Il mercato dei fondi conferma la sua competitività rispetto alle altre forme di investimento, anche se ha risentito della perdurante fragilità del sistema economico. Secondo il Rapporto di Scenari Immobiliari, negli otto Paesi europei considerati il 2014 si dovrebbe chiudere con un patrimonio di quasi 388 miliardi di euro, che significa un aumento di circa il 2,4% rispetto all'anno precedente e la cifra più elevata mai raggiunta. La crescita più modesta rispetto all'anno scorso è imputabile alla flessione del valore del patrimonio nel Regno Unito e in Germania.
Per quanto riguarda *l'asset allocation*, è in aumento la percentuale del residenziale, che per un buon numero di società rappresenta *l'asset class* più interessante, soprattutto nell'Europa centrale e orientale. Il valore del patrimonio abitativo è destinato a crescere nel prossimo futuro, non solo per i nuovi investimenti ma anche per la probabile rivalutazione degli *assets* in portafoglio grazie alla ripresa del mercato nella maggior parte dei Paesi. E' in aumento anche l'attività di ristrutturazione e valorizzazione dei patrimoni.
Per quanto riguarda l'**Italia**, la crescita dell'industria dei fondi immobiliari in Italia, dall'avvio nel 1999 ad oggi si è mantenuto nel tempo, nonostante la doppia crisi immobiliare ed economica. Tra il 2001 e il 2014 il patrimonio è aumentato di quasi diciassette volte: a fine dicembre 2013 il NAVera pari a 38,3 miliardi di euro e si stima che per fine 2014, il NAV superi i 41 mld di euro.
La crescita maggiore è stata quella dei fondi per investitori istituzionali, in linea con quanto sta accadendo nei principali Paesi europei. Più difficile il contesto per i fondi *retail,* per i quali l'inefficienza del mercato finanziario e l'approssimarsi delle scadenze hanno creato difficoltà. Anche in un anno di mancata ripresa immobiliare come il 2014, il patrimonio netto dei fondi è comunque aumentato del 5,1%, rispetto a una media europea del 2,4% per cento. Sulla stessa linea le previsioni per il 2015, quando entreranno sul mercato nuovi fondi, sia pubblici che di investitori internazionali.
L'*asset allocation* nel corrente anno ha visto una leggera crescita dei settori più tradiziona-

li, come uffici e commerciale. In un contesto di "zero inflazione", i tradizionali modi di investire stanno subendo profonde trasformazioni e il settore del risparmio gestito in immobili ne sta traendo e ne trarrà molteplici vantaggi. Lo strumento fondo è sufficientemente flessibile per consentire investimenti sia in beni particolari (come immobili pubblici da riqualificare), che in settori come l'energia e le infrastrutture. Con il 2015 si apre quindi una nuova stagione di opportunità per i fondi immobiliari.
Una questione centrale è la scadenza, in tempi relativamente brevi, di molti fondi che potrebbe portare su un debole mercato immobiliare una rilevante offerta con il rischio di un eccesso di offerta. Secondo i dati di Banca d'Italia, entro il 2015 saranno posti in liquidazione un elevato numero di fondi *retail*, riversando sul mercato circa 5 miliardi di euro di immobili. Se si considerano anche i fondi riservati a investitori istituzionali, la massa aumenta in modo esponenziale. A questi si aggiungano i piani di dismissione del sistema previdenziale e bancario. Nell'attuale fase di congiuntura economica appare evidente come tale eccesso di offerta non potrà essere efficacemente assorbito dal mercato e l'inevitabile clima competitivo dei prezzi ed il probabile ricorso a procedure di *quick sale* potrebbero influenzare negativamente il rendimento del fondo e dell'*equity* investita.
L'approvazione a fine agosto del cosiddetto "Decreto Competitività" (D.L. 91/2014, convertito nella L. 116/2014) rappresenta una risposta concreta alle problematiche sopra evidenziate per i fondi *retail*. Il decreto ha, infatti, introdotto, per i soli fondi quotati, la facoltà di proroga straordinaria per un periodo non superiore a due anni al solo fine di completare lo smobilizzo degli investimenti. È una norma nata proprio con lo scopo di tutelare i quotisti e risparmiatori e a salvaguardare, nel contempo, il mercato dei fondi immobiliari. In tale contesto, appare evidente la ratio della norma che permetterà un più ordinato processo di dismissione degli *assets* per i fondi in scadenza, attenuando le probabili pressioni sui prezzi ed evitando dismissioni dell'attivo a valori di mercato eccessivamente penalizzanti, con detrimento del valore della quota. Anche le modifiche introdotte dal D.L. "Sblocca Italia" (D.L. 133/2014 convertito in L. 164/2014), agevolando le interazioni tra le SIIQ e i fondi immobiliari, grazie alla possibilità di conferire gli immobili di un fondo in fase di liquidazione in una SIIQ, rappresentano un'ulteriore boccata di ossigeno per il settore dei fondi immobiliari.

Il settore terziario-uffici
Insieme al settore commerciale, quello degli uffici è stato il preferito dagli investitori esteri. Anche i fondi immobiliari italiani hanno privilegiato questo comparto, che ancora non è uscito però dalla lunga crisi, essendo influenzato dai riflessi dello scenario economico: debolezza del comparto dei servizi, alti livelli di disoccupazione, trasformazioni del modo di lavorare (*temporary office, coworking*). Complessivamente i primi tre trimestri del 2014 hanno registrato, in termini di volumi, una variazione negativa del -6,67% rispetto allo stesso periodo del 2013. Il terzo trimestre 2014 è stato tuttavia caratterizzato da un robusto livello di attività rispetto agli investimenti in questo settore e relativa a un cospicuo numero di compravendite in atto, alcune delle quali poi concretizzatesi entro la fine dell'anno. La grossa parte di tali investimenti è stata effettuata da player stranieri, ed è rappresentata da tipologie di operazioni prevalentemente di tipo *core* e opportunistico.
Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di *location* e qualità edilizio-architettonica, i cui contratti di locazione hanno già registrato un riallineamento dei valori alle attuali situazioni di mercato. Il mercato delle locazioni presenta una certa dinamicità in quanto mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione; è infatti in aumento il numero delle società che stanno intraprendendo iniziative di ristrutturazione organizzativa concentrando nei propri *headquarters* tutte le funzioni aziendali, comprese quelle prima delocalizzate sul territorio. Si continua a ricercare immobili di grado A: l'efficienza dell'uso degli spazi e dei consumi, insieme alla location, è sempre cruciale nelle scelte localizzative. Cambia il modello del *workplace*: si prediligono l'*open space*, il *desk sharing* e le tecnologie più avanzate che permettono di sfruttare in modo diverso e più intelligente

gli spazi di lavoro. Il crescente interesse dei potenziali conduttori per immobili di recente costruzioni con elevate caratteristiche qualitative (classe energetica, funzionalità degli spazi, etc.) principalmente localizzati a Milano e Roma, sta causando una innalzamento del tasso di sfitto di immobili di classe inferiore e con scarsa funzionalità; tasso questo destinato a crescere per gli uffici situati in zone non primarie.
La *vacancy* si mantiene intorno al 10% a Milano e Roma, ma è in calo nelle zone dei *business district*. Aumenta la domanda non solo da parte degli investitori, ma anche delle imprese che sono alla ricerca di spazi moderni e meglio attrezzati. Questo spostamento dagli immobili di classe B alla classe A sta caratterizzando il mercato in questa fase e si amplierà nel corso del 2015. Nel corso del 2014 si è visto ancora un calo dei canoni medi, mentre i prezzi si sono mantenuti stabili nelle top location e in calo nelle altre zone. In termini numerici nel secondo semestre del 2014 i prezzi di compravendita e di locazione del comparto hanno segnato rispettivamente un -1,75% e un -2,00%, in leggera attenuazione del trend negativo
Molto diffuse la "scalettatura" dei canoni per i primi anni di contratto oppure la rinegoziazione degli stessi, anche se per breve periodo. Milano e Roma restano nelle preferenze degli investitori italiani ed esteri, anche se ci sono stati acquisti importanti sia a Torino che Bologna e Firenze. Nel corso del 2015 è probabile il ritorno al mercato dei patrimoni e dello scambio di "pacchetti" più importanti. E' indicatore di una ripresa del mercato che dovrebbe concretizzarsi tra la seconda metà del 2015 e i primi mesi del 2016.

Mercato di Milano
A **Milano** il mercato degli immobili direzionali e terziari rimane il più attivo d'Italia. Il canone medio degli uffici classe A è posizionato su livelli ancora bassi rispetto alle principali città terziarie europee e offre prospettive di crescita per il prodotto di qualità.
L'assorbimento nel terzo trimestre dell'anno ha raggiunto i 55.400 mq, un 15% in meno rispetto alla media trimestrale degli ultimi tre anni. Il dato dei primi nove mesi del 2014 ha superato i 200.000 mq, il 60% in più rispetto al valore registrato nello stesso periodo dello scorso anno. La qualità si conferma il driver principale della domanda, con il 78% della superficie totale assorbita che ha interessato spazi di grado A. Osservando la distribuzione geografica dello spazio assorbito si nota come quasi la metà abbia riguardato uffici posizionati nel CBD. Leggermente peggiorata nel trimestre l'attività nelle aree periferiche e semicentrali.
Per i primi 9 mesi del 2014, i valori di locazione prime sono rimasti stabili su base trimestrale alla soglia di €480/mq/anno; la crescente attività registrata nel CBD ha fatto crescere anche il canone medio, portandolo a € 254mq/anno. Il livello di *vacancy* registrato nel terzo trimestre del 2014 si è attestato al 12,9%, in crescita rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.
Il volume d'investimento nel settore degli uffici a Milano ha raggiunto i 661 milioni di euro nei primi nove mesi dell'anno, valore doppio rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il terzo trimestre, con 340 mln di euro di volumi scambiati, è stato caratterizzato dalla due vendite di due portafogli che hanno determinato la forte accelerata rispetto ai primi due trimestri dell'anno e l'attività in pipeline rimane elevata. Si conferma buona la domanda da parte delle società di consulenza anche se il settore industriale rimane il più dinamico dall'inizio dell'anno. In particolare, sono i settori della moda e quello farmaceutico ad essere maggiormente attivi nel settore industriale.
I rendimenti *prime* si confermano stabili: 5,75% per gli *asset prime* in CBD", intorno al 7,25% per gli spazi a uffici definiti "*secondary* CBD" e intorno al 8,25% per gli spazi a uffici definiti "*major provincial*", ossia localizzati nell'hinterland.
In crescita la quota di ristrutturazioni sul totale, anche se l'attesa delle proprietà a trovare un utilizzatore fa slittare in avanti la data di inizio/consegna lavori.

Mercato di Roma
Nel 2014 è proseguito il consolidamento del mercato terziario verso canoni di locazione in-

feriori rispetto all'anno precedente. La stabilizzazione del mercato terziario capitolino segnala l'avvenuta assimilazione da parte degli operatori delle misure introdotte nel 2012 attraverso la c.d. "*spending review*", la quale ha portato a un drastico calo del livello delle locazioni di uffici specie nel centro della Capitale dove sono maggiormente concentrate le sedi degli Enti Pubblici.
Permane una situazione di criticità, sia in termini di volumi scambiati che di quotazioni; le compravendite e locazioni sono concentrate principalmente nelle aree centrali e semicentrali della città, oltre che nella zona sud. Rispetto a Milano, Roma è caratterizzata maggiormente dalla carenza di prodotto core in vendita. Si cominciano ad avvertire i segnali di un surplus dell'offerta disponibile soprattutto per quanto riguarda il prodotto di vecchia concezione. Lo stock di uffici di Roma necessita di un rinnovamento per offrire uffici in linea con le tendenze attuali di mercato. Nello specifico si stima che più del 60% degli edifici ad uso terziario della capitale siano classificabili come edifici di classe "B" o inferiore. L'aumento dell'offerta sta accentuando la pressione ribassista sui canoni alla quale si aggiunge un aumento dei periodi di *free rent*.
L'assorbimento nel terzo trimestre dell'anno ha raggiunto i 20.600 mq, in aumento del 69% rispetto al trimestre precedente, ma in calo del 21% in rapporto allo stesso trimestre del 2013. Dopo più di un anno il centro storico torna ad essere l'area con la maggiore quota di assorbimento, quasi la metà del totale trimestrale con circa 9.800 mq. Le superfici di grado B si confermano le più transate anche nel terzo trimestre dell'anno, rappresentando il 61% del totale trimestrale. Ciò nonostante le aree centrali rimangono le preferite, a conferma che la location dell'immobile è la componente preponderante del mercato romano. Dal punto di vista dello spazio transato, la quota maggiore risulta riferita ad unità di media dimensione (1.000 mq – 5.000 mq) rappresentando il 62,7% del totale.
Il *vacancy rate* si mantiene stabile sul livello dell'8,2% e data l'assenza di nuovi sviluppi, lo stock è rimasto invariato. I canoni prime, dopo la contrazione nel secondo trimestre dell'anno, rimangono stabili rispettivamente a €380/mq/anno nel CBD a €330/mq/anno nel sotto-mercato dell'EUR. Il canone medio è in calo del 9% rispetto al trimestre precedente sul livello di € 236 mq anno.
L'*outlook* per il mercato di Roma rimane legato allo sviluppo Europarco, dove varie trattative sono subordinate alla consegna degli ultimi edifici del progetto. Dopo un semestre caratterizzato da una limitata attività d'investimento, nel terzo trimestre sono stati investiti circa € 66 milioni. Nonostante il miglioramento, il volume investito è comunque in calo del 20% rispetto allo stesso trimestre del 2013. I prime yield sono rimasti invariati sul livello del 6,25% lordo (5,30% netto). Entro l'anno l'attività potrebbe migliorare ulteriormente come effetto del completamento atteso di alcuni investimenti oggi in fase di negoziazione

Il settore commerciale
Il mercato immobiliare commerciale in Italia è caratterizzato da una relativa vivacità, rispetto agli altri comparti. Nonostante il perdurare della crisi dei consumi, si sono registrate numerose transazioni riguardanti shopping center e/o immobili della grande distribuzione. Gli immobili oggetto di scambio sono stati soprattutto le strutture performanti, con ampi bacini d'utenza, redditività attraente e dotati di infrastrutture idonee alla buona accessibilità.
Il secondo semestre è stato particolarmente attivo per il mercato, con oltre trenta centri commerciali scambiati. Hanno alimentato il mercato anche le numerose acquisizioni di importanti gruppi della distribuzione da parte di altri operatori del settore, che hanno generato sia un'attività di scambio nei metri quadrati a seguito della nuova stipula dei contratti d'affitto, che la vendita degli spazi occupati dall'attività commerciale. Sono stati attivi nelle transazioni anche alcuni fondi immobiliari partecipati da enti previdenziali, che per la prima volta si sono affacciati al comparto commerciale, mostrando fiducia nei confronti di questa *asset class*, che sempre più si conferma un investimento core.
Con poco meno di 400 mln di euro, il volume degli investimenti *retail* nel terzo trimestre dell'anno è diminuito del 41% rispetto al trimestre precedente e del 38% rispetto allo stes-

so periodo dello scorso anno. Ciò non significa però che l'interesse per il settore sia diminuito, quanto piuttosto un allungamento notevole dei tempi di perfezionamento dell'investimento che fa crescere il volume dei *deal* in pipeline, che con elevata probabilità si trasformeranno in investimento nell'ultimo trimestre dell'anno. Ad oggi, infatti, la stima del volume di investimenti *retail* previsti nell'ultimo trimestre 2014 si avvicina ad un miliardo di Euro ed include importanti centri commerciali (Roma Est, Fashion District) e alcune negoziazioni per centri singoli e negozi *high street*. È in aumento il volume investito nell'*high street*, in particolare come effetto delle dismissioni degli sportelli bancari che molte banche stanno implementando. In particolare, nei primi nove mesi dell'anno questo tipo di investimento ha rappresentato il 45% del volume totale investito nell'*high street* in Italia. Il settore *retail*, in generale, si conferma anche nei primi nove mesi del 2014 il settore preferito dagli investitori, rappresentando il 40% del volume totale investito in Italia.
I rendimenti sono rimasti stabili nel terzo trimestre, riflettendo il deterioramento delle aspettative di crescita dell'economia italiana rispetto ai mesi pre-estivi. Di conseguenza i rendimenti netti per centri commerciali prime si confermano sul livello del 6,00% e per i centri *good secondary* su quello del 7,3%.
Le previsioni indicano che l'interesse si focalizzerà sugli immobili di qualità elevata, sia che si tratti di centri commerciali o di immobili collocati nei centri urbani. In particolare, aumenterà l'importanza del commercio urbano, estendendo la propria azione di riqualificazione fuori dai centri storici in zone semicentrali o periferiche ben collegate. Si attende un ampliamento della forbice tra le quotazioni degli immobili prime e quelli di posizione di secondo livello. Buone potenzialità di crescita per il settore dei business park, con qualche anno di ritardo rispetto alle altre nazioni.

Il settore della logistica
Il mercato immobiliare della logistica in Italia ha visto un risveglio nel corso del 2014, soprattutto nel secondo semestre. L'interesse per l'Italia arriva dagli investitori internazionali specializzati che hanno scelto la penisola come mercato nel quale estendere la propria rete di piattaforme logistiche europee. Nella ricerca selettiva di opportunità di investimento, come posizione più ambita è stata individuata l'area centro-nord. Importanti transazioni effettuate da investitori esteri hanno interessato interi portafogli di centri logistici, la maggior parte collocati a ridosso delle principali città. Gli scambi hanno innescato un effetto positivo, attivando la maggior parte dei principali investitori specializzati che ora sono alla ricerca delle migliori opportunità, con l'obiettivo di essere i primi ad individuarle. Si avverte un ritorno alla crescita, favorito sia dai livelli di rendimenti attraenti (con punte anche del dieci per cento), che dalla contrazione di prezzi e canoni di locazione degli ultimi anni.
Nel corso del terzo trimestre 2014, gli investimenti nel settore hanno raggiunto i 120 mln di euro, quintuplicando il valore registrato nel periodo precedente; nel complesso, infatti, nei primi 9 mesi del 2014, con 340 mln di euro, si registra una variazione di +57,6% rispetto all'intero 2013. La superficie totale assorbita ha sfiorato i 500.000 mq, nei primi 9 mesi dell'anno, evidenziando un aumento del 36% rispetto al 2013. La Lombardia si conferma il target preferito dagli utilizzatori, concentrando il 49% dello spazio assorbito. Gli operatori logistici 3PL si confermano i più dinamici, avendo occupato quasi il 58% dei magazzini locati; al secondo posto gli operatori industriali con il 24%.
I canoni prime sono rimasti stabili sia nelle location prime che in quelle secondarie. A Milano, con €48/mq/ anno e a Roma con €52/mq/anno, il livello dei canoni per magazzini logistici si conferma sui livelli minimi dell'ultimo ciclo immobiliare. Nelle aree secondarie i canoni si confermano sulla soglia di €40/mq/anno. Il canone medio registrato nel trimestre è stato € 42/mq/anno.
I rendimenti prime hanno subito una contrazione di 25 bps, raggiungendo la soglia dell'8,00% lordo, come effetto di un aumento della domanda e la scarsità di prodotto prime; per le *location* secondarie ci si attesa su rendimenti dell'8,75%-9,50%. Bisogna tuttavia sottolineare come tale quadro non tenga conto delle aggressive politiche commerciali in

termini di *free rent* che i proprietari di questa tipologia di immobili sono costretti ad accordare per attrarre nuovi conduttori.
La crescita in corso del commercio on-line si conferma un driver importante per la futura domanda di spazi logistici; in particolare, questo cambiamento sta spingendo ad una ristrutturazione della *supply chain* nella distribuzione secondo due driver distinti, i magazzini XXL ed i piccoli centri di distribuzione vicino ai centri urbani.

2. ATTIVITA' DI GESTIONE E POLITICHE DI INVESTIMENTO

2.1. 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.

Per far fronte al pagamento della parte di prezzo degli immobili non coperta dalle disponibilità del Fondo, è stato utilizzato un finanziamento, concesso dalla Barclays Bank Plc, filiale di Milano, di Euro 89.000.000. L'erogazione è stata concessa come mutuo ipotecario gravante sui cespiti. Il finanziamento è stato allocato pro-quota sui singoli immobili. Il rimborso, fatta salva la possibilità di rimborsi anticipati volontari, deve essere effettuato - nel caso di vendita di immobili - nella misura del 105% del debito allocato sugli stessi e comunque entro la data di scadenza, anche prorogata, del Fondo. Sono state inoltre fornite ulteriori garanzie di uso corrente in simili tipologie di contratti. Si ricorda che, a seguito delle vendite immobiliari avvenute negli esercizi precedenti ed ai conseguenti rimborsi parziali di capitale, il debito residuo alla chiusura del presente esercizio è pari ad Euro 82.072.122.

La valutazione al 31 dicembre 2014 effettuata dalla Praxi, Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo, ammonta ad Euro 193.170.000 a fronte di una valutazione, al 31 dicembre 2013, di Euro 200.520.000, registrando quindi un decremento del 3,67%. 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. A tale situazione si è aggiunto l'aumento della pressione fiscale sulla proprietà immobiliare dovuto all'introduzione dell'IMU (si ricorda che il costo per l'imposta in questione è più che raddoppiato rispetto a quello sostenuto in precedenza per l'ICI) e all'applicazione del D.L. denominato "spending review". In particolare l'articolo 3, comma 1 di tale D.L. prevede che per gli anni 2012, 2013 e 2014, 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, nonché dalle Autorità indipendenti ivi inclusa la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob).
La stessa norma, al successivo comma 4, prevede che i canoni di locazione dovuti dalle medesime amministrazioni saranno ridotti a partire dal 1° gennaio 2015 nella misura del 15 per cento di quanto attualmente corrisposto. La riduzione è stata poi anticipata al 1° luglio 2014.
Tale dettame costituisce una nuova clausola contrattuale dei contratti di locazione in essere che consente al locatore di esercitare il diritto di recesso.
Gli effetti di tale D.L. hanno avuto un impatto significativo sulla valutazione dell'immobile di Roma - Via Canton,10, interamente locato a una P.A.

Il Fondo ha sottoscritto nell'esercizio 2014 nuovi contratti di locazione per un complessivo canone annuo di Euro 271.900.

Qui di seguito, un prospetto riepiloga le locazioni concluse nel 2014:

Città	Indirizzo	Superficie (mq)	Destinazione d'uso	Posti Auto/Moto (n°)	Canone annuo (€)
Fiumicino (RM)	Arti 123	-	pas	11	3.960,00
Fiumicino (RM)	Arti 123	44	soffitta	-	3.080,00
Fiumicino (RM)	Arti 123	530	ufficio	-	82.150,00
Milano	Richard 1	492	ufficio	2	80.000,00
Milano	Richard 1	240	ufficio	-	40.000,00
Roma	Campo Farnia	36	ufficio	-	6.600,00
Roma	Campo Farnia	30	ufficio	-	4.800,00
Bari	Amendola	344	ufficio	5	51.400,00
		1.716		**18**	**271.990**

Sono stati inoltre rinegoziati alcuni contratti di locazione per un complessivo canone annuo di Euro 3.081.275.

Qui di seguito, un prospetto riepiloga le rinegoziazioni:

Città	Indirizzo	Superficie (mq)	Destinazione d'uso	Posti Auto/Moto (n°)	Canone annuo (€)
Roma	Fiume Bianco	348	ufficio	7	94.110,00
Roma	Mazzola	251	ufficio	4	46.300,00
Roma	Mazzola	220	ufficio	-	46.000,00
Roma	Mazzola	3.018	ufficio	11	534.750,00
Roma	Campo Farnia	52	ufficio	-	8.308,00
Fiumicino (RM)	Arti 119	39.522	logistico	126	2.351.806,56
		43.411		**148**	**3.081.275**

Si evidenzia che i nuovi contratti prevedono una scalettatura del canone di locazione che andrà a regime, ai valori sopra indicati, nell'arco dei prossimi 3 anni.

Per i contratti di locazione in essere si continua a registrare, da parte di un numero sempre maggiore di conduttori, la richiesta di riduzione degli attuali canoni di locazione. A questo proposito, verificata la fondatezza dei motivi alla base di tale richiesta, la linea adottata dalla SGR è stata quella di concedere tale riduzione a fronte della sottoscrizione di un nuovo contratto di locazione. Suddetta scelta è stata dettata dalla necessità di garantire nel tempo la maggiore percentuale di *occupancy* possibile, soprattutto in relazione alla futura dismissione degli immobili.

La maggior parte delle aziende ha infatti come obiettivo principale, nel breve periodo, la contrazione dei costi di gestione. La 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 difficoltosa e non sempre concreta la rinegoziazione dei contratti di locazione in scadenza.

Nel corso del 2014 il Fondo ha difatti registrato recessi per un ammontare di circa Euro 3.281.000.

La situazione dei crediti – sia per canoni che per oneri accessori - alla data del presente Rendiconto è riportata nella seguente tabella ed evidenzia una lieve diminuzione della morosità complessiva:

Stato Credito	TOTALE		<= 90		<= 180		<=1 anno		>1 anno	
In bonis	83.280,48	4,41%	56.636,67	3,00%	6.432,92	0,34%	20.201,77	1,07%	9,12	0,00%
In sofferenza	17.594,40	0,93%	5.507,04	0,29%	3.662,91	0,19%	1.852,52	0,10%	6.571,93	0,35%
Incagliato	1.788.620,81	94,66%	13.277,38	0,70%	107.456,24	5,69%	445.111,30	23,56%	1.222.775,89	64,71%
Totale complessivo	**1.889.495,69**	**100,00%**	**75.421,09**	**3,99%**	**117.552,07**	**6,22%**	**467.165,59**	**24,72%**	**1.229.356,94**	**65,06%**

Nel corso del 2014 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.
I principali interventi hanno avuto come obiettivo il proseguimento del processo di valorizzazione degli immobili, il miglioramento delle prestazioni energetiche degli impianti, ed hanno avuto come fine ultimo una più efficace commercializzazione degli immobili stessi per la locazione ed imminente dismissione.

In vista della scadenza del Fondo, la politica di gestione è stata prevalentemente orientata, già dal 2013, verso l'attività di dismissione degli *asset* in portafoglio.

L'attività di commercializzazione intrapresa tuttavia non ha dato ad oggi alcun risultato significativo e la difficoltà riscontrata nell'attività di dismissione in questo scenario di mercato comporterà un allungamento del piano vendite in essere.

Ad ogni buon fine sono stati rinnovati gli incarichi affidati alle società di commercializzazione per gli immobili già inclusi nel perimetro di vendita e le strategie già in essere verranno estese anche agli altri immobili del portafoglio.
La SGR, inoltre, sempre al fine di favorire la dismissione degli *asset* del portafoglio, sta verificando e valutando tutti gli interessamenti di acquisto degli immobili, anche ricorrendo eventualmente ad operazioni di frazionamento immobiliare e/o a cambi di destinazione d'uso, minimizzando e monitorando comunque attentamente i relativi rischi.

La conferma del difficile andamento del mercato immobiliare italiano e dei tempi lunghi (almeno due anni) della sua possibile ripresa è alla base della decisione del Governo Italiano di disciplinare la possibilità di introdurre nei regolamenti dei fondi immobiliari - in aggiunta alla "proroga ordinaria" triennale già prevista dai regolamenti medesimi - una "proroga straordinaria" fino a due anni ovvero fino al 31 dicembre 2017 per i fondi che, anche a seguito della proroga ordinaria, abbiano scadenza prima del 31 dicembre 2015 (articolo 22 commi da 5 bis a 5 nonies del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 convertito, con modificazioni, dalla legge 11 agosto 2014, n. 116 c.d. "Decreto Competitività").

Sulla base delle analisi svolte e confidando nella prossima futura ripresa dei mercati il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato sia l'estensione della durata del Fondo per un triennio ai sensi dell'articolo 2 del regolamento di gestione (c.d. "proroga ordinaria") che la convocazione dell'Assemblea dei Partecipanti al Fondo per la modifica del regolamento di gestione nel rispetto delle prescrizioni del citato Decreto Competitività (c.d. "proroga straordinaria").

L'Assemblea dei Partecipanti del Fondo si è tenuta l'11 dicembre 2014 e, all'esito delle votazioni, la proposta di modifica del Regolamento di Gestione non è stata approvata con 807 voti contrari, 205 voti favorevoli e nessun astenuto.

2.2. Altre attività di gestione

Allo scopo di migliorare la remunerazione della liquidità del fondo, la SGR – nel corso dell'esercizio - ha effettuato con la BNL diversi depositi vincolati, dei quali verrà fornito il dettaglio nella Nota Integrativa.

La SGR non ha proceduto ad alcun rimborso nell'esercizio 2014, allo scopo di garantire la capacità per il Fondo di realizzare in via autonoma e nei tempi previsti alcune azioni di valorizzazione dell'ambito dell'attività di dismissione.

3. EVENTI RILEVANTI VERIFICATISI NELL'ESERCIZIO

Nel corso della gestione del 2014, il Fondo ha sottoscritto nuovi contratti di locazione e ne ha rinegoziato altri, per un complessivo canone annuo di Euro 3.353.265.
A causa del perdurare della criticità della situazione di mercato, si sono confermate le difficoltà nelle attività di nuova locazione evidenti già nel primo semestre dell'anno e dovute all'instabilità economico-finanziaria del periodo.
Si segnala che il Fondo ha registrato nel corso dell'esercizio 2014 diversi recessi, corrispondenti ad Euro 3.281.000 circa di canone annuo, imputabili agli effetti della crisi economica.

Nel corso del 2013, il mercato immobiliare italiano ha assistito ad un'attenuazione della fase negativa che lo caratterizzava ormai da anni grazie soprattutto all'interesse manifestato da investitori opportunistici internazionali che hanno beneficiato di un mercato caratterizzato da particolare illiquidità (assenza di investitori domestici) e da un "riprezzamento" a sconto rispetto ai valori di mercato. Il ritorno di tali investitori fa ritenere come possibile una ripresa dei mercati ed un miglioramento degli indicatori economici in un orizzonte temporale non inferiore a 3 anni.

Il settore degli uffici, destinazione prevalente nel portafoglio del Fondo Obelisco, è stato il comparto che ha sofferto di più in quanto strettamente legato alla situazione economica e di recessione che ha colpito il Paese. La forte contrazione del numero delle transazioni registrate ha reso il mercato italiano molto meno liquido degli anni passati (come rappresentato nel grafico di seguito riportato). Anche per questo settore il sistema bancario, con la forte riduzione di finanziamenti, ha contribuito ad una ulteriore frenata del numero di transazioni.

Purtuttavia un mercato come quello italiano, che ha subito una tale riduzione del livello di liquidità, rappresenta un rischio per chi ha investito nel passato ed ha necessità di dismettere a breve termine ma un'opportunità per chi vuole oggi investire in un'ottica di medio lungo periodo.
In considerazione della complessa situazione di mercato la SGR, al fine di non esporre il Fondo ad ulteriori rischi, ha selezionato con attenzione le attività di investimento finalizzate alla valorizzazione degli immobili residui in portafoglio focalizzandole prevalentemente su iniziative che avessero la prospettiva di un flusso di cassa nel breve periodo (quindi locazioni con conduttori identificati o identificabili).
Tale approccio prudenziale unitamente alle condizioni negative del mercato e della domanda ha comportato un significativo rallentamento del piano di valorizzazione che ha reso opportuno mantenere nel Fondo le risorse finanziare necessarie al completamento dello stesso (dal 2009 il fondo non ha eseguito distribuzioni di capitale). Proprio a causa del rallentamento sugli investimenti a partire dall'anno 2010 la SGR ha deliberato, in deroga alle previsioni del Regolamento di gestione e con rinuncia unilaterale, di non applicare le commissioni di gestione sull'intero ammontare della liquidità disponibile nel Fondo.

Le azioni di valorizzazione, intraprese nei quasi dieci anni di gestione, hanno pertanto riguardato prevalentemente le attività finalizzate alla locazione degli *asset* sempre allo scopo di migliorare/mantenere la redditività del portafoglio e quindi il valore. Al contempo è stata verificata la possibilità di vendita anche per gli altri immobili in portafoglio. Non tutti i cespiti, tuttavia, hanno raggiunto la redditività attesa finalizzata all'ottenimento delle migliori condizioni di realizzo.

Le attività di dismissione, intensificate negli ultimi 3 anni, sono state principalmente incentrate su:

- Indagini di mercato per destinazione e zona di riferimento degli immobili al fine di intercettare la possibile domanda anche su destinazioni d'uso alternative;
- Simulazioni e valutazione dell'impatto delle vendite degli *asset* sul Business Plan del Fondo;
- Campagne pubblicitarie e di promozione per la cessione;
- Identificazione dei possibili acquirenti da sollecitare anche considerate le caratteristiche del prodotto;
- Attività di sollecitazione diretta del mercato al fine di promuovere la dismissione di ogni singolo *asset*, anche attraverso l'affiancamento di *advisor* commerciali specializzati nei singoli mercati di riferimento;
- *Sounding* di mercato al fine di verificare l'appetibilità ed i prezzi di una possibile operazione di cessione in blocco.

L'attività di commercializzazione, nonostante il supporto di primari broker e consulenti con mandati caratterizzati da un forte allineamento di interessi, non ha dato ad oggi alcun risultato significativo a causa della quasi totale assenza di operatori di mercato sia per immobili interamente locati che per quelli con buone potenzialità di sviluppo.

Stante la difficoltà riscontrata nell'attività di dismissione si è ritenuto considerare l'opportunità di prorogare la durata del fondo attraverso lo strumento della proroga ordinaria finalizzato alla liquidazione del portafoglio immobiliare.

Proroga ordinaria e liquidazione del Fondo

Il Consiglio di Amministrazione della SGR che si è tenuto il 7 novembre 2014 ha ritenuto che il completamento della dismissione degli *asset* immobiliari del Fondo non potesse avvenire entro la sua scadenza naturale senza incorrere in gravi perdite che avrebbero potuto compromettere il risultato del Fondo e ledere gli interessi dei partecipanti.

Conseguentemente, sussistendo le condizioni previste dagli artt. 2 e 14.2 (ii) del Regolamento di Gestione, il Consiglio di Amministrazione della SGR, con il parere favorevole del Collegio Sindacale:

- ha deliberato la proroga della durata del Fondo prevista dall'art. 2 del Regolamento di Gestione per un triennio e, quindi, fino al 31 dicembre 2018 (c.d. proroga ordinaria) per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio;
- ha approvato la formale messa in liquidazione del Fondo a partire dalla naturale scadenza del 31 dicembre 2015;
- ha approvato il piano di smobilizzo degli immobili del Fondo redatto assumendo la suddetta proroga.

Il Consiglio di Amministrazione della SGR ha altresì deliberato la riduzione del 50% della commissione di gestione della SGR, su base annuale, di cui all'art. 9.1 a) del Regolamento di Gestione, individuandola, con decorrenza dal 1° gennaio 2016 e per tutto il periodo del-

la suddetta proroga triennale, nella misura dello 0,825% dell'intero attivo, come indicato nel Regolamento di gestione.

Riassumendo: il periodo di liquidazione del Fondo inizierà a decorrere dal 1° gennaio 2016 ed a partire dallo stesso termine sarà applicata la riduzione della commissione di gestione.

Con riferimento alla proroga ordinaria triennale, la SGR ha avviato con Barclays la procedura per un'analoga proroga del contratto di finanziamento in essere: alla data di redazione del presente rendiconto si sono tenuti due incontri con il referente dell'istituto bancario, la società Capita Asset Management, uno a Roma ed uno a Londra e sono in corso di traduzione i documenti occorrenti per il prossimo incontro nel corso del quale sarà illustrato il piano di dismissione del Fondo.

Allo stesso tempo, la SGR sta analizzando anche soluzioni per l'eventuale rifinanziamento del Fondo prima della scadenza del prossimo dicembre 2015, qualora Barclays non dovesse concedere la proroga del finanziamento in essere. Tuttavia, non avendo ancora ricevuto una risposta da parte di Barclays, non sono state presentate istanze formali di finanziamento presso istituti bancari.

Contestualmente alla proroga ordinaria, in considerazione dei tempi lunghi di ripresa del mercato immobiliare italiano, si è valutata la possibilità di estendere di ulteriori due anni il Fondo previa autorizzazione dell'assemblea dei Partecipanti.

Proroga straordinaria - Assemblea dei Partecipanti dell'11 dicembre 2014

L'Assemblea dei Partecipanti del Fondo che si è tenuta l'11 dicembre 2014 non ha approvato la modifica del Regolamento di Gestione per prevedere la possibilità di prorogare ulteriormente la durata del fondo di altri 2 anni (c.d. proroga straordinaria), ai sensi delle disposizioni dell'articolo 22 commi da 5 bis a 5 nonies del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 convertito, con modificazioni, dalla legge 11 agosto 2014, n. 116 (c.d. "Decreto Competitività"). **La proposta di modifica del Regolamento di Gestione non è stata approvata con 807 voti contrari, 205 voti favorevoli e nessun astenuto**.

Si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione della SGR aveva espresso e comunicato il proprio parere favorevole alla modifica del Regolamento di Gestione per introdurre la possibilità di proroga straordinaria della durata del fondo, in considerazione delle incertezze che caratterizzano le previsioni di ripresa dell'economia italiana in generale e del mercato immobiliare italiano in particolare e ritenendo che l'istituto della proroga straordinaria avrebbe potuto essere un utile strumento di difesa del valore degli immobili nel processo di dismissione e liquidazione del Fondo.

Aggiornamenti normativi

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

Il processo di recepimento della Direttiva all'interno dell'ordinamento nazionale è stato realizzato, a livello di normazione primaria, attraverso il D.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, pub-

blicato in G.U. il 25 marzo 2014 (il **Decreto**). Con esso sono state apportate le necessarie modifiche al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (**TUF**), volte a consentire, principalmente, l'inserimento nell'ambito del medesimo delle sole disposizioni di applicazione generale contenute nella Direttiva, demandando, conseguentemente, l'adozione delle disposizioni di dettaglio concernente gli aspetti tecnici alla regolamentazione di livello secondario di competenza della Banca d'Italia e della Consob, ciascuna nell'ambito delle proprie competenze.

Il **Decreto** è in vigore dal 9 aprile 2014, salvo quanto previsto dalle disposizioni finali e transitorie che individuano il termine per l'adeguamento alla normativa attuativa della AIFMD da parte delle SGR che già svolgevano la gestione e la commercializzazione di FIA. Detto termine, inizialmente fissato al 22 luglio 2014, già prorogato al 31 dicembre 2014, è stato da ultimo differito al 30 aprile 2015.

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

Infine, in data 19 gennaio 2015 sono stati approvati da parte della Banca d'Italia gli schemi regolamentari recanti modifiche a:

a. "Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob" in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva;

b. "Regolamento Intermediari" e "Regolamento Emittenti" della Consob;

c. "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" della Banca d'Italia e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità).

Tali schemi regolamentari entreranno in vigore solo con l'emanazione del sopracitato Decreto da parte del MEF.

Di seguito il dettaglio dei principali interventi di interesse introdotti al **TUF**:

- **Il nuovo impianto definitorio.** Tra le varie modifiche delle definizioni, si segnala:

1) l'introduzione delle nozioni di "FIA italiano" e "FIA italiano riservato", quest'ultimo inteso come il fondo comune di investimento la cui partecipazione è riservata non più alla categoria degli investitori qualificati di cui all'art.1, comma 1, lettera h), del D.M. n. 228/1999 bensì ***"alla categoria degli investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39"***;

2) la "nuova" definizione di gestione collettiva del risparmio intesa come ***"il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi"***. Dette attività devono essere prestate congiuntamente. Al riguardo si segnala che rispetto al passato non sarà più possibile costituire SGR c.d. "di promozione" che svolgono cioè esclusivamente attività di amministrazione del fondo lasciando la gestione del patrimonio ad un'altra SGR c.d. "di gestione". Inoltre, dal 22 luglio 2014, cioè dalla data in cui le SGR italiane devono essere *compliant* con la nuova normativa, il modello duale SGR promotore-SGR gestore non potrà essere né più adottato né mantenuto.

- **La commercializzazione di FIA riservati.** In linea con la Direttiva, il TUF pone in capo al gestore l'obbligo di trametterе alla Consob una notifica per ciascun FIA che intende commercializzare corredata da una serie di documenti individuati. La Consob d'intesa con la Banca d'Italia se non ritiene sussistano motivi ostativi comunica

alla Società entro venti giorni il via libera alla commercializzazione. Inoltre, dalla data di entrata in vigore delle disposizioni attuative del Decreto, le quote dei FIA in parola potranno essere commercializzate esclusivamente nei confronti degli Investitori Professionali e delle categorie di investitori che saranno individuate dall'emanando regolamento di cui all'articolo 39 del TUF.

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

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

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

Aggiornamenti fiscali

L'art. 26 del Decreto Legge n. 104 del 12 settembre 2013 ha introdotto alcune modifiche alla disciplina delle imposte di registro, ipotecaria e catastale agli atti traslativi immobiliari a titolo oneroso a decorrere dal 1° gennaio 2014 soggetti ad imposta di registro proporzionale. Restano pertanto escluse dalle modifiche in oggetto le compravendite immobiliari soggette ad IVA e ad imposta di registro in misura fissa.

Le modifiche introdotte dal recente intervento legislativo possono essere così riassunte:

- Incremento della misura fissa delle imposte di registro, ipotecaria e catastale da € 168 a € 200; tale aumento ha avuto una portata più generale, riguardando qualsiasi disposizione in vigore che prevede l'imposta fissa e non solo gli atti traslativi di immobili.
- Sostituzione delle aliquote dell'imposta di registro proporzionale relativa ai trasferimenti immobiliari a titolo oneroso con un'unica aliquota pari al 9%: fino al 31 dicembre 2013, infatti, erano previste varie tipologie di aliquote (1%, 3%, 7%, 15%) a seconda della tipologia di immobili. In virtù di tali modifiche, quindi, in alcuni casi i trasferimenti immobiliari hanno subito un aggravio di imposizione (es. l'imposta sul trasferimento di immobili di interesse storico-artistico è passata dal 3% al 9%) mentre altri hanno beneficiato di una riduzione (es il trasferimento dei terreni agricoli che è passato dal 15% al 9%).
- Riduzione dell'aliquota d'imposta di registro applicabile nel caso di trasferimenti che beneficiano dell'agevolazione "prima casa" dal 3% al 2%.

- Abolizione delle imposte ipotecaria e catastale in misura proporzionale, per le compravendite immobiliari soggette ad imposta di registro proporzionale (2% o 3% per l'ipotecaria e 1% per la catastale), e applicazione delle stesse nella misura fissa unica di € 50. Pertanto nel caso di atti traslativi soggetti ad IVA o soggetti ad imposta di registro in misura fissa, tale esenzione non trova applicazione e rimangono l'imposta proporzionale.

- Abolizione delle esenzioni e delle agevolazioni previste per le compravendite immobiliari soggette ad imposta di registro proporzionale anche se stabilite da leggi speciali.

Le modifiche sopra descritte non incidono sulle disposizioni dell'art. 8 del D.L. 351/2001 ai sensi del quale l'apporto ai **fondi immobiliari** di una pluralità di immobili prevalentemente locati al momento dell'apporto è assimilato al conferimento d'azienda e, quindi, è escluso dal campo di applicazione dell'IVA ed è soggetto alle imposte di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa (che dal 1° gennaio 2014 è passata a 200€).

Inoltre, resta in vigore la norma che riduce alla metà le imposte ipotecaria e catastale sugli atti di cui sono parte i fondi immobiliari, ai sensi dell'art. 35, comma 10-ter del D.L. 233/2006, e in cui tali atti non sono soggetti all'imposta di registro in misura proporzionale (es. compravendite soggette ad IVA).

Infine nel caso di atti di compravendita immobiliare soggetti ad imposta di registro proporzionale di cui sia parte un fondo immobiliare (es. vendita di un fabbricato da un ente pubblico ad un fondo immobiliare), in virtù delle nuove modifiche, dal 1° gennaio trovano applicazione le imposte ipotecaria e catastale nella misura ridotta e pari a 50€ ciascuna.

Le Imposte locali: **Imu, Tasi e Tari (Iuc)**. A parte il primo acronimo, gli altri rappresentano tutti le **novità del 2014** in materia di tassazione sulla casa, diventate operative dopo il recente via libera del Senato al pacchetto di misure varate dal governo con la legge di Stabilità.

Per l'**Imu** è stata inserita per i fabbricati di civile abitazione destinati ad **alloggi sociali**[1] l'**esclusione** dell'imposta a decorrere dal 1° gennaio 2014. Si deve ritenere che a decorrere **dal 1° gennaio 2014**, l'esclusione in oggetto operi anche per gli immobili degli Enti per l'edilizia residenziale pubblica che presentano le caratteristiche indicate nel citato D.M.

La **Tasi** è la vera novità del 2014. La Tassa sui servizi indivisibili (ad esempio l'illuminazione pubblica, la manutenzione delle strade, ecc.) colpisce tutti gli immobili ed è a carico dei proprietari e, in parte (dal 10% al 30% in base alle delibere dei Comuni), degli inquilini se la casa è affittata. La base imponibile per la Tasi si calcola secondo le stesse regole dell'Imu. L'aliquota minima è stata fissata dallo Stato all'1 per mille mentre la massima deve essere determinata in modo che la somma tra Imu e Tasi non superi il 10,6 per mille. **Per l'abitazione principale, invece, l'aliquota massima non può superare il 2,5 per mille**. In entrambi i casi tuttavia i Comuni hanno la facoltà di applicare uno 0,8 per mille aggiuntivo in presenza di agevolazioni fiscali sulla prima casa. In particolare **i fabbricati civili destinati ad alloggi sociali sono equiparati all'abitazione principale**, solo se

[1] *"È definito «alloggio sociale» (decreto del Ministro delle infrastrutture 22 aprile 2008, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 146 del 24 giugno 2008) "…l'unità immobiliare adibita ad uso residenziale in locazione permanente che svolge la funzione di interesse generale di ridurre il disagio abitativo di individui e nuclei familiari svantaggiati che non sono in grado di accedere alla locazione di alloggi nel libero mercato….Rientrano nella definizione gli alloggi sociali quelli realizzati o recuperati da operatori pubblici e privati, con il ricorso a contributi o agevolazioni pubbliche "quali esenzioni fiscali, assegnazione di aree od immobili, fondi di garanzia, agevolazioni di tipo urbanistico" destinati alla locazione temporanea per almeno otto anni ed anche alla proprietà. Il servizio di edilizia residenziale sociale viene erogato da operatori pubblici e privati prioritariamente tramite l'offerta di alloggi in locazione.".*

rientrano nella definizione di "alloggio sociale" fornita dal decreto 22 aprile 2008 del Ministero delle infrastrutture.

La **Tari** è invece la tassa che di fatto sostituisce la vecchia Tares ed è destinata a coprire le spese che i Comuni devono sostenere per raccogliere e **smaltire i rifiuti**. Va applicata a tutti gli immobili che producono rifiuti urbani ed è composta da una quota fissa e da una variabile che viene calcolata in base ai metri quadri dell'immobile e al numero degli occupanti. La Tari dovrà essere versata interamente da chi, a qualsiasi titolo, abita la casa.

La **Iuc, Imposta unica comunale**, in realtà non è una vera imposta ma riunisce le altre tre. Si ricorda che l'Imu è stata abolita per le abitazioni principali e per le abitazioni adibite ad "alloggio sociale", a patto che non si tratti di immobili di lusso.

In virtù delle novità sopra descritte, il **peso fiscale sugli immobili nel 2014** è destinato complessivamente ad **aumentare di circa il 5,6% rispetto al 2013**; una buona parte di questo rincaro va addebitata all'introduzione della Tasi che appesantirà il prelievo fiscale soprattutto sui proprietari di seconde e terze case e su quelli che possiedono un immobile ad uso produttivo.

Solo il gettito riconducibile al possesso dell'immobile ha subito una vera e propria impennata: dal **2007 ad oggi è cresciuto del 78%**.

Tassazione delle rendite finanziarie: Il DL 66/2014 (Decreto del Governo Renzi noto come "IRPEF-spending review") ha stabilito l'**aumento dell'aliquota dal 20% al 26%, con effetto dal 1° luglio 2014**, per quanto riguarda le ritenute e le imposte sostitutive sugli interessi, premi, e ogni altro provento di cui all'art. 44 del TUIR (redditi di capitale).

La nuova imposta, pertanto, in linea generale riguarderà:

- gli interessi ed i proventi esigibili dal 1° luglio 2014 (conti correnti, conti deposito, obbligazioni, ecc);
- le plusvalenze di natura finanziaria realizzate dal 1° luglio 2014;
- i dividendi e proventi assimilati, derivanti da partecipazioni non qualificate, percepiti dal 1° luglio 2014.

Più in particolare, l'incremento riguarda anche i proventi dei fondi comuni immobiliari italiani distribuiti.

L'aumento della tassazione, non interesserà i detentori di partecipazioni qualificate, i quali continueranno a tassare i dividendi e plusvalenze relative a queste partecipazioni, in regime dichiarativo, facendoli concorrere alla formazione del reddito complessivo nella misura del 49,72% del loro ammontare.

In particolare relativamente ai plusvalori latenti, diversa è la situazione dei detentori di partecipazioni non qualificate, situazione che si può articolare in due soluzioni a seconda del regime di tassazione scelto:

- l'investitore che opera in regime di risparmio amministrato, dovrà attivarsi per avvalersi entro il 30 settembre 2014 della cosiddetta procedura di "affrancamento" che permette di pagare sulle plusvalenze latenti registrate fino al 1° luglio 2014 il 20% di ritenute anziché il 26%. Tale imposta dovrà essere versata entro il 16 novembre 2014 da parte degli intermediari finanziari stessi, a fronte dell'opzione esplicitata dal cliente;

- l'investitore che opera in regime dichiarativo, dovrà effettuare i calcoli in proprio per effettuare il pagamento, a sua cura, entro il 16 novembre 2014 e dichiarare l'operazione in sede di Unico 2015 relativo ai redditi 2014.

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

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

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

Si fornisce inoltre di seguito una *preview* su alcuni delle principali novità fiscali nel 2015 per il settore immobiliare quali:

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

  - al fornitore, per l'importo dell'imponibile;

  - all'erario per l'importo dell'IVA.

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

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

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

Indicazioni di dettaglio su ciò che costituisce pulizia, demolizione, installazione di impianti o completamento di edifici sono contenute nelle tabelle Ateco che tuttavia propongono in-

dicazioni parziali, pertanto, al momento della redazione del presente documento, si è in attesa di indicazioni ministeriali.

4. LINEE STRATEGICHE PER L'ATTIVITA' FUTURA

Considerate le difficoltà finora riscontrate dalla SGR nelle attività di dismissione del portafoglio (sia nella forma "Asset by Asset" che in blocco) sostanzialmente riconducibili ad una instabilità del profilo locativo degli immobili, alla significativa riduzione delle transazioni ed al più generale andamento dei mercati è apparso necessario estendere la durata del Fondo nell'auspicio di poter beneficiare di una futura e possibile ripresa dei mercati, oltre che di una più ordinata gestione del piano di dismissione, al fine di:

- Riposizionare il profilo reddituale degli *asset* con potenzialità commerciale superando la grave crisi della domanda degli utilizzatori e rendendo maggiormente competitiva l'offerta;
- Intercettare il mercato degli investitori e degli utilizzatori cogliendo le opportunità che si presenteranno nei prossimi mesi sugli specifici mercati al fine di dismettere ciascun immobile;
- Verificare nel tempo la significatività e la convenienza economica di cessioni in blocco considerato il mutevole assetto dei capitali e degli investitori che manifestano interesse ad assumere posizioni significative sul mercato italiano.

E' stata elaborata una nuova articolazione delle vendite riprogrammando queste ultime nel nuovo arco temporale dei prossimi quattro anni (fino al 2018) a nuovi valori di vendita che si ritengono coerenti con l'attuale scenario di mercato. La SGR ha inoltre deciso di ridurre, volontariamente e unilateralmente, a partire dal 1° gennaio 2016, le commissioni di gestione del 50%.

Il nuovo piano vendite è stato redatto in considerazione delle peculiarità dei singoli immobili in portafoglio. In particolare sono state ipotizzate dismissioni nel breve periodo per gli immobili ad oggi completamente locati (Fiumicino – Viale delle Arti, 119 e Roma – Via Canton, 10/12/20) e per l'immobile di Segrate – Via Cassanese, 224, per il quale è già stata verificata l'impossibilità di dismissione a reddito.

Per gli immobili non completamente locati le azioni che la SGR porrà in essere ai fini della valorizzazione e messa a reddito del portafoglio riguarderanno principalmente l'incremento dell'attuale tasso di *occupancy* tramite il perfezionamento di nuove locazioni che saranno ulteriormente agevolate con il ricorso ad incentivi (p.e. agevolazioni sui canoni nei primi anni della locazione) a favore dei conduttori ma tenendo al contempo conto dell'andamento della domanda.

Le attività di riqualificazione dei singoli cespiti, pertanto, riguarderanno prevalentemente (i) gli interventi di ristrutturazione finalizzati all'adeguamento degli spazi necessari per la sottoscrizione di nuove locazioni o rinnovi di contratti esistenti (c.d. "Tenant Improvements") (ii) gli interventi finalizzati all'adeguamento edilizio ed impiantistico degli immobili stessi.

In tale direzione si colloca l'intervento di valorizzazione dell'immobile in Roma, Via Tovaglieri, inerente anche alla trasformazione in residenziale di quota parte dell'immobile, essendo state ottenute le necessarie autorizzazioni presso gli enti competenti.
A seguito dell'ottenimento del permesso di costruire l'immobile verrà proposto in vendita oltre che ad investitori istituzionali anche a soggetti interessati all'attività di trasformazione edilizia del cespite.

5. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR

Come detto in precedenza, oltre al mandato di cui al successivo punto 6 il cui onere è rimasto a carico della SGR, al fine di essere ammesso alla quotazione in Borsa il Fondo ha conferito alla Banca Finnat Euramerica S.p.A. (Capogruppo della SGR) l'incarico di *specialist*, con la finalità di favorire la compravendita delle quote, sulla base del quale la Banca Finnat esporrà continuamente offerte di acquisto e di vendita. Il compenso annuale ammonta a Euro 36 mila. A ciò si aggiunge un'attività di *marketing* che la SGR potrà all'occorrenza attivare con la collaborazione delle strutture competenti della Capogruppo sempre al fine di migliorare la compravendita delle quote del Fondo.

6. ATTIVITA' DI COLLOCAMENTO DELLE QUOTE

Il collocamento delle quote, gestito da Banca Finnat Euramerica, responsabile per il collocamento dell'offerta *retail* ed istituzionale, affiancata da Poste Italiane S.p.A., quale collocatore secondario, si è concluso il 22 dicembre 2005 con un risultato di Euro 168.465.000 al quale si sono aggiunti Euro 3.535.000 sottoscritti dalla Investire Immobiliare SGR. Alla data del richiamo degli impegni, 29 dicembre 2005, il patrimonio iniziale del Fondo si è attestato a Euro 172.000.000. Si ricorda che il Fondo è quotato in Borsa dal giugno 2006.

7. ANDAMENTO DEL FONDO

Il valore netto del Fondo al 31 dicembre 2014 ammonta ad Euro 115.309.962, mentre al 31 dicembre 2013 ammontava ad Euro 123.305.010.
Nell'analisi delle variazioni del patrimonio del Fondo va tenuto conto, come già illustrato nei punti precedenti, dell'impatto negativo della crisi economica sia sulla valutazione dei cespiti detenuti dal Fondo che sulle opportunità di locazione delle porzioni immobiliari sfitte e sui recessi. Tale situazione di crisi, tra l'altro, non consente - in via prudenziale ed ai sensi dei dettami regolamentari - pur in presenza di disponibilità finanziarie, di effettuare rimborsi ai quotisti.
Il valore della singola quota di partecipazione del Fondo è passato da Euro 1.792,224 al 31 dicembre 2013 a Euro 1.676,017 al 31 dicembre 2014.
Il valore unitario della quota del Fondo al 31 dicembre 2014 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.

8. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2014

Non si segnalano fatti rilevanti avvenuti dopo il 31 dicembre 2014.

9. OPERATIVITÀ SU STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Non sono state poste in essere operazioni su strumenti finanziari derivati.

Il Consiglio di Amministrazione

Roma, 27 febbraio 2015

PROSPETTI CONTABILI

Via Tovaglieri, 19 - Roma

Rendiconto del Fondo Obelisco

Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso
SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 31/12/2014		Situazione al 31/12/2013	
	Valore complessivo	In perc. dell'attivo	Valore complessivo	In perc. dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
Strumenti finanziari quotati				
Strumenti finanziari derivati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	**193.170.000**	**95,75%**	**200.520.000**	**94,54%**
B1. Immobili dati in locazione	*96.983.289*	*48,07%*	*200.520.000*	*94,54%*
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	*96.186.711*	*47,68%*		
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
D. DEPOSITI BANCARI			**7.000.000**	**3,30%**
D1. A vista				
D2. Altri			*7.000.000*	*3,30%*
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	**7.620.108**	**3,78%**	**3.558.719**	**1,68%**
F1. Liquidità disponibile	*7.620.108*	*3,78%*	*3.558.719*	*1,68%*
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	**945.090**	**0,47%**	**1.016.055**	**0,48%**
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	*378.370*	*0,19%*	*401.458*	*0,19%*
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	*566.720*	*0,28%*	*614.597*	*0,29%*
G5. Credito IVA				
TOTALE ATTIVITÀ	**201.735.198**	**100,00%**	**212.094.774**	**100,00%**

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 31/12/2014	Situazione al 31/12/2013
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	**4.353.114**	**6.717.642**
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		
M2. Debiti di imposta		
M3. Ratei e risconti passivi	*38.707*	*2.037.133*
M4. Altre	*2.747.826*	*3.006.099*
M5. Fondo imposta		
M6. Debiti per cauzioni ricevute	*1.566.581*	*1.674.410*
TOTALE PASSIVITÀ	**86.425.236**	**88.789.764**
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	**115.309.962**	**123.305.010**
Numero delle quote in circolazione	**68.800**	**68.800**
Valore unitario delle quote	**1.676,017**	**1.792,224**
Proventi distribuiti per quota		**25**
Rimborsi parziali per quota		**275**

Rendiconto del Fondo Obelisco
Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso
SEZIONE REDDITUALE

	Rendiconto al 31/12/2014		Rendiconto al 31/12/2013	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
Strumenti finanziari quotati				
Strumenti finanziari derivati				
Risultato gestione strumenti finanziari				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	**-1.235.558**		**-854.295**	
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	14.235.097		12.551.597	
B1.1. Canoni locazione non finanziaria	*9.378.120*		*11.582.300*	
B1.2. Canoni di locazione finanziaria				
B1.3. Altri proventi	*4.856.977*		*969.297*	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE	-9.184.375		-7.294.504	
B3.1. Beni immobili	*-9.184.375*		*-7.294.504*	
B3.2. Diritti reali immobiliari				
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-3.430.411		-3.468.697	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTE MUNICIPALI	-2.855.869		-2.642.691	
Risultato gestione beni immobili		**-1.235.558**		**-854.295**
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati				
C2. Incrementi/decrementi di valore				
Risultato gestione crediti		**0**		**0**
D. DEPOSITI BANCARI	**32.155**		**143.667**	
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	*32.155*		*143.667*	
E. ALTRI BENI				
Risultato gestione investimenti		**-1.203.403**		**-710.628**
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
Risultato lordo della gestione caratteristica		**-1.203.403**		**-710.628**
H. ONERI FINANZIARI	**-3.349.284**		**-3.349.284**	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-3.349.284		-3.349.284	
H1.1. su finanziamenti ipotecari	*-3.349.284*		*-3.349.284*	
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI				
Risultato netto della gestione caratteristica		**-4.552.687**		**-4.059.912**
I. ONERI DI GESTIONE	**-3.401.118**		**-3.533.131**	
I1. Provvigione di gestione SGR	*-3.178.004*		*-3.288.983*	
I2. Commissioni banca depositaria	*-39.963*		*-41.794*	
I3. Oneri per esperti indipendenti	*-22.168*		*-22.168*	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	*-57.690*		*-20.268*	
I5. Altri oneri di gestione	*-103.293*		*-159.918*	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI	**-41.244**		**-755.766**	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide				
L2. Altri ricavi	*18.237*		*31.876*	
L3. Altri oneri	*-59.481*		*-787.642*	
Risultato della gestione prima delle imposte		**-7.995.049**		**-8.348.809**
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile/perdita dell'esercizio		**-7.995.049**		**-8.348.809**

NOTA INTEGRATIVA

Via Giulio Richard, 1 - Milano

Via Mazzola, 66 - Roma

PARTE A

ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Valore della quota dalla data di istituzione del Fondo

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, alla data di richiamo degli impegni ammontava a 172 milioni di Euro pari a 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.

Le quote sono state collocate per mezzo di un'offerta pubblica di sottoscrizione che si è svolta nel periodo compreso tra il 15 settembre ed il 22 dicembre 2005; il richiamo degli impegni è avvenuto in data 29 dicembre 2005.
Responsabile del collocamento è stata la Banca Finnat Euramerica S.p.A. (Capogruppo della SGR) che si è avvalsa di Poste Italiane S.p.A. in qualità di collocatore secondario.

Qui di seguito un riepilogo del valore della quota dalla data di istituzione del Fondo.

	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
Rendiconto annuale al 31.12.2013	123.305.010	68.800	1.792,224
Rendiconto annuale al 31.12.2014	115.309.962	68.800	1.676,017

1. Principali eventi che hanno influito sul valore della quota

I canoni di locazione hanno subito un calo di circa 2 milioni di Euro rispetto all'esercizio 2013, a causa dei recessi e delle riduzioni dovute alla "spending review" di cui si è data notizia nella Relazione degli Amministratori. Inoltre, anche le minusvalenze da valutazione hanno registrato un ulteriore incremento di circa 2 milioni. Queste due poste negative vanificano l'effetto positivo determinato dall'incasso e registrazione ad altri ricavi da locazione dei 4 milioni di Euro concernenti la penale versata da Nestlè per il recesso anticipato dal contratto relativo all'immobile di Via Richard. Inoltre, la pressione delle imposte comunali è aumentata di circa 200 mila Euro; quanto descritto ha portato ad un peggioramento del risultato della gestione dei beni immobili, pari a circa 400 mila Euro.
Gli altri costi di gestione sono in linea con il risultato dell'esercizio precedente (interessi passivi sul finanziamento per circa Euro 3,3 milioni e oneri di gestione per circa Euro 3,4 milioni).

2. Andamento delle quotazioni di mercato

Come già indicato nella Relazione degli Amministratori, 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 oggi ridenominato come MIV – Mercato degli Investment Vehicles), a far data dal 14 giugno 2006.

Dopo un concreto segnale di ripresa nei primi mesi del 2014 (Euro 812 a fine aprile), il valore ha risentito della debolezza generale del mercato italiano ed ha subito un progressivo calo, e si è attestato su 535 Euro alla chiusura del 30 dicembre 2014.

Lo *specialist*, ruolo di sostegno della liquidità delle quote del Fondo, ricoperto da Banca Finnat S.p.A., a fronte di 257 sedute borsistiche nell'anno, di cui 213 con negoziazioni, è intervenuto in 76 sedute. Va ricordato che uno degli effetti più importanti dell'attività dell'operatore specialista è la stabilizzazione dei prezzi ed il conseguente contenimento della volatilità.

Qui di seguito un grafico che illustra l'andamento del prezzo di borsa delle quote del Fondo nel corso del 2014.

3. Distribuzioni a favore dei sottoscrittori

La prima distribuzione, a favore dei sottoscrittori, di parte della liquidità riveniente dal parziale smobilizzo del credito IVA, determinatosi in occasione dell'acquisto del portafoglio immobiliare e smobilizzato nel corso dell'esercizio 2006, è avvenuta nel marzo 2007. Successivamente, nel marzo 2008, è seguita una seconda distribuzione sia di proventi che di capitale, anche derivanti dalla dismissione dell'immobile di Roma - Via Capogrossi, avvenuta in data 28 dicembre 2007. A seguire, nel marzo 2009, è stato effettuato un ulteriore rimborso di capitale, riveniente da liquidità disponibile alla chiusura dell'esercizio precedente.
Alla luce dei risultati conseguiti dal Fondo alla chiusura degli ultimi tre esercizi antecedenti quello attuale, va ricordato che la SGR non ha proceduto ad alcun rimborso 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.

Per quanto concerne l'esercizio 2014, l'impatto della crisi economica e finanziaria sull'andamento del Fondo non consente - in via prudenziale ed ai sensi dei dettami regolamentari - pur in presenza di disponibilità finanziarie, di distribuire proventi ai quotisti.

Qui di seguito una tabella che riepiloga le distribuzioni ed i rimborsi di capitale effettuati.

Rendiconto di riferimento	Data inizio distribuzione	Provento pro-quota	Rimborso capitale pro-quota	Importo complessivo
31 dicembre 2006	15 marzo 2007		125	8.600.000
31 dicembre 2007	13 marzo 2008	25	100	8.600.000
31 dicembre 2008	19 marzo 2009		50	3.440.000
TOTALI		**25**	**275**	**20.640.000**

4. Informazioni sui rischi assunti dal Fondo

Nella gestione del Fondo sono insite due principali tipologie di rischio, ovvero quella di natura strettamente finanziaria e quella relativa alla gestione del patrimonio immobiliare.
La prima riguarda sia i rischi relativi ai finanziamenti ricevuti che quelli relativi agli investimenti temporanei della liquidità in strumenti finanziari i quali, per previsione normativa, come espresso nel Regolamento, sono sottoposti a limitazioni e vincoli volti a minimizzare il rischio.
In relazione al finanziamento ricevuto da Barclays Bank, poiché quest'ultimo è a tasso fisso non è previsto nessuno strumento di monitoraggio né di mitigazione di tale rischio; i rischi legati all'investimento della liquidità sono assolutamente trascurabili e non richiedono applicazione di metodologie di valutazione puntuale del rischio (ad es. VAR).

I rischi legati alla gestione del patrimonio immobiliare sono invece relativi a:

- danni agli immobili;
- crediti verso i conduttori;
- cessazione e rinegoziazione dei contratti di locazione;
- vendita degli immobili.

A copertura dei danni agli immobili è stata stipulata, con una primaria compagnia di assicurazioni, una polizza globale fabbricati sull'intero patrimonio immobiliare.

I crediti verso i conduttori vengono costantemente monitorati, sia attraverso apposita reportistica predisposta dal P*roperty Manager*, sia mediante incontri periodici tra le strutture interne della SGR, il *Property Manager* e lo studio legale incaricato dei recuperi; durante i suddetti incontri vengono analizzate le posizioni dei conduttori e valutate le azioni per la riscossione dei crediti insoluti. In relazione a quelli di dubbia esigibilità vengono infine stabilite le percentuali di svalutazione allo scopo di adeguarne il presumibile valore di realizzo.
Per quanto riguarda i rischi connessi al mancato adempimento degli obblighi dei conduttori degli immobili, va considerato il rischio legato a possibili inadempimenti contrattuali di questi ultimi che, nonostante l'attività sopra descritta svolta dalla SGR, potrebbero avere effetti negativi sulla componente annuale di rendimento del Fondo derivante dai canoni di locazione e, dunque, sui proventi distribuibili. In ogni caso, i contratti di locazione esistenti prevedono strumenti, quali il deposito cauzionale o la fideiussione, idonei a limitare in larga parte i rischi connessi all'eventuale inadempimento da parte dei conduttori.

La SGR, in relazione agli eventuali nuovi immobili acquistati ed ai nuovi contratti di locazione o alle rinegoziazioni dei contratti esistenti, valuterà, direttamente ed indirettamente, la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dei conduttori degli immobili stessi, con l'ausilio di strumenti quali banche dati e analisi documentali.

La politica di disinvestimenti è mirata 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. La SGR valuterà comunque la convenienza di disinvestimenti in relazione a specifici immobili per i quali sia manifestato interesse da parte di potenziali acquirenti, al fine di cogliere opportunità che consentano di massimizzare il ritorno degli investimenti.
Il Fondo non ha opzioni di disinvestimento sugli immobili. Si prefigge comunque di realizzare l'attività di disinvestimento attraverso la cessione a terzi, siano essi investitori istituzionali o privati.
Le decisioni di vendita degli immobili saranno comunque supportate dal giudizio di congruità dell'Esperto Indipendente.
Si ritiene opportuno evidenziare che la SGR ha istituito una apposita funzione di Monitoraggio Rischi che provvede ad analizzare e monitorare costantemente i rischi insiti nella gestione del Fondo, al fine di segnalare criticità e possibili interventi all'Alta Direzione della SGR.

Viale delle Arti, 123 - Fiumicino (Roma)

PARTE B

LE ATTIVITÀ, LE PASSIVITÀ E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Sezione I - Criteri di valutazione

Nella redazione del Rendiconto di gestione sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per fondi comuni di investimento chiusi ed i criteri di valutazione previsti dal vigente Regolamento emanato dalla Banca d'Italia. Tali principi contabili, da ritenersi applicabili al Fondo limitatamente alle operazioni consentite dal Regolamento ed effettivamente realizzate al 31 dicembre 2014, sono riepilogati nei paragrafi che seguono.

Immobili

Il valore degli immobili corrisponde alle risultanze della relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi dell'articolo 14 bis, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'articolo 17, Titolo VI, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, modificato dal D.M. 256/2005, nonché da quanto previsto dal Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Par. 2.5 e 4 del Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio".
Gli immobili del Fondo sono stati assoggettati a valutazione della società Praxi S.p.A.
Il valore degli immobili risultante dal Rendiconto corrisponde, quindi, a quanto stimato dall'Esperto Indipendente relativamente al valore di mercato degli stessi alla data del 31 dicembre 2014. Pertanto il valore esposto sul Rendiconto riflette anche l'eventuale deperimento degli immobili medesimi.
In conformità all'incarico conferitole, la Praxi S.p.A. ha effettuato la valutazione dei complessi immobiliari di proprietà del Fondo al fine di determinare il valore dell'intero portafoglio alla data del 31 dicembre 2014.
La valutazione si è svolta anche effettuando sopralluoghi interni ed esterni presso i complessi immobiliari oggetto del portafoglio.

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.
Per la determinazione del "valore di mercato" degli immobili sono stati adottati, in forma autonoma o combinati tra loro, i seguenti metodi:

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

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

Infine, con riferimento al processo di valutazione del portafoglio immobiliare, si fa presente che la SGR recepisce i principi e le indicazioni proposti nell'ambito delle linee guida elaborate da Assogestioni e si conforma a quanto disposto dalla comunicazione congiunta Banca d'Italia/Consob del 29 luglio 2010.

Formazione e verifica delle relazioni semestrali – Presidi organizzativi adottati

Il processo di formazione e verifica delle relazioni di stima semestrali è affidato alla responsabilità del Direttore Asset Management che si avvale in primo luogo del supporto del Risk Manager, nonché dei Fund Manager, degli Asset Managers e delle società cui sono affidati in outsourcing i servizi di *property* e *facility management*.

Tra i predetti soggetti della SGR e gli Esperti Indipendenti – così come previsto all'interno della procedura in oggetto - avvengono scambi di informazioni relativi alle attività da eseguire ed in essere e riportati, con le relative tempistiche di esecuzione, all'interno dei singoli mandati conferiti all'Esperto indipendente, strutturati in linea alle previsione stabilite dall'art. 21 del Regolamento congiunto Banca d'Italia/Consob ed in conformità a quanto stabilito dalle linee applicative emanate dalle predette Autorità in data 29 luglio 2010.

In particolare si fa presente come in previsione della redazione della relazioni di stima semestrali, e per ciascun fondo gestito, la scrivente Società tenga un incontro preliminare con l'esperto indipendente al fine di definire le principali assunzioni che il valutatore intende adottare in relazione ai parametri legati sia all'andamento del mercato generale contingente, che alle assunzioni finanziarie ed immobiliari più strettamente connesse al portafoglio oggetto di valutazione.
Vengono inoltre definite e verbalizzate le modalità e le tempistiche di redazione e consegna del rapporto di valutazione.
Nell'ambito del processo di valutazione predetto, la SGR si avvale del sistema gestionale del *property manager* di riferimento di ciascun fondo. In particolare, la Direzione Asset Management della SGR, ai fini della predisposizione delle relazioni semestrali da parte degli Esperti Indipendenti e sulla base delle specifiche richieste di questi ultimi, trasmette al *property manager* di riferimento la richiesta di produrre tutti i report previsti dal contratto di *property management*, aggiornati alla data del periodo di riferimento. I report richiesti sono estratti dal sistema gestionale del *property* di riferimento di ciascun fondo e principalmente riguardano:

- integrazioni e/o modifiche relative ai contratti di locazione in essere;
- tabella riportante i canoni percepiti;
- tabella locazioni con evidenza delle fatturazioni dei canoni occorse nel periodo di riferimento;
- eventuali variazioni di consistenze e destinazione d'uso degli spazi interessati da ciascun contratto;
- aggiornamento dello stato occupazionale e segnalazione dell'esistenza di spazi non locati;

- reportistica manutenzioni svolte/in corso e indicazione dei costi sostenuti (con dettagliata distinzione delle voci imputate quali manutenzione straordinaria o quali capex) ;
- copia ultimi versamenti Imu ed eventuale proiezione alla chiusura del periodo di riferimento;
- copia in pdf di tutti i contratti di locazione siglati successivamente all'ultimo semestre (per questi è anche necessario un prospetto excel di riepilogo con l'indicazione delle principali clausole contrattuali quali durata, decorrenza economica, canone ed eventuale sua scalettatura, etc.);
- ritardi o mancati pagamenti delle rate previste dai contratti di locazione ed in ogni caso, qualunque tipo di informazione che possa rendersi utile per la valutazione dei rischi di inesigibilità dei canoni di locazione (es. mancato rinnovamento delle precedenti garanzie prestate);
- progetti e/o varianti di progetto previsti sugli immobili;
- costi di ristrutturazione sostenuti e/o previsti;
- tempi previsti per le valorizzazioni
-

Si evidenzia ad ogni modo come eventuali ulteriori richieste potranno essere effettuate in relazione alle caratteristiche dei singoli fondi.
Successivamente all'invio al valutatore da parte della scrivente Società dei dati gestionali ricevuti dal *property/facility manager* ed in seguito all'esecuzione dei sopralluoghi presso gli immobili oggetto di valutazione, viene trasmessa dall'esperto indipendente alla SGR una "preliminare" relazione di stima.

La predetta relazione è oggetto di attenta verifica dell'adeguatezza del processo valutativo e delle assunzioni/parametri di stima da parte del personale della SGR coinvolto nel processo di valutazione, che ha competenza di carattere sia valutativo (*fund manager*) che gestionale (*asset manager*), nonché informatico (*risk manager*). Sul punto si evidenzia che, tra le altre attività di verifica tese ad una maggiore comprensione dei meccanismi adottati dall'esperto indipendente per la determinazione del valore, è da menzionare quella svolta dal risk manager in ordine alla ricostruzione dei modelli di DCF (*Discount Cash Flow*) utilizzati dal valutatore unitamente ad un'analisi dello scostamento dei valori rispetto alla precedente valutazione semestrale.

Preventivamente alla definitiva approvazione da parte degli organi deliberanti della SGR viene redatto dal Direttore Asset Management ed inviato all'Alta Direzione, per ciascun fondo gestito, un memorandum relativo alle attività di verifica svolte ed ai relativi risultati raggiunti, per le opportune determinazioni del caso. Il documento, unitamente alle relazioni di stima degli Esperti Indipendenti, viene sottoposto al Consiglio di Amministrazione che procede all'approvazione.

Si fa altresì presente come la Società da una parte eviti la concentrazione di incarichi nei confronti di un unico soggetto, dall'altra miri a fare in modo che l'Esperto Indipendente assolva i propri compiti valutativi esplicitando i rapporti di valutazione e le assunzioni finanziarie soggettivamente adottate.

Crediti

I crediti sono valutati secondo il presumibile valore di realizzo.

Liquidità

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

Altre attività

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

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

Finanziamenti e altre passività

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

Costi e ricavi

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

Sezione II - Le attività

La struttura dell'attivo è rappresentata in prevalenza dalla voce "Immobili e diritti reali immobiliari", che costituisce il 95,75% del totale; a seguire la liquidità per il 3,78% e le altre attività per lo 0,47%.

II.4. Immobili e diritti reali immobiliari

La valutazione al 31 dicembre 2014 effettuata dall'Esperto Indipendente ha portato il valore complessivo del portafoglio immobiliare a Euro 193.170.000.

Si riportano di seguito le seguenti tabelle:

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

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	133	Affitto	Varie	Imprese commerciali	43.300.000	17.795.307	
2	Roma	RM	Via V. Mazzola	66	Terziario privato	1988	31.200	149	Affitto	Varie	Imprese commerciali	40.000.000	16.439.083	
3	Fiumicino	RM	Viale delle Arti	123	Terziario privato	1990	24.934	138	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	160	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	187	Affitto	Varie	Imprese commerciali	8.000.000	3.287.817	
7	Bari	BA	Via Amendola	162/1	Terziario privato	1991	13.697	105	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	132	Affitto	Varie	Imprese commerciali	6.500.000	2.671.351	
10	Roma	RM	Via Campofarnia	snc	Terziario privato	1989	1.000	75	Affitto	Varie	Imprese commerciali	1.850.000	760.308	
	TOTALI						183.194					199.700.000	82.072.122	(*)

INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITA' DEI BENI

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni annui			
		Locazione non finanziaria	Locazione finanziaria	Importo totale	%
Fino a 1 anno	27.970.781	2.011.388		2.011.388	25,53
Da oltre 1 a 3 anni	15.153.387	1.260.242		1.260.242	15,99
Da oltre 3 a 5 anni	15.498.687	1.383.537		1.383.537	17,56
Da oltre 5 a 7 anni	37.481.617	3.166.640		3.166.640	40,19
Da oltre 7 a 9 anni	878.816	47.100		47.100	0,60
Oltre 9 anni	0	10.557		10.557	0,13
A) Totale beni immobili locati	**96.983.289**	**7.879.464**		**7.879.464**	**100,00**
B) Totale beni immobili non locati	**96.186.711**				

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (dall'avvio operatività al 31 dicembre 2014)

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		**14.577**		**21.045.353**	**31.000.000**		**30.500.000**	**3.545.117**	**1.329.213**	**11.670.551**

II.6 Depositi bancari

Allo scopo di migliorare la remunerazione della liquidità del fondo, la SGR – a fine 2012 - 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 nel corso degli ultimi due esercizi sono stati effettuati diversi depositi vincolati, dei quali vengono evidenziati qui di seguito le consistenze (nulle a fine 2014) ed i flussi dell'esercizio.

Consistenze a fine esercizio

	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			0		0
Totali			0		0

Flussi registrati nell'esercizio

	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					
- versamenti			23.500.000		23.500.000
- prelevamenti			23.500.000		23.500.000
Totali					
- versamenti			23.500.000		23.500.000
- prelevamenti			23.500.000		23.500.000

II.8 Posizione netta di liquidità

La voce è composta dalla liquidità disponibile indicata alla voce F.1 per Euro 7.620.108, che si riferisce alle somme giacenti sui conti correnti che il Fondo intrattiene con la Banca Depositaria.

II.9 Altre attività

I valori iscritti nelle altre attività per un totale di Euro 945.090 sono suddivisi come illustrato nel prospetto seguente:

Altre attività al 31/12/2014			
	Voce	Importo	Totale
G.2	Ratei e risconti attivi		378.370
	Ratei attivi v/clienti per canoni di locazione	196.432	
	Risconti attivi per oneri di avvio Fondo	181.938	
G.4	Altre		566.720
	Crediti v/clienti per canoni di locazione	365.541	
	Crediti per fatture da emettere	10.912	
	Depositi cauzionali	456	
	Crediti verso assicurazione	36.141	
	Crediti per anticipi a fornitori	42.691	
	Crediti per note di credito da ricevere	110.979	
			945.090

I risconti attivi per oneri di avvio fondo si riferiscono alle spese sostenute in relazione al finanziamento assunto per l'acquisto degli immobili e alle spese di natura diversa sostenute in fase di *start up* del Fondo.

Sezione III - Le passività

III.1 Finanziamenti ricevuti

La voce è interamente composta dall'importo di Euro 82.072.122 indicato al punto H1 "Finanziamenti ipotecari" e si riferisce al finanziamento erogato dalla Barclays Bank Plc, filiale di Milano, per far fronte al pagamento della parte di prezzo degli immobili, acquistati in blocco, non coperta dalle disponibilità del Fondo.

Il finanziamento è stato concesso come mutuo ipotecario gravante proporzionalmente sui cespiti. Il rimborso delle singole erogazioni, fatta salva la possibilità di rimborsi anticipati volontari, deve essere effettuato nel caso di vendita di immobili nella misura del 105% del debito allocato sugli stessi e comunque entro la data di scadenza, anche prorogata, del Fondo.

L'importo sopra indicato corrisponde al debito residuo alla luce dei rimborsi effettuati successivamente alle vendite immobiliari del 2007 e 2009.

Il Fondo alla data del 31 dicembre 2014 rispetta i parametri finanziari previsti dal contratto di finanziamento, ad eccezione del Rapporto di Copertura degli Interessi, rispettato solo in parte in quanto si attesta al 111%. A tal proposito il Fondo si è reso disponibile alla copertura finanziaria necessaria mediante vincolo di parte della liquidità disponibile.

III.5 Altre passività

La voce è esposta in dettaglio nel prospetto che segue.

Altre passività al 31/12/2014

	Voce	Importo	Totale
M.3	Ratei e risconti passivi		38.707
	Risconti su canoni di locazione	38.707	
M.4	Altre		2.747.826
	Debiti v/fornitori per fatture da ricevere	990.399	
	Debiti v/fornitori per fatture ricevute	1.023.035	
	Interessi su depositi cauzionali	16.515	
	Debiti v/condomini e consorzi	473.321	
	Debiti per anticipi da clienti	13.461	
	Debiti v/clienti per note di credito da emettere	43.488	
	Debiti v/Fondo FIP per compensazione IVA	122.179	
	Debiti v/SGR per imposta di bollo	120	
	Debiti v/erario per IVA e riten.acconto	65.309	
M.6	Debiti per cauzioni		1.566.581
	Debiti per cauzioni ricevute	1.566.581	
			4.353.114

Le principali poste che compongono i debiti verso fornitori, per fatture ricevute e da ricevere, si riferiscono a somme ancora da corrispondere per lavori di ristrutturazione e manutenzione degli immobili. L'importo relativo ai debiti per cauzioni si riferisce ai depositi cauzionali versati dai locatari all'atto della sottoscrizione dei contratti di locazione.

Sezione IV - Il valore complessivo netto

Le quote del Fondo, collocate presso il pubblico indistinto, sono state emesse in regime di dematerializzazione e, nel mese di giugno 2006, sono state ammesse alla negoziazione presso la Borsa Italiana S.p.A. In relazione alla composizione dei sottoscrittori si segnala che, sulla base delle informazioni in possesso della SGR al 31 dicembre 2005, l'unico investitore qualificato risultava essere la SGR stessa, mentre le quote detenute da soggetti non residenti ammontavano a 205. I dati relativi all'attuale composizione dei partecipanti, in conseguenza della dematerializzazione e dell'ammissione alla quotazione, non risultano disponibili.
Le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto tra l'avvio dell'operatività e la data del Rendiconto, sono illustrate nel seguente schema:

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (29/12/2005) AL 31/12/2014		
	Importo	*In percentuale dei versamenti effettuati*
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO	172.000.000	*100,00%*
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	172.000.000	*100,00%*
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari		
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	30.221.372	*17,57%*
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti	- 2.406.154	*-1,40%*
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	1.643.673	*0,96%*
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni		
F. Risultato complessivo della gestione cambi		
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi	- 31.018.355	*-18,03%*
I. Oneri di gestione complessivi	- 35.543.665	*-20,66%*
L. Altri ricavi e oneri complessivi	1.053.090	*0,61%*
M. Imposte complessive		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	- 18.920.000	*-11,00%*
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	- 1.720.000	*-1,00%*
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	- 36.050.039	*-20,96%*
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2014	115.309.962	*67,04%*
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	**-2,89%**	

Si ritiene opportuno precisare che il Tasso Interno di Rendimento (TIR) risultante dal prospetto è stato calcolato, come disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche, in base al valore iniziale del Fondo al momento della sottoscrizione (29 dicembre 2005) ed al valore risultante dal presente Rendiconto.

Sezione V - Altri dati patrimoniali

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

Alla data del presente Rendiconto risulta una passività nei confronti della Banca Finnat Euramerica (Capogruppo della SGR) relativa alla fattura da ricevere di Euro 18.000 inerente al compenso del secondo semestre 2014 per l'attività di *specialist*.

V.4 Ipoteche sugli immobili

Gli immobili del Fondo, come già accennato in precedenza, sono gravati da ipoteca di Euro 500 milioni, attribuita proporzionalmente su di essi, in funzione del finanziamento assunto. Si evidenzia infatti che il contratto di finanziamento è stato stipulato per un ammontare massimo di Euro 375 milioni, ma utilizzato per l'importo di Euro 89 milioni, come accennato nei paragrafi precedenti. Tale ipoteca viene parzialmente estinta in occasione della cessione dei cespiti e comunque entro la data di scadenza del finanziamento coincidente con la scadenza, anche prorogata, del Fondo.

Via Mazzola, 66 - Roma

PARTE C

IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione II - Beni immobili

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

RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO SU BENI IMMOBILI					
	Immobili resid.li	Immobili comm.li	Immobili ind.li	Terreni	Altri/ Strumentali
1. PROVENTI					
1.1 Canoni locazione non finanziaria					9.378.120
1.2 Canoni di locazione finanziaria					
1.3 Altri proventi					4.856.977
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 Beni immobili					
2.2 Diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 Beni immobili					- 9.184.375
3.2 Diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE BENI IMMOBILI					- 3.430.411
5. AMMORTAMENTI					
6. IMPOSTE MUNICIPALI					- 2.855.869

A seguire, un prospetto che mostra in maggior dettaglio la composizione della voce B4 “Oneri per la gestione dei beni immobili”.

Voce		Importo	Totale
B4	Oneri per la gestione beni immobili		
	Provvigioni Property Manager	-63.872	
	Provvigioni Building Manager	-149.300	
	Commissioni intermediazione per locazioni	-24.486	
	Spese utenze e servizi	-1.483.341	
	Spese manutenzioni ordinarie	-298.799	
	Opere edili e impiantistiche	-467.176	
	Consulenze tecnico-professionali	-190.948	
	Spese assicurative	-84.471	
	Oneri legali su immobili	-215.222	
	Imposta di registro e altri oneri fiscali su immobili	-165.957	
	Oneri condominiali e consortili	-286.840	
			-3.430.411

Sezione IV - Depositi bancari

Come già esposto nella Relazione degli Amministratori e nella presente nota integrativa, alla Parte B – Sezione II, al fine di migliorare il rendimento della liquidità del Fondo sono state effettuate delle operazioni di *time deposit*, che hanno prodotto interessi attivi per un ammontare pari a Euro 32.155.
A seguire un riepilogo dei suddetti depositi e dei relativi proventi ed oneri.

Time Deposit - Proventi e oneri						
Importo deposito	Decorrenza	Scadenza	Giorni	Tasso creditore	Interessi	Commissioni
5.500.000	03/02/2014	03/04/2014	59	1,00%	8.890	55
5.500.000	04/04/2014	30/04/2014	26	1,06%	4.153	
5.500.000	01/05/2014	31/05/2014	30	1,04%	4.701	
5.500.000	01/06/2014	04/06/2014	3	1,02%	461	53
5.500.000	06/06/2014	30/06/2014	24	0,69%	2.501	
5.500.000	01/07/2014	07/08/2014	37	0,65%	3.624	
7.000.000	01/01/2014	04/02/2014	34	1,20%	7.825	53
23.500.000					**32.155**	**160**

Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

H. Oneri finanziari

L'importo di Euro 3.349.284 indicato alla presente voce si riferisce interamente agli interessi sul finanziamento di competenza dell'esercizio.

Sezione VII - Oneri di gestione

I. Oneri di gestione

La voce presenta un saldo complessivo di Euro 3.401.118 le cui componenti sono: le commissioni di gestione della SGR, Euro 3.178.004, il compenso della Banca Depositaria, pari ad Euro 39.963, gli oneri per l'Esperto Indipendente che ammontano ad Euro 22.168, le spese di pubblicazione e informativa al pubblico, Euro 57.690, e infine gli altri oneri di gestione, Euro 103.293, dei quali viene indicato il dettaglio nel prospetto seguente.

Voce		Importo	Totale
I5	Altri oneri di gestione		
	Spese di revisione	-22.050	
	Oneri di avvio Fondo di competenza dell'esercizio	-36.833	
	Spese consulenza Fondo	-44.410	
			-103.293

Si evidenzia come il Regolamento del Fondo preveda che, in sede di liquidazione dello stesso, alla SGR competa un compenso pari al 20% del risultato eccedente un obiettivo di rendimento minimo prefissato; il risultato minimo, oltre il quale alla SGR spetterà il suddetto compenso, è stato fissato nella misura del 5,5% annuo. Alla data del presente Rendiconto non sussistono i presupposti per ipotizzare il superamento di tale soglia alla scadenza, e quindi non si prevede alcun accantonamento per il compenso sopra citato.

A seguire, si riporta il prospetto degli oneri di gestione che viene redatto, in conformità alle istruzioni della Banca d'Italia, includendo altre voci di costo rispetto a quelle indicate al punto I. della sezione reddituale al fine di fornire una visione complessiva degli oneri sostenuti per la gestione del portafoglio.

Si evidenzia che l'importo relativo agli oneri di gestione degli immobili è positivamente influenzato dalla contabilizzazione ad Altri proventi della penale di Euro 4 milioni versata da Nestlè in occasione del rilascio anticipato dell'immobile.

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di Euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore del finanziamento (**)	Importo (migliaia di Euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore del finanziamento (**)
1) Provvigioni di gestione - provvigioni di base - provvigioni di incentivo	3.178	2,64	1,58					
2) TER degli OICR in cui il fondo investe								
3) Compenso della banca depositaria - di cui eventuale compenso per il calcolo del valore della quota	40	0,03	0,02					
4) Spese di revisione del fondo	22	0,02						
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo								
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	22	0,02	0,01					
7) Oneri di gestione degli immobili	1.214	1,01						
8) Spese legali e giudiziarie	215	0,18						
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblica--zione del prospetto informativo	58	0,00						
10) Altri oneri gravanti sul fondo - spese per specialist - altre consulenze - altre spese amministrative	36 29 76	0,03 0,02 0,06			36	0,03		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	4.890	4,05			36	0,03		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	3.349			4,08				
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo								
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	8.239	6,83			36	0,03		

(*) La percentuale è calcolata rispetto alla media dei valori complessivi netti del Fondo alle date del 31/12/2013, 30/6/2014 e 31/12/2014.
(**) Debito residuo al 31/12/2014.

Sezione VIII - Altri ricavi e oneri

L. Altri ricavi e oneri

La voce comprende i valori meglio dettagliati nel prospetto successivo.

Voce		Importo	Totale
L.2	Altri ricavi		18.237
	Sopravvenienze attive	12.531	
	Riaddebito costi riconducibili a terzi	5.706	
L.3	Altri oneri		-59.481
	Bolli, commissioni e oneri fiscali	-7.003	
	Interessi su depositi cauzionali	-14.760	
	Svalutazione crediti commerciali	-4.838	
	Sopravvenienze passive	-32.879	
			-41.244

L'importo di Euro 12.531 "Sopravvenienze attive" è riferibile ad accantonamenti per fatture da ricevere sovrastimati nell'esercizio precedente.

L'importo di Euro 32.879 "Sopravvenienze passive" è riferibile ad accantonamenti per fatture da ricevere sottostimati nell'esercizio precedente.

Sezione IX – Imposte

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Per gli aggiornamenti 2014 in materia fiscale si rimanda alla Relazione degli Amministratori.

Via Canton, 10/12/20 - Roma

PARTE D

ALTRE INFORMAZIONI

Con riferimento alla presente Sezione ed alle relative istruzioni per la sua compilazione, fornite dalla Banca d'Italia, si segnala che:

- non sono state poste in essere operazioni di copertura per rischi in portafoglio,
- il Fondo non ha corrisposto alla SGR importi diversi dalle commissioni di gestione previste dal Regolamento,
- non si è reso necessario alcun prestito per i rimborsi parziali di quote finora effettuati.

RELAZIONI

Via Fiume Bianco, 56 – Roma

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. 289
Roma, 31 dicembre 2014

OGGETTO: Attività di Esperto Indipendente per il Fondo Immobiliare denominato « FONDO OBELISCO ».
"Aggiornamento semestrale del Fondo Obelisco al 31 dicembre 2014".

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 31 dicembre 2014, 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 2014". **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/I/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

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

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 forniti 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

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; 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.

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

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.

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 2014. **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 2013, 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 (30-06-2014)	Semestrale (31-12-2014)
Trend inflazione	1,80%	1,60%
Trend mercato immobiliare	1,80%	1,60%
Trend EurIRS	2,40%	2,20%
Trend Titoli di Stato	4,50%	4,20%

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:

Complesso immobiliare	Variabili		Effetto della variazione sul Valore di Mercato
	Descrizione	Delta I sem VS II sem	
Milano via Richard B1	Tasso di capitalizzazione	-0,04%	▲VM
	IMU	€ 7.897,20	▼VM
	Porzioni sfitte uffici	-	==VM
	Porzioni sfitte posto auto	-	==VM
	Canone attuale (a regime)	€ 289,80	▲VM
	Canone di Mercato	€ 800,00	▲VM
	Capex e investimenti programmati	€ 365.800,00	▼VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	*3 mesi*	▼VM
Milano via Richard C3	Tasso di capitalizzazione	-0,04%	▲VM
	IMU	€ 8.265,30	▼VM
	Porzioni sfitte	-	==VM
	Canone attuale (a regime)	-€ 46.982,00	▼VM
	Canone di Mercato	-	==VM
	Capex e investimenti programmati	€ 35.000,00	▼VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	*3 mesi*	▼VM
Milano via Richard E5	Tasso di capitalizzazione	-0,04%	▲VM
	IMU	€ 8.202,10	▼VM
	Porzioni sfitte	-	==VM
	Canone attuale (a regime)	-€ 46.982,00	▼VM
	Canone di Mercato	-	==VM
	Capex e investimenti programmati	€ 35.000,00	▼VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	*3 mesi*	▼VM

Roma via Valentino Mazzola	Tasso di capitalizzazione	-0,04%	▲VM
	IMU	€ 53.569,50	▼VM
	Porzioni sfitte autorimessa scoperta	-	==VM
	Porzioni sfitte autorimessa coperta	167,00	▼VM
	Porzioni sfitte magazzino	54,00	▼VM
	Porzioni sfitte Locali commerciali	-	==VM
	Porzioni sfitte uffici	1.160,00	▼VM
	Canone attuale (a regime)	-€ 319.558,55	▼VM
	Canone di Mercato	€ 8.200,00	▲VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 525.525,00	▲VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	*3 mesi*	▼VM
Roma via delle Arti 119	Tasso di capitalizzazione	-0,08%	▲VM
	IMU+TASI	-€ 1.227,68	▼VM
	Porzioni sfitte	-	==VM
	Canone attuale (a regime)	€ 20,70	▲VM
	Canone di Mercato	-	==VM
	Capex e investimenti programmati	€ 75.000,00	▲VM
	Aumento Vacancy rinnovo	*3 mesi*	▼VM
Roma via delle Arti 123	Tasso di capitalizzazione	-0,04%	▲VM
	IMU+TASI	-€ 12.392,60	▲VM
	Porzioni sfitte uffici	-	==VM
	Porzioni sfitte palazzina B	-	==VM
	Porzioni sfitte autorimesse	- 5,00	▲VM
	Canone attuale (a regime)	€ 2.138,33	▲VM
	Canone di Mercato	-€ 200,00	==VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 531.200,00	▼VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	*3 mesi*	▼VM

Roma via Canton	Tasso di capitalizzazione	-0,04%	▲VM
	IMU	€ 15.173,34	▼VM
	Porzioni sfitte	-	==VM
	Canone attuale (a regime)	-	==VM
	Canone di Mercato	-	==VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 332.300,00	▼VM
	Aumento Vacancy rinnovo	-	==VM
Bari via Amendola	Tasso di capitalizzazione	-0,05%	▲VM
	IMU	-€ 0,60	==VM
	Porzioni sfitte uffici	- 970,00	▲VM
	Porzioni sfitte Locali commerciali	- 293,00	▲VM
	Porzioni sfitte magazzino	1.598,00	▼VM
	Porzioni sfitte posti auto moto	- 116,00	▲VM
	Canone attuale (a regime)	€ 191.742,50	▲VM
	Canone di Mercato	€ 897.600,00	▲VM
	Capex e investimenti programmati	€ 230.000,00	▼VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	*3 mesi*	▼VM
Roma via Fiume Bianco	Tasso di capitalizzazione	-0,05%	▲VM
	IMU	€ 7.055,40	▼VM
	Porzioni sfitte posti auto moto	115,00	▼VM
	Canone attuale (a regime)	-€ 260.596,58	▼VM
	Canone di Mercato	€ 2.100,00	▲VM
	Capex e investimenti programmati	€ 113.600,00	▼VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	-	==VM

Segrate via Cassanese	Tasso di capitalizzazione	-0.05%	▲VM
	IMU	-€ 0,50	==VM
	Porzioni sfitte autorimessa scoperta	-	==VM
	Porzioni sfitte autorimessa coperta	-	==VM
	Porzioni sfitte magazzino	-	==VM
	Porzioni sfitte Uffici (esterna)	-	==VM
	Porzioni sfitte Uffici	-	==VM
	Canone attuale (a regime)	-	==VM
	Canone di Mercato	-€ 16.200,00	▼VM
	Capex e investimenti programmati	€ 21.000,00	▼VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	*6 mesi*	▼VM
Roma via Campo Farnia	Tasso di capitalizzazione	-0.04%	▲VM
	IMU	€ 2.096,78	▼VM
	Porzioni sfitte Locali commerciali	-	==VM
	Porzioni sfitte Uffici	35,00	▼VM
	Canone attuale (a regime)	-€ 2.698,32	▼VM
	Canone di Mercato	-	==VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 12.000,00	▼VM
	Aumento Vacancy porzioni sfitte	-	==VM

(1) ▲VM = incremento
(2) ==VM = nessuna variazione
(3) ▼VM = decremento

RIEPILOGO CONSISTENZE E VALORI

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

Prog.	Città	Provincia	Indirizzo		Superficie						Valore di Mercato	Valore di Ricostruz. a Nuovo
					Coperta				Scoperta		Totale		
					Locata	Non locata	Part. Com.	GLA	Locata	Non locata		
01	Milano	MI	via Richard	Torre B	5.224,00	1.968,00		7.192,00	282,00		7.474,00	42.640.000,00	30.130.000,00
				BCNC		3.057,00				2.812,00	5.869,00		
				Torre C3	7.605,00			7.605,00	282,00		7.887,00		
				BCNC		3.202,00				2.731,00	5.933,00		
				Torre E5	7.457,00			7.457,00	437,00		7.894,00		
				BCNC		3.400,00				2.586,00	5.986,00		
				TOTALE	*20.286,00*	*11.627,00*		*22.254,00*	*1.001,00*	*8.129,00*	*41.043,00*		
03	Roma	RM	via V. Mazzola		4.976,00	18.242,00		23.218,00	72,00	493,00	23.783,00	34.320.000,00	26.730.000,00
				BCNC	2.978,00	4.352,00			2.255,00	3.615,00	13.200,00		
				TOTALE	*7.954,00*	*22.594,00*		*23.218,00*	*2.327,00*	*4.108,00*	*36.983,00*		
04	Fiumicino	RM	viale delle Arti 119		39.522,00		269,00	39.522,00	31.652,00		71.443,00	26.310.000,00	21.480.000,00
				Lastrico							-		
				TOTALE	*39.522,00*		*269,00*	*39.522,00*	*31.652,00*		*71.443,00*		
05	Fiumicino	RM	viale delle Arti 123		9.801,00	12.783,00	3.412,00	22.584,00	2.825,00	25.896,00	54.717,00	35.670.000,00	26.520.000,00
				Abitazione							-		
				TOTALE	*9.801,00*	*12.783,00*	*3.412,00*	*22.584,00*	*2.825,00*	*25.896,00*	*54.717,00*		
06	Roma	RM	via Cutrin		10.090,00		815,00	10.090,00	400,00		11.305,00	24.970.000,00	10.780.000,00
				BCNC	2.058,00			2.058,00	3.967,00		6.025,00		
				TOTALE	*12.148,00*		*815,00*	*12.148,00*	*4.367,00*		*17.330,00*		
10	Bari	BA	via Amendola		2.216,00	5.284,00		7.500,00	156,00	1.543,00	9.199,00	5.010.000,00	6.610.000,00
				BCNC		4.801,00				279,00	5.080,00		
				TOTALE	*2.216,00*	*10.085,00*		*7.500,00*	*156,00*	*1.822,00*	*14.279,00*		
12	Roma	RM	via Fiume Bianco		3.624,00			4.481,00	1.048,00	1.464,00	6.136,00	10.700.000,00	4.710.000,00
				BCNC		582,00				4.487,00	5.069,00		
				TOTALE	*3.624,00*	*582,00*		*4.481,00*	*1.048,00*	*5.951,00*	*11.205,00*		
14	Segrate	MI	via Cassanese			5.702,00		5.702,00		437,00	6.139,00	4.650.000,00	7.290.000,00
				BCNC		2.281,00		2.281,00		1.469,00	3.750,00		
				TOTALE		*7.983,00*		*7.983,00*		*1.906,00*	*9.889,00*		
15	Roma	RM	via F. Tovaglieri		1.175,00	4.598,00		5.746,00		165,00	5.775,00	7.220.000,00	6.090.000,00
				BCNC		2.738,00		-		1.967,00	4.870,00		
				TOTALE	*1.175,00*	*7.336,00*		*5.746,00*	*165,00*	*1.967,00*	*10.644,00*		
23	Roma	RM	via Campo Farnia		1.261,00	179,00		1.440,00	35,00	35,00	1.510,00	1.680.000,00	1.560.000,00
				BCNC	388,00				137,00	1.140,00	1.665,00		
				TOTALE	*1.649,00*	*179,00*		*1.440,00*	*172,00*	*1.175,00*	*3.175,00*		
TOTALE					**98.375,00**	**73.169,00**	**4.496,00**	**146.876,00**	**43.713,00**	**50.954,00**	**270.707,00**	**193.170.000,00**	**141.900.000,00**

Ns. Riferimento MC/val. 289 del 31 dicembre 2014

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 31 dicembre 2014, sia pari a:

- **€ 193.170.000,00 (euro centonovantatremilionicentosettantamila/00)**

  di cui

01	Milano via Richard 1-3-5	€ 42.640.000,00
03	Roma via Valentino Mazzola 66	€ 34.320.000,00
04	Fiumicino (RM) viale delle Arti 119	€ 26.310.000,00
05	Fiumicino (RM) viale delle Arti 123	€ 35.670.000,00
06	Roma via Canton 10-12-20	€ 24.970.000,00
10	Bari via Amendola 160	€ 5.010.000,00
12	Roma via Fiume Bianco 56	€ 10.700.000,00
14	Segrate (MI) via Cassanese 224	€ 4.650.000,00
15	Roma via Tovaglieri 19	€ 7.220.000,00
23	Roma via Campo Farnia palazzina Z6	€ 1.680.000,00

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

PRAXI S.p.A.

Dott. Ing. Giulio Crosetto
Consigliere Delegato

Building a better working world

Investire Immobiliare SGR S.p.A.

Rendiconto della gestione per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso

Obelisco

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 27.1.2010, n. 39 e dell'art. 9 del D.Lgs. 24.2.1998, n. 58

Reconta Ernst & Young S.p.A.
Via Po, 32
00198 Roma

Tel: +39 06 324751
fax: +39 06 32475504
ey.com

Building a better working world

Relazione della società di revisione
ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 27.1.2010, n. 39
e dell'art. 9 del D.Lgs. 24.2.1998, n. 58

Ai Partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
Obelisco

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

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

   Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 7 marzo 2014.

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

4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori in conformità a quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche compete agli amministratori della Investire Immobiliare SGR S.p.A.. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei

Reconta Ernst & Young S.p.A.
Sede Legale: 00198 Roma - Via Po, 32
Capitale Sociale € 1.402.500,00 i.v.
Iscritta alla S.O. del Registro delle Imprese presso la C.C.I.A.A. di Roma
Codice fiscale e numero di iscrizione 00434000584
P.IVA 00891231003
Iscritta all'Albo Revisori Contabili al n. 70945 Pubblicato sulla G.U. Suppl. 13 - IV Serie Speciale del 17/2/1998
Iscritta all'Albo Speciale delle società di revisione
Consob al progressivo n. 2 delibera n.10831 del 16/7/1997

A member firm of Ernst & Young Global Limited

Building a better working world

Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Obelisco per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014.

Roma, 6 marzo 2015

Reconta Ernst & Young S.p.A.

Alberto M. Pisani
(Socio)

2