

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2014 DEL

FONDO OBELISCO

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO

INDICE

ORGANI SOCIALI	3
NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2014	4
Premessa	4
Andamento del valore della quota	4
Andamento del mercato	5
Attività di gestione e politiche di investimento	11
Eventi rilevanti verificatisi nel semestre	15
Linee strategiche per l'attività futura	15
Andamento del Fondo	16
Fatti di rilievo avvenuti successivamente al 30 giugno 2014	16
Commento alle voci della Situazione Patrimoniale	16
SITUAZIONE PATRIMONIALE	20
ESTRATTO DELLA RELAZIONE DELL'ESPERTO INDIPENDENTE	21

ORGANI SOCIALI

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

<i>Presidente</i>	Arturo Nattino
<i>Amministratore Delegato</i>	Dario Valentino
<i>Consiglieri</i>	Ermanno Boffa Giulio Bastia Marco Tofanelli

COLLEGIO SINDACALE

<i>Presidente</i>	Alessandro De' Micheli
<i>Sindaci effettivi</i>	Francesco Minnetti Francesco Padovese
<i>Sindaci supplenti</i>	Ernesto De Sanctis Antonio Staffa

SOCIETÀ DI REVISIONE

Reconta Ernst & Young SpA

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2014

PREMESSA

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

Il prospetto relativo alla situazione patrimoniale è stato redatto in unità di Euro.

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

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

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

1. ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

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

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

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

	Valore del Fondo	N. quote	Valore unitario
Data di avvio (29.12.2005)	172.000.000	68.800	2.500,000
Rendiconto annuale al 31.12.2005	171.962.721	68.800	2.499,458
Rendiconto annuale al 31.12.2006	199.641.824	68.800	2.901,771
Rendiconto annuale al 31.12.2007	190.059.436	68.800	2.762,492
Rendiconto annuale al 31.12.2008	172.394.941	68.800	2.505,740
Rendiconto annuale al 31.12.2009	155.980.716	68.800	2.267,162
Rendiconto annuale al 31.12.2010	158.000.100	68.800	2.296,513
Rendiconto annuale al 31.12.2011	141.529.761	68.800	2.057,119
Rendiconto annuale al 31.12.2012	131.653.819	68.800	1.913,573
Rendiconto annuale al 31.12.2013	123.305.010	68.800	1.792,224
Relazione semestrale al 30.6.2014	123.188.689	68.800	1.790,533

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

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

Il prezzo di Borsa alla data del 30 giugno 2014 è di Euro 700 per quota, mentre era di 610 Euro alla chiusura del 31 dicembre 2013.

Qui di seguito un grafico che rappresenta l'andamento della quota in Borsa nel semestre. Come si può vedere, il prezzo ha subito una consistente variazione positiva fino a fine aprile (il 28 aprile ha raggiunto gli 812 Euro), per poi perdere progressivamente nei due mesi successivi; si nota una lieve ripresa a fine giugno.



2. ANDAMENTO DEL MERCATO

Il quadro macroeconomico italiano (fonte: Banca d'Italia Bollettino Economico n. 2, aprile 2014)

In Italia l'andamento della produzione industriale e le inchieste presso le imprese indicano che l'attività economica ha continuato a crescere moderatamente nei primi mesi dell'anno. La ripresa resta differenziata tra categorie di imprese e sul territorio nazionale, ma andrebbe estendendosi: secondo i sondaggi il miglioramento delle prospettive delle aziende industriali di maggiore dimensione e di quelle orientate verso i mercati esteri si accompagna a primi segnali positivi anche per i servizi. Rimane meno favorevole il quadro nelle regioni meridionali. Gli indicatori congiunturali più recenti mostrano che il buon andamento delle esportazioni sarebbe proseguito nel primo trimestre. Le prospettive restano nel complesso favorevoli: secondo le imprese gli ordini dall'estero sono in crescita.

La spesa per investimenti è tornata gradualmente ad aumentare: i giudizi delle imprese sulle condizioni per investire si sono riportati in linea con quelli precedenti la crisi del debito sovrano. Vi sono inoltre segnali di stabilizzazione degli acquisti delle famiglie, con una modesta ripresa delle immatricolazioni di autovetture e con progressi nel clima di fiducia; la spesa per consumi resta tuttavia molto al di sotto (quasi l'8%) del livello del 2007 e risente ancora delle prospettive dell'occupazione.

Nonostante qualche miglioramento, le condizioni sul mercato del lavoro rimangono difficili. La flessione dell'occupazione si è lievemente attenuata nella seconda metà del 2013 e le ore lavorate per addetto sono aumentate nell'industria, ma il tasso di disoccupazione ha raggiun-

to in febbraio il 13%. Qualora la ripresa proseguisse al ritmo moderato attualmente delineato dalla maggior parte dei previsori, il numero di occupati tornerebbe a crescere solo gradualmente, non prima della fine dell'anno.

In linea con quanto osservato nell'area dell'Euro, l'inflazione armonizzata in Italia ha continuato a diminuire più di quanto prefigurato nei mesi scorsi, toccando lo 0,3% in marzo. L'inflazione di fondo, calcolata al netto delle componenti più volatili, si è collocata allo 0,9%, tra i valori minimi nel confronto storico. Le pressioni al ribasso riflettono in misura rilevante la debolezza della domanda; in prospettiva, sono confermate dalla flessione dei prezzi alla produzione e dalle intenzioni espresse dalle imprese, che anticipano revisioni molto modeste dei listini nei prossimi mesi.

Nei sondaggi più recenti le imprese segnalano una lieve attenuazione della restrizione nelle condizioni di accesso al credito. Non si è ancora verificata un'inversione di tendenza nella dinamica dei prestiti alle imprese. Il costo del credito per le società non finanziarie nel nostro paese resta superiore a quello dell'area dell'Euro di circa 80 punti base.

Ci sono segnali di una leggera ripresa che lasciano sperare in una prossima risalita dopo anni di continua contrazione. Molto dipenderà anche dalla capacità del sistema politico italiano di attuare in tempi rapidi le importanti riforme strutturali che da tempo il Paese attende, in particolare per affrontare le criticità nel mondo del lavoro.

Il mercato immobiliare italiano (fonte: Scenari Immobiliari Rapporto Italia 3D 2014)

Il mercato immobiliare italiano nel corso del 2013 ha assistito a una attenuazione della fase negativa che lo caratterizzava ormai da anni, anche se ha continuato a subire l'influenza di fattori sfavorevoli che hanno portato a una contrazione in tutti i comparti, sebbene in misura meno marcata rispetto all'anno precedente. Il mercato ora è fortemente polarizzato, diviso fra alcuni comparti con performance brillanti da un lato e settori di mercato che accusano maggiormente l'impatto di una forte percezione di rischio da parte degli investitori.

L'economia si è contratta oltre il previsto. La domanda interna è rimasta fragile a causa della debolezza dei consumi, frenati dalla disoccupazione in costante aumento. L'erogazione di credito alle famiglie per l'acquisto di un'abitazione è diminuita, nonostante la domanda di mutui sia aumentata, indicando la fragilità economica di chi desidera acquistare casa e non riesce a soddisfare i requisiti richiesti dagli istituti di credito. L'instabilità politica e la mancanza di riforme necessarie alla crescita hanno tenuto in bilico la percezione del rischio Paese.

Tuttavia, nell'ultimo trimestre dell'anno scorso e in questa prima parte del 2014 si sono visti i primi spiragli di ripresa. Il ritorno alla crescita è stato sostenuto dalle esportazioni che dovrebbero accelerare ulteriormente nei prossimi due anni. Si attende un moderato aumento dei redditi reali, crollati di oltre l'otto per cento negli ultimi cinque anni, che dovrebbero consentire nel 2014 un lieve incremento del tasso di risparmio. Per un aumento della domanda, invece, si dovrà attendere il 2015.

Nonostante la complessità del quadro sociopolitico ed economico che ha caratterizzato la penisola negli ultimi dodici mesi, si è assistito ad un ritorno dell'interesse per il mercato immobiliare italiano da parte degli investitori esteri, particolarmente attivi nella seconda metà del 2013. Si è passati da un mercato completamente ingessato a uno decisamente più dinamico, grazie ad una generalizzata diminuzione del valore degli immobili ed un aumento medio dei rendimenti. L'interesse è rivolto soprattutto a investimenti a basso rischio con un ritorno interessante, in confronto agli altri Paesi europei. Si è verificata una sostituzione degli investitori di lungo periodo con quelli di breve periodo. È importante sottolineare che le transazioni effettuate dagli investitori esteri sono state realizzate soprattutto

in ottica di fiducia della ripresa nei prossimi tre o cinque anni, anziché sulla percezione di una risalita del mercato già avviata.

Il mercato immobiliare italiano - terziario (fonte: Scenari Immobiliari Rapporto Italia 3D 2014)

Il mercato immobiliare degli uffici è strettamente legato alla situazione economica e risulta quindi tra quelli che più soffrono il lungo periodo di recessione che ha colpito il Paese. Nonostante il perdurare di una situazione difficile per le imprese e per le famiglie, la seconda parte del 2013 ha visto qualche segnale positivo, con un ritorno di interesse per l'Italia da parte anche di investitori internazionali.

È proseguita anche lo scorso anno la tendenza alla riorganizzazione e alla razionalizzazione degli spazi occupati dalle imprese, alla ricerca di un contenimento dei costi generali di manutenzione e di un risparmio dei costi energetici. Così come prosegue la tendenza alla rinegoziazione dei canoni di affitto, con i proprietari che tendono a concedere sconti importanti per trattenere un inquilino sicuro.

Il mercato degli uffici prosegue la crisi iniziata nel 2008, dopo il lieve rimbalzo del 2011, con un importante calo del fatturato anche nel 2013, circa il nove per cento in meno rispetto all'anno precedente. Complessivamente gli immobili ad uso ufficio hanno movimentato un giro d'affari di 5,9 miliardi a livello nazionale, dato che segna un ritorno indietro di circa dieci anni, ai livelli del 2003.

Nel 2013 si è registrata una ulteriore discesa delle quotazioni degli uffici nelle principali città italiane, con un calo del 3% dei valori medi nominali e un calo del 3,6 dei canoni, con una stabilità dei rendimenti medi al 6,1%. Analizzando più nel dettaglio l'andamento dei prezzi nei capoluoghi di provincia, si osserva che solo Milano e Roma non hanno visto il segno meno nelle variazioni annuali, con un +0,1% per il capoluogo lombardo e una stabilità delle quotazioni per la capitale. Altre città con performance non eccessivamente negative sono Verona e Bologna, che chiudono l'anno rispettivamente con un -1 e -1,4%. In media, le grandi città perdono l'1,2% nell'ultimo anno.

I canoni medi al metro quadrato annuo nei centri urbani di maggior interesse per il mercato terziario a livello nazionale variano, per le zone più pregiate, tra i 200 e i 350 Euro, mentre nelle aree più depresse si trovano canoni medi che variano tra 70 e 120 Euro. Le punte maggiori, oltre i cinquecento Euro, si rilevano esclusivamente nelle zone top di Roma, Milano e Venezia. Così come i prezzi di vendita, gli affitti nelle grandi città sono scesi meno della media nazionale, con una flessione media del 2,4%, mentre nelle piccole città il calo medio è stato del 4,5%.

Le previsioni per il 2014 non sono positive per il mercato degli uffici, i cui risultati sono strettamente legati alla ripresa economica e occupazionale del Paese. I primi segnali positivi potrebbero arrivare nella seconda parte dell'anno e in modo più consistente solo nel 2015. Nel corso dell'anno il fatturato dovrebbe subire ancora un leggero calo, attorno all'1,7%. I rendimenti medi sono rimasti costanti nel 2013, pari al 6,1%, e si prevede una stabilità anche per l'anno in corso. Il tasso di assorbimento medio degli uffici ha toccato la quota più bassa degli ultimi anni, pari al 35% totale e al 33% per il nuovo, ma le previsioni per il 2014 sono di una leggera ripresa.

Il mercato immobiliare italiano - commerciale (fonte: Scenari Immobiliari Rapporto Italia 3D 2014)

L'andamento del mercato immobiliare commerciale ha rispecchiato a tutto campo le dinamiche economiche negative che hanno contraddistinto il 2013, seguendo la scia decre-

scente dei principali indicatori, protrattasi quasi per l'intero anno con un'attenuazione dei fenomeni solo nell'ultimo trimestre.

Il comparto continua ad essere fortemente penalizzato dal persistere della riduzione dei consumi, che risentono a sua volta della contrazione del reddito disponibile e dalle problematiche occupazionali in costante aumento.

Il mercato immobiliare commerciale è caratterizzato dalla stessa polarizzazione che contraddistingue i consumi, discretamente attivo nelle zone prime delle aree urbane e nei centri commerciali performanti, quasi fermo nelle aree secondarie o periferiche e nelle strutture meno competitive. Tuttavia, nella seconda parte del 2013 si è registrato un crescente interesse da parte degli investitori internazionali, che hanno indirizzato le proprie scelte verso il *real estate* commerciale. L'elevata liquidità disponibile a livello globale ha trovato attrattività nel prodotto *retail* di qualità superiore. Lo dimostrano le transazioni effettuate nel corso del 2013, fatte da investitori internazionali su centri commerciali importanti.

Ad incrementare l'attrattività del mercato in generale sono stati, da un alto, la contrazioni delle quotazioni degli immobili verificatasi negli ultimi due anni ed i livelli di rendimenti attraenti, unito ad una prospettiva di maggiore stabilità politica ed ad una riduzione del rischio Paese. Dall'altro, la richiesta costante del prodotto italiano a livello internazionale (dall'abbigliamento, all'oggetto di design o al prodotto alimentare) che colloca il *made in Italy* nei desiderata dei consumatori, sia nei principali mercati emergenti che in quelli consolidati, ha incrementato attrattività alla rete commerciale e alle sue potenziali di crescita.

L'andamento del mercato immobiliare commerciale nel 2013 è stato mediamente più vivace in termini di fatturato, più calmierato in relazione ai metri quadrati. Questo principalmente perché sono stati oggetto di transazioni importanti *asset* con valori di mercato elevati. Nel complesso il fatturato del comparto ha registrato una contrazione di -4%, rispetto al valore dell'anno precedente, raggiungendo quota 7,2 miliardi di Euro. Maggiore è stata la contrazione per il commerciale piccola distribuzione, con una variazione di -8,3% (per un fatturato pari a 2,2 miliardi di Euro), mentre ha fatto meglio la grande distribuzione, -2,0% (scendendo da 5,1 a 5 miliardi di Euro).

Le quotazioni sono scese mediamente, a livello nazionale, del 4,1% nei prezzi di vendita e del 5,5% nei canoni di locazione.

Il mercato immobiliare italiano - logistica (fonte: Scenari Immobiliari Rapporto Italia 3D 2014)

Il comparto degli immobili logistici, che in questi anni meglio aveva resistito alla diminuzione del mercato tra gli immobili d'impresa, nel 2013 ha segnato una forte contrazione. La quantità di metri quadrati si è sensibilmente ridotta ed il fatturato ha registrato una diminuzione del cinque per cento, scendendo a quota 3,8 miliardi di Euro. Tuttavia, nell'ultimo trimestre si è avvertito un notevole miglioramento, che persiste ancora nella prima parte del 2014, sostenuto dal crescente interesse manifestato dagli investitori stranieri che mostrano maggiore fiducia in una ripresa economica ed in un'inversione di rotta del mercato.

L'esternalizzazione dei processi logistici ha visto due tendenze contrapposte che hanno influito in maniera diversa sulla domanda di superfici. Da un lato, alcune aziende (con l'obiettivo di ottimizzare la competitività) si sono decise a dare in outsourcing per la prima volta i propri processi logistici. In questi casi, spesso la scelta dell'operatore è andata alle principali aziende presenti sul territorio nazionale che frequentemente si trovavano con spazi affittati vuoti e inutilizzati, facendo rimanere invariati i livelli di domanda. Dall'altro, molte imprese, soprattutto del settore della GDO, hanno optato per riportare

all'interno i propri servizi logistici, escludendo l'intermediazione e quindi attivando direttamente la richiesta di spazi idonei.

Costituiscono una forte spinta alla risalita del mercato, i settori dei servizi logistici farmaceutici, dell'agroalimentare e dell'e-commerce. In relazione al commercio elettronico, per il quale si prospetta una crescita anche a due cifre, il fabbisogno di spazi sarà più elevato e concentrato esclusivamente su superfici di standard elevati, collocate in posizioni strategiche.

Il mercato immobiliare di Roma - terziario (fonte: Scenari Immobiliari Rapporto Italia 3D 2014)

Le criticità del mercato degli immobili ad uso ufficio a Roma, già evidenziate nel 2012, sono proseguite nel 2013, con una trend che rimane negativo, anche se con una minore pendenza rispetto all'anno precedente. Il volume dello scambiato è sceso fino a quota 150mila metri quadrati, il risultato peggiore degli ultimi anni, ma ci sono segnali che lasciano presagire che si è toccato il fondo. Prezzi e canoni sono in calo, con una flessione più contenuta per gli uffici di pregio del centro storico e gli uffici di classe A meglio localizzati e un calo più marcato per le zone del semicentro e della periferia. Come per Milano, la riduzione dei canoni deriva anche dall'attività di negoziazione dei termini dei contratti di locazione; la crisi economica e l'importante volume di sfritto presente in città, concede infatti molto più potere in mano ai conduttori.

Le compravendite e le locazioni sono concentrate principalmente nelle aree centrali e semicentrali della città, oltre che nella zona sud dove si trovano molte strutture direzionali con una buona accessibilità (metropolitana, tangenziale, GRA). Nelle zone centrali la richiesta è più forte per quei quartieri, come Parioli, Prati e Trieste-Salario, dove si trovano soluzioni d'epoca e di prestigio. Gli uffici di classe A rappresentano una parte minoritaria del patrimonio, ancora inferiore al 15%, mentre gli uffici di classe C sono il 40% del totale.

La *vacancy* degli uffici privati è in crescita ed è arrivata al 10% nel 2013, dato che non comprende il patrimonio pubblico, quota molto importante sul totale della capitale. Per quanto riguarda il lato pubblico occorre segnalare come, in questa fase difficile per i conti dello Stato, Roma risente della contrazione della domanda da parte del settore pubblico e della riduzione dei canoni di locazione prevista dalla Spending Review.

Per il 2014 è previsto ancora un calo di prezzi e canoni, secondo la tendenza già in atto; solo i prezzi degli uffici delle zone centrali potrebbero mantenere il livello dell'anno passato. I volumi scambiati sono previsti in lieve ripresa, con un ritorno sopra la soglia dei 150mila metri quadrati, arrestando una caduta che prosegue ininterrotta dal 2010.

Il mercato immobiliare di Milano - terziario (fonte: Scenari Immobiliari Rapporto Italia 3D 2014)

L'andamento del mercato degli immobili ad uso uffici a Milano ha visto nel 2013 alcuni segnali contrastanti, che lasciano intravedere comunque spazi per una ripresa nell'anno in corso. Prosegue la flessione dei metri quadrati scambiati, che lo scorso anno sono stati circa 240mila, grazie anche a un quarto quadrimestre che ha risollevato i numeri molto bassi di metà anno.

A questa debolezza si contrappone una tenuta sostanziale dei prezzi medi, che deriva però da un lieve rafforzamento per gli uffici più centrali e meglio locati, e da un calo che continua per le zone più periferiche e per gli edifici terziari più vecchi. Anche i canoni seguono la stessa traiettoria, con una tenuta per gli uffici meglio localizzati e di classe A e un calo che risulta più marcato per le zone più periferiche. La riduzione dei canoni deriva anche dal potere in mano ai conduttori nell'attività di negoziazione dei termini dei contratti di locazione,

sia per il difficile momento della situazione economica che per l'importante volume di sfitto presente in città, che ha superato ormai il milione e mezzo di metri quadrati.

Prosegue il trasferimento delle più importanti aziende verso nuovi e più efficienti complessi direzionali, nell'ottica di una razionalizzazione degli spazi e dei costi, mentre si osserva anche un ritorno degli investitori internazionali che dimostrano interesse per il prodotto uffici di Milano, in particolare per gli immobili di maggiore qualità. E proprio la tipologia di uffici più richiesta, quella di classe A, sta lentamente crescendo e ha rappresentato nel 2013 circa il 18% del totale del patrimonio terziario milanese. Tutti i nuovi complessi direzionali in costruzione sono di classe A e in linea con i parametri europei per la costruzione di edifici ad alto risparmio energetico.

Le difficoltà si accentuano invece sullo *stock* esistente e in particolare su quel 35% di uffici di classe C. Inoltre lo spazio liberato in seguito al trasferimento delle aziende nei nuovi edifici necessita di essere ripensato per eventuali nuovi usi, anche con destinazioni differenti. Intanto il tasso di *vacancy* nella città di Milano è arrivato al 9% e si prevede ancora in crescita per l'anno in corso.

Per il 2014 è prevista un'amplificazione della tendenza già in corso, con un incremento di prezzi e canoni nominali per gli immobili terziari di pregio centrali o semicentrali ma localizzati nei principali nodi infrastrutturali, una stabilità per gli uffici del semicentro e un calo che proseguirà per gli uffici della periferia e di minore qualità.

Il mercato immobiliare di Bari - terziario (fonte: REAG Research & Development Office)

Il mercato immobiliare barese nel primo semestre del 2014 appare ancora debole per quanto riguarda le quantità scambiate in tutti i segmenti. Anche sul fronte delle locazioni il numero di contratti appare in flessione; di contro l'offerta è in crescita e richiederà ancora tempi lunghi di assorbimento. I tempi medi di vendita e locazione, così come lo sconto praticato sul prezzo richiesto, sono in espansione e risultano essere piuttosto elevati rispetto alle principali città italiane.

Il mercato immobiliare terziario sta ancora attraversando una fase alquanto difficile connotata da una domanda pressoché inesistente cui si associa un'offerta di uffici sempre più abbondante e che si va ad accumulare da diversi anni. Una fase di totale stagnazione che è sottolineata dai tempi di vendita - oltre i 10 mesi - e dagli sconti applicati all'atto dell'acquisto, pari al 20%.

Per quanto riguarda il mercato locativo, sono necessari oltre 6 mesi per affittare un ufficio, e si arriva a quasi 7 nelle zone più decentrate della città.

Nel 2013 si è assistito ad una riduzione dei prezzi di compravendita pari al 6,3%, mentre i canoni si flettono in misura inferiore, e pari al -4,5%. Per entrambi gli indicatori la *performance* del secondo semestre dell'anno è risultata leggermente meno negativa rispetto alla prima. Per quanto riguarda il primo semestre 2014, la riduzione dei valori prosegue senza soluzioni di continuità in quanto i valori di compravendita si riducono ancora in misura del 3,3%, mentre più contenuta è la flessione in corrispondenza dei canoni di locazione (-1,5% nella media).

I rendimenti medi da locazione si attestano mediamente sul 7,6%, con un *range* che passa dal 7,2% nelle zone più centrali sino a raggiungere il 7,8% nella periferia della città.

Il tasso di assorbimento è oggi intorno al 55-60%. Le previsioni per i prossimi mesi ci parlano di una tendenziale ulteriore riduzione del numero di compravendite, ma soprattutto ancora dei prezzi di scambio, per i quali non compare alcuna ipotesi di recupero a breve.

3. ATTIVITA' DI GESTIONE E POLITICHE DI INVESTIMENTO

3.1. Portafoglio immobiliare

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

La valutazione al 30 giugno 2014 effettuata da Praxi, Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo, ammonta invece ad Euro 198.120.000 a fronte di una valutazione, al 31 dicembre 2013, di Euro 200.520.000, registrando quindi un decremento dell'1,2%.

Tale decremento riflette l'andamento sfavorevole delle locazioni nel settore uffici, nonché l'effetto negativo dovuto all'aumento dell'imposizione fiscale sugli immobili (introduzione della TASI, la cui aliquota in alcuni comuni è già stata deliberata) e agli effetti della Spending Review. Va infatti ricordato che l'art. 24, comma 4 del dl. n. 66 del 2014 ha anticipato al 1° luglio 2014 (la decorrenza originaria era il 1° gennaio 2015) l'operatività del comma 4 dell'art. 3 del dl. n. 95 del 2012, convertito con l. n. 135 del 2012, reso applicabile alla generalità delle Pubbliche Amministrazioni; nel caso del Fondo Obelisco si tratta di due contratti di locazione che interessano gli immobili di Roma - Via Canton e di Bari - Via Amendola.

Nel corso del primo semestre 2014 sono proseguite le attività finalizzate alla messa a reddito del portafoglio immobiliare.

Si sono confermate anche nel corso di questo semestre le difficoltà nelle attività di nuova locazione, evidenti già nel 2013, e dovute all'instabilità economico-finanziaria del periodo.

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

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.

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. La 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.

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

Nel corso del primo semestre 2014 il Fondo ha difatti registrato recessi e rilasci per un ammontare di circa 2.606.780 Euro.

Pur tuttavia, sono stati sottoscritti nuovi contratti di locazione e rinegoziazioni per un canone annuo complessivo di circa 2.753.555 Euro.

A tal proposito nel semestre in esame è stato rinegoziato il contratto di locazione con la società Ceva Logistics Italia Srl, conduttrice dell'immobile sito in Fiumicino (RM) - Viale delle Arti n. 119.

Il conduttore aveva manifestato la volontà, attraverso una formale proposta, di rinegoziare il contratto di locazione in essere in quanto il canone risultava non sostenibile soprattutto in funzione del contratto di servizi che Ceva era in procinto di sottoscrivere con il suo principale cliente.

In tale ottica la SGR ha proposto, a fronte di un'agevolazione temporanea sul canone di locazione, di sottoscrivere un nuovo contratto, di durata sei anni più sei, in modo da garantire la permanenza del conduttore nell'immobile.

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

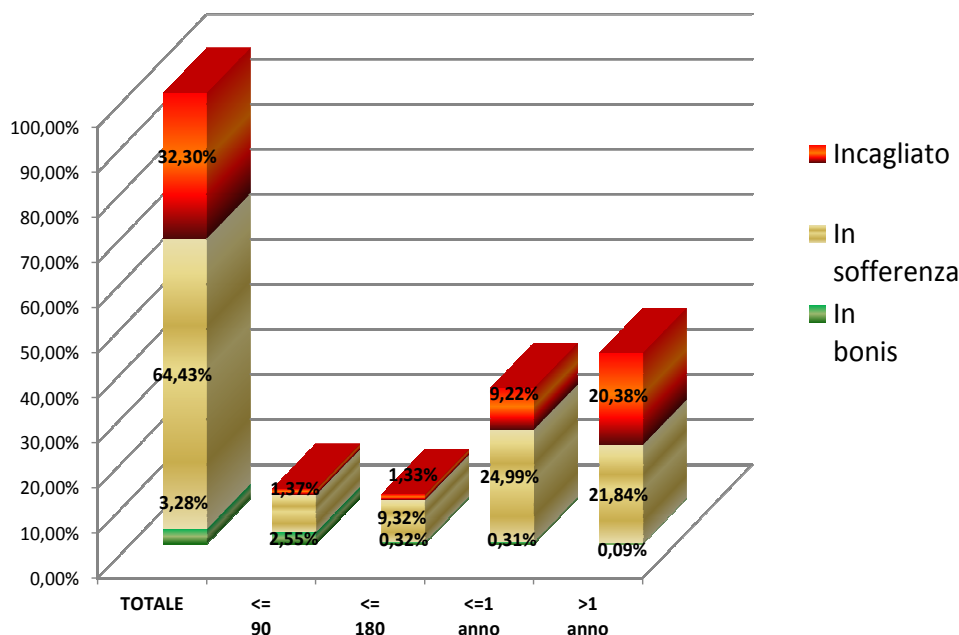
Nuove Locazioni					
Città	Indirizzo	Superficie (mq)	Destinazione d'uso	Posti Auto/Moto (n°)	Canone annuo
Fiumicino (RM)	Via delle Arti n. 123	-	pas	5	€ 1.800
Fiumicino (RM)	Via delle Arti n. 123	44	soffitta	-	€ 3.080
Fiumicino (RM)	Via delle Arti n. 123	530	ufficio	-	€ 82.150
Milano	Via Richard n. 1	492	ufficio	2	€ 80.000
Milano	Via Richard n. 1	240	ufficio	-	€ 40.000
		1.306		7	€ 207.030

Rinegoziazioni					
Città	Indirizzo	Superficie (mq)	Destinazione d'uso	Posti Auto/Moto (n°)	Canone annuo
Roma	Via Campo Farnia	52	ufficio	-	€ 8.308,00
Roma	Via Fiume Bianco n. 56	348	ufficio	7	€ 94.110,00
Roma	Via Mazzola n. 66	251	ufficio	4	€ 46.300,00
Roma	Via Mazzola n. 66	220	ufficio	-	€ 46.000,00
Fiumicino (RM)	Viale delle Arti n. 119	39.522	logistico	126	€ 2.351.806,56
		40.393		137	€ 2.546.525

Si evidenzia che alcuni dei nuovi contratti prevedono un progressivo aumento del canone di locazione, che andrà a regime, ai valori sopra indicati, nell'arco dei prossimi 3 anni.

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

Stato Credito	TOTALE		<= 90		<= 180		<=1 anno		>1 anno	
	In bonis	68.073,22	3,28%	52.881,61	2,55%	6.748,97	0,32%	6.542,31	0,31%	1.900,33
In sofferenza	1.338.387,92	64,43%	171.899,12	8,27%	193.521,14	9,32%	519.207,04	24,99%	453.760,62	21,84%
Incagliato	670.959,03	32,30%	28.413,66	1,37%	27.642,13	1,33%	191.498,09	9,22%	423.405,15	20,38%
Totale complessivo	2.077.420,17	100,00%	253.194,39	12,19%	227.912,24	10,97%	717.247,44	34,53%	879.066,10	42,32%



Nel corso del primo semestre del 2014 sono proseguite le attività di messa a reddito del portafoglio immobiliare anche grazie ad interventi di manutenzione straordinaria e di adeguamento normativo.

Di fronte ad un mercato che diventa sempre più selettivo, sono sempre più strategici gli elementi distintivi di un immobile rispetto al contesto competitivo. Nella realtà del Fondo Obelisco, è opinione della Investire Immobiliare SGR porre il conduttore al centro di ogni iniziativa, destinando le risorse alla valorizzazione degli immobili in portafoglio, con particolare attenzione alla fruibilità, alla qualità edilizia ed impiantistica ed all'efficienza energetica degli spazi locati.

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

I principali interventi hanno come obiettivo quello dell'adeguamento normativo dell'immobile, il miglioramento delle prestazioni energetiche degli impianti e, come fine ultimo, quello di facilitare l'attività di commercializzazione degli immobili stessi.

Anche in considerazione dello scenario macroeconomico nazionale ed internazionale, le attività di valorizzazione reddituale del portafoglio consisteranno esclusivamente nel consolidamento del rapporto di locazione con gli attuali conduttori e nell'adeguata promozione delle unità immobiliari non locate.

Nell'ottica di valorizzazione e messa a reddito del portafoglio immobiliare, per l'immobile di Roma - Via Tovaglieri, a seguito delle verifiche effettuate circa la possibilità di un cambio parziale di destinazione d'uso dell'immobile da strumentale in residenziale, è stata depositata, presso i competenti uffici del Comune di Roma, la richiesta di permesso di costruire per la ristrutturazione edilizia dell'immobile. La suddetta operazione di valorizzazione, con relativo frazionamento in due diverse destinazioni dell'immobile (parte commerciale/direzionale e residenziale), ha già registrato un preliminare interesse all'acquisto da parte di investitori privati.

In relazione all'immobile di Milano - Via Richard, la Nestlé Italia in virtù del recesso anticipato esercitato nel 2013, ha rilasciato, in data 31 marzo 2014, le due torri condotte in locazione. Il conduttore ha corrisposto, oltre ai 4 milioni di Euro previsti contrattualmente in

caso di esercizio del recesso anticipato, ulteriori 245.000 Euro a titolo di canone di locazione per due contratti temporanei riferiti a due mesi di ritardo sulla riconsegna dei locali, inizialmente prevista per il 31 gennaio 2014.

La SGR, a seguito della comunicazione di recesso anticipato da parte del conduttore, aveva avviato le analisi volte a valutare le potenzialità dell'immobile al fine di renderlo più appetibile al mercato delle compravendite. Tali studi hanno evidenziato la potenzialità dell'immobile ad essere dismesso anche con un progetto di riqualificazione che ne prevedesse il cambio di destinazione d'uso a residenziale/alberghiero. Relativamente a questa possibilità era stata avviata un'attività di analisi del mercato che però, a causa del perdurare della difficile situazione economica, non ha registrato alcun interesse. L'attività è stata pertanto focalizzata verso la ricerca di nuovi conduttori. A tal proposito è stata individuata una nuova società a cui è stata affidata l'attività di commercializzazione degli spazi liberi e che si sta occupando della pianificazione delle attività di promozione per il riposizionamento dell'*asset* sul mercato.

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

E' proseguita anche nel primo semestre 2014 l'attività legata al processo di dismissione della vendita di tre immobili: Roma - Via Canton 10, Roma - Via Campo Farnia/Pellaro e Segrate - Via Cassanese.

Al fine di promuovere e sollecitare al meglio il mercato di riferimento di ogni singolo *asset*, sono stati confermati tre diversi incarichi di commercializzazione a tre società di intermediazione immobiliare. L'attività di commercializzazione sugli immobili individuati non ha dato alcun risultato significativo. La difficoltà riscontrata nell'attività di dismissione in questo scenario di mercato potrebbe comportare un allungamento del piano vendite in essere auspicando di poter beneficiare di una futura ripresa dei mercati; si ritiene pertanto sempre più probabile che il Consiglio di Amministrazione debba valutare un'estensione della durata del Fondo. A tal proposito la SGR sta analizzando soluzioni per il rifinanziamento del Fondo prima della scadenza del prossimo dicembre 2015.

La SGR, sempre al fine di favorire la dismissione degli *asset* del portafoglio, sta verificando e valutando alcuni interessamenti su immobili ad oggi non inclusi nel perimetro di vendita, anche eventualmente ricorrendo ad operazioni di frazionamento immobiliare.

3.2. Altre attività di gestione

Allo scopo di migliorare la remunerazione della liquidità del fondo, la SGR ha effettuato una ricerca tra le maggiori banche ed ha valutato le quotazioni offerte per i *time deposits*, unitamente al *rating* delle singole banche offerenti. La scelta è quindi caduta sulla BNL, con la quale a fine 2012 è stato stipulato un accordo trilaterale che vedeva la partecipazione - necessaria ai fini del rispetto della normativa vigente - della Banca Depositaria, la quale ha quindi autorizzato l'investimento della liquidità del fondo presso il citato istituto bancario. A seguire, nella Sezione che commenta le voci della Situazione Patrimoniale, viene evidenziato il dettaglio dei *time deposits* del primo semestre 2014.

Va inoltre ricordato che la SGR non ha proceduto ad alcuna distribuzione nel corso degli ultimi anni, allo scopo di garantire la capacità per il Fondo di realizzare in via autonoma e nei tempi previsti le azioni di valorizzazione necessarie al raggiungimento degli obiettivi di redditività del Fondo. Unitamente a tale scelta strategica, sempre per perseguire il medesimo scopo sopra descritto, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha confermato l'esclusione, anche per il 2014, della quota di attivo riconducibile alla componente liquida del Fondo dal calcolo finalizzato alla determinazione dei compensi della SGR.

3.3. Politiche di investimento

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

Rimarranno pertanto prioritarie le azioni e gli investimenti finalizzati al riposizionamento degli immobili oggi in portafoglio, nel caso verranno individuate opzioni di valorizzazione; inoltre nel corso del secondo semestre del 2014 verrà valutata l'opportunità - qualora si ravvisassero condizioni interessanti di mercato - di dare inizio alle dismissioni immobiliari.

4. EVENTI RILEVANTI VERIFICATISI NEL SEMESTRE

Nel corso della gestione del primo semestre del 2014, il Fondo ha sottoscritto nuovi contratti di locazione e ne ha rinegoziato altri, per un complessivo canone annuo a regime di 2.753.555 Euro. A tal proposito, nel semestre in esame, è stato rinegoziato il contratto di locazione con la società CEVA Logistics Italia S.r.l. conduttrice dell'immobile sito in Fiumicino (RM) - Viale delle Arti n. 119. A fronte di un'agevolazione temporanea sul canone di locazione è stato sottoscritto un nuovo contratto di locazione, con durata sei anni più sei, in modo da garantire la permanenza del conduttore all'interno dell'immobile.

Si segnala che il Fondo ha registrato nel corso del semestre diversi recessi, corrispondenti a 2.606.780 Euro di canone annuo, imputabili agli effetti della crisi economica.

In relazione all'immobile di Milano - Via Richard, la Nestlé Italia in virtù del recesso anticipato esercitato nel 2013, ha rilasciato, in data 31 marzo 2014, le due torri condotte in locazione. Il conduttore ha corrisposto, oltre ai 4 milioni di Euro previsti contrattualmente in caso di esercizio del recesso anticipato, ulteriori 245.000 Euro a titolo di canone di locazione per due contratti temporanei riferiti a due mesi di ritardo sulla riconsegna dei locali, inizialmente prevista per il 31 gennaio 2014.

5. LINEE STRATEGICHE PER L'ATTIVITA' FUTURA

La politica di gestione, in vista dell'imminente scadenza del Fondo, già dal 2013 è stata orientata prevalentemente verso l'attività di dismissione degli *asset* in portafoglio. Anche nel secondo semestre del 2014 l'attività di gestione del Fondo sarà volta ad aumentare l'appetibilità e la redditività degli immobili in portafoglio al fine di favorire la fase di dismissione già avviata. Per aumentare l'appetibilità degli immobili e massimizzarne la redditività si ricorrerà, se necessario, anche ad operazioni di frazionamento immobiliare e/o a cambi di destinazione d'uso, minimizzando e monitorando comunque attentamente i relativi rischi. In quest'ottica la SGR ha continuato le analisi volte a valutare la miglior strategia per singolo *asset* finalizzata alla vendita.

Per l'immobile di Roma - Via Tovaglieri, a seguito della richiesta di permesso di costruire per la ristrutturazione edilizia dell'immobile, l'SGR è in attesa di ricevere il titolo edilizio, che verrà presumibilmente rilasciato nel secondo semestre del 2014. A seguito dell'ottenimento del titolo edilizio l'immobile verrà proposto in vendita oltre che ad investitori istituzionali anche a soggetti interessati all'attività di trasformazione edilizia del cespite.

Anche per l'immobile di Milano - Viale Richard nel primo semestre 2014 si è intensificata l'attività volta alla locazione delle due torri oggi *vacant* per un miglior posizionamento di tale immobile sul mercato delle compravendite.

Un'altra attività legata al processo di dismissione, iniziata nel 2013, riguarda la promozione, attraverso una campagna pubblicitaria a livello nazionale, della vendita di tre immobili: Roma - Via Canton 10, Roma - Via Campo Farnia/Pellaro e Segrate - Via Cassanese. La suddetta attività ha inizialmente interessato gli immobili per i quali è 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, presentano le migliori condizioni di realizzo.

Al fine di promuovere e sollecitare al meglio il mercato di riferimento di ogni singolo *asset*, sono stati confermati tre diversi incarichi di commercializzazione a tre società di intermediazione immobiliare. L'attività di commercializzazione sugli immobili individuati non ha dato alcun risultato significativo. La difficoltà riscontrata nell'attività di dismissione in questo scenario di mercato potrebbe comportare un allungamento del piano vendite in essere auspicando di poter beneficiare di una futura ripresa dei mercati; si ritiene pertanto sempre più probabile che il Consiglio di Amministrazione debba valutare un'estensione della durata del Fondo. A tal proposito la SGR sta analizzando soluzioni per il rifinanziamento del Fondo prima della scadenza del prossimo dicembre 2015.

La SGR, sempre al fine di favorire la dismissione degli *asset* del portafoglio, sta verificando e valutando alcuni interessamenti su immobili ad oggi non inclusi nel perimetro di vendita, anche eventualmente ricorrendo ad operazioni di frazionamento immobiliare.

Ad ogni modo, nel secondo semestre del 2014 le strategie già in essere verranno estese anche ad altri immobili del portafoglio e verrà ulteriormente analizzato e sollecitato il mercato immobiliare tramite intervento diretto e/o con l'ausilio di consulenti esterni.

6. ANDAMENTO DEL FONDO

Il patrimonio del Fondo al 30 giugno 2014 ammonta ad Euro 123.188.689, mentre al 31 dicembre 2013 ammontava ad Euro 123.305.010.

Nell'analisi delle variazioni del patrimonio del Fondo va tenuto conto dell'impatto negativo della crisi economica sulla valutazione dei cespiti detenuti dal Fondo, che ha subito un'ulteriore diminuzione nel semestre in esame, ed in particolare della nuova fiscalità immobiliare (introduzione della TASI, mantenimento dell'IMU e dl. n. 66 del 2014 che ha anticipato al 1° luglio 2014 la decorrenza della diminuzione del canone verso le P.A., come già specificato in precedenza) che ha contribuito ad incrementare i costi. Tale impatto negativo, tra l'altro, non consente - in via prudenziale ed ai sensi dei dettami regolamentari - pur in presenza di disponibilità finanziarie, di distribuire proventi ai quotisti.

Il valore della singola quota di partecipazione del Fondo è passato da Euro 1.792,224 al 31 dicembre 2013 a Euro 1.790,533 al 30 giugno 2014; si ricorda che il valore di sottoscrizione era di Euro 2.500. Il valore unitario della quota del Fondo al 30 giugno 2014 sarà reso noto ai partecipanti del Fondo Obelisco ai sensi del Regolamento. Copia della Relazione semestrale sarà inoltre disponibile presso la sede della Investire Immobiliare SGR S.p.A., nonché della Banca Depositaria. Trattandosi di Fondo quotato si provvederà, inoltre, a tutti gli adempimenti previsti dalla normativa per tale tipologia di fondi.

7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2014

Non vi sono da segnalare fatti di rilievo avvenuti dopo il 30 giugno 2014.

8. COMMENTO ALLE VOCI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE

IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

B.1 Immobili dati in locazione Euro 198.120.000

L'importo si riferisce alla valutazione al 30 giugno 2014 effettuata dall'Esperto Indipendente sugli immobili in portafoglio. Qui di seguito le tabelle dei cespiti disinvestiti e degli immobili e diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo:

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO
(dall'avvio operatività al 30 giugno 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

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	139	Affitto	Varie	Imprese commerciali	43.300.000	17.795.307	
2	Roma	RM	Via V. Mazzola	66	Terziario privato	1988	31.200	215	Affitto	Varie	Imprese commerciali	40.000.000	16.439.083	
3	Fiumicino	RM	Viale delle Arti	123	Terziario privato	1990	24.934	158	Affitto	Varie	Imprese commerciali	30.300.000	12.452.605	
4	Fiumicino	RM	Viale delle Arti	119/121	Logistica	1985	39.522	60	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	186	Affitto	Varie	Imprese commerciali	8.000.000	3.287.817	
7	Bari	BA	Via Amendola	162/1	Terziario privato	1991	13.697	124	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	60	Affitto	Varie	Imprese commerciali	1.850.000	760.308	
TOTALI							183.194					199.700.000	82.072.122 (*)	

(*) Si tratta della somma dei debiti allocati sugli immobili in portafoglio al 30/6/2014

DEPOSITI BANCARI

D.2 Altri

Euro 5.500.000

Il conto si riferisce ai *time deposits* di cui si è data notizia al punto 3.2, stipulati con BNL allo scopo di migliorare la remunerazione della liquidità del Fondo. Qui di seguito le tabelle riepilogative dei flussi nel semestre.

Consistenze a fine semestre

	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			5.500.000		5.500.000
Totale			5.500.000		5.500.000

Flussi registrati nel semestre

	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			18.000.000		18.000.000
Totali					
- versamenti			23.500.000		23.500.000
- prelevamenti			18.000.000		18.000.000

Alla data di chiusura del semestre in esame è attivo un *time deposit* per Euro 5.500.000 contratto il 6/6/2014, con scadenza il 6/8/2014, al tasso Eonia + 0,60%.

POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'

F.1 Liquidità disponibile Euro 4.979.670

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

ALTRE ATTIVITA'

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

Altre attività al 30/6/2014		
Voce	Importo	Totale
G.2 Ratei e risconti attivi		387.740
Ratei attivi v/clienti per canoni di locazione	199.695	
Risconti attivi per oneri di avvio Fondo	188.045	
G.4 Altre		732.507
Crediti v/clienti per canoni di locazione	563.600	
Crediti per fatture da emettere	71.145	
Depositi cauzionali	456	
Crediti verso assicurazione	36.141	
Crediti per anticipi a fornitori	42.692	
Crediti per note di credito da ricevere	18.473	
		1.120.247

FINANZIAMENTI RICEVUTI

H.1 Finanziamenti ipotecari Euro 82.072.122

L'importo si riferisce al debito verso Barclays Bank per il finanziamento ricevuto, al netto dei rimborsi effettuati a seguito delle vendite immobiliari di Roma Via Capogrossi (rimborso di Euro 1.299.722) e Via Cina (rimborso di Euro 5.628.156). Si segnala che l'ultimo calcolo dell'ICR (Interest Cover Ratio) ha portato ad una soglia

inferiore al limite minimo previsto dal contratto; la SGR ha informato la banca finanziatrice e, trattandosi di un *covenant* rivolto alla copertura del rischio sul pagamento degli interessi ed avendo il Fondo la liquidità necessaria, ritiene che la banca finanziatrice possa richiedere di costituire dei vincoli su tale liquidità.

ALTRE PASSIVITA'

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

Altre passività al 30/6/2014		
Voce	Importo	Totale
M.3 Ratei e risconti passivi		245.338
Risconti su canoni di locazione	245.338	
M.4 Altre		2.598.226
Debiti v/fornitori per fatture da ricevere	946.276	
Debiti v/fornitori per fatture ricevute	619.879	
Interessi su depositi cauzionali	17.769	
Debiti v/condomini e consorzi	549.369	
Debiti per anticipi da clienti	13.461	
Debiti v/clienti per note di credito da emettere	44.409	
Debiti v/Fondo Pegasus per compensazione IVA	261.412	
Debito v/Comuni per TASI	85.669	
Debiti v/erario per IVA e riten.acconto	59.982	
M.6 Debiti per cauzioni		1.615.542
Debiti per cauzioni ricevute	1.615.542	
		4.459.106

Il Consiglio di Amministrazione
Roma, 30 luglio 2014

Rendiconto del Fondo Obelisco				
Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITÀ	Situazione al 30/6/2014		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	198.120.000	94,47%	200.520.000	94,54%
B1. Immobili dati in locazione	198.120.000	94,47%	200.520.000	94,54%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
D. DEPOSITI BANCARI	5.500.000	2,62%	7.000.000	3,30%
D1. A vista				
D2. Altri	5.500.000	2,62%	7.000.000	3,30%
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	4.979.670	2,37%	3.558.719	1,68%
F1. Liquidità disponibile	4.979.670	2,37%	3.558.719	1,68%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	1.120.247	0,54%	1.016.055	0,48%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	387.740	0,18%	401.458	0,19%
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	732.507	0,36%	614.597	0,29%
G5. Credito IVA				
TOTALE ATTIVITÀ	209.719.917	100,00%	212.094.774	100,00%
PASSIVITÀ E NETTO				
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		4.459.106		6.717.642
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati				
M2. Debiti di imposta				
M3. Ratei e risconti passivi		245.338		2.037.133
M4. Altre		2.598.226		3.006.099
M5. Fondo imposta				
M6. Debiti per cauzioni ricevute		1.615.542		1.674.410
TOTALE PASSIVITÀ		86.531.228		88.789.764
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO		123.188.689		123.305.010
Numero delle quote in circolazione		68.800		68.800
Valore unitario delle quote		1.790,533		1.792,224
Proventi distribuiti per quota				25
Rimborsi parziali per quota				275



PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA

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

ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

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

*Ns. Riferim. MC/val. 201
Roma, 30 giugno 2014*

OGGETTO: Attività di Esperto Indipendente per il Fondo Immobiliare denominato « FONDO OBELISCO », "Aggiornamento semestrale del Fondo Obelisco al 30 giugno 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 30 giugno 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 15/E0003868/05.04 e 39/0006096/MA00-LA005 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017



DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE

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

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

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

– metodo comparativo

Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

– metodo della capitalizzazione

Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili (attraverso un processo del tutto analogo a quello sopra descritto trattando del metodo comparativo); il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima.

– metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

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

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

Ns. Riferimento MC/val. 201 del 30 giugno 2014

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 fornitici da **INVESTIRE IMMOBILIARE SGR**, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati.

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

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

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

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

APPROCCI ESTIMATIVI

IMMOBILI A REDDITO

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

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



Ns. Riferimento MC/val. 201 del 30 giugno 2014

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 (31-12-2013)	Semestrale (30-06-2014)
Trend inflazione	1,90%	1,80%
Trend mercato immobiliare	1,90%	1,80%
Trend EurIRS	2,30%	2,40%
Trend Titoli di Stato	4,50%	4,50%

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	
		II sem VS I sem	
Milano via Richard B1	Tasso di capitalizzazione	-0,07%	▲ VM
	IMU	€ 0,17	=VM
	Porzioni sfitte uffici	- 732,00	▲ VM
	Porzioni sfitte posto auto	- 2,00	▲ VM
	Canone attuale (a regime)	€ 203.145,86	▲ VM
	Canone di Mercato	€ 100,00	=VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 125.600,00	▲ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	<i>6 mesi</i>	▼ VM
Milano via Richard C3	Tasso di capitalizzazione	-0,07%	▲ VM
	IMU	€ 0,15	=VM
	Porzioni sfitte	-	=VM
	Canone attuale (a regime)	€ -	=VM
	Canone di Mercato	€ -	=VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 18.000,00	▲ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	<i>9 mesi</i>	▼ VM
	Milano via Richard E5	Tasso di capitalizzazione	-0,07%
IMU		€ 0,19	=VM
Porzioni sfitte		-	=VM
Canone attuale (a regime)		€ -	=VM
Canone di Mercato		€ -	=VM
Capex e investimenti programmati		-€ 18.000,00	▲ VM
<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>		<i>9 mesi</i>	▼ VM

Roma via Valentino Mazzola	Tasso di capitalizzazione	-0,19%	▲ VM
	IMU	€ -	=VM
	Porzioni sfitte autorimessa scoperta	256,00	▼ VM
	Porzioni sfitte autorimessa coperta	442,00	▼ VM
	Porzioni sfitte magazzino	-	=VM
	Porzioni sfitte Locali commerciali	-	=VM
	Porzioni sfitte uffici	4.015,00	▼ VM
	Canone attuale (a regime)	€ -	=VM
	Canone di Mercato	€ -	=VM
	Capex e investimenti programmati	€ 977.125,00	▼ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	-	▼ VM
	Roma via delle Arti 119	Tasso di capitalizzazione	-0,13%
IMU+TASI		€ 46.551,72	▼ VM
Porzioni sfitte		-	=VM
Canone attuale (a regime)		€ 10.536,16	▲ VM
Canone di Mercato		€ -	=VM
Capex e investimenti programmati		-€ 30.000,00	▲ VM
<i>Rinegoziazione contratti</i>			▼ VM
<i>Aumento Vacancy rinnovo</i>		3 mesi	▼ VM
Roma via delle Arti 123	Tasso di capitalizzazione	-0,07%	▲ VM
	IMU+TASI	€ 73.783,31	▼ VM
	Porzioni sfitte uffici	- 473,00	▼ VM
	Porzioni sfitte palazzina B	118,00	▲ VM
	Porzioni sfitte autorimesse	61,00	▲ VM
	Canone attuale (a regime)	€ 260.053,04	▲ VM
	Canone di Mercato	-€ 500,00	=VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 105.777,00	▲ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	3 mesi	▼ VM

Roma via Canton	Tasso di capitalizzazione	-0,06%	▲ VM
	IMU	€ 0,28	=VM
	Porzioni sfitte	-	=VM
	Canone attuale (a regime)	-€ 292.297,78	▼ VM
	Canone di Mercato	€ -	=VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 146.000,00	▲ VM
	<i>Aumento Vacancy rinnovo</i>	<i>3 mesi</i>	▼ VM
Bari via Amendola	Tasso di capitalizzazione	-0,08%	▲ VM
	IMU	€ 0,97	=VM
	Porzioni sfitte uffici	- 25,00	=VM
	Porzioni sfitte Locali commerciali	-	=VM
	Porzioni sfitte magazzino	-	=VM
	Porzioni sfitte posti auto moto	-	=VM
	Canone attuale (a regime)	-€ 14.761,23	▼ VM
	Canone di Mercato	-€ 16.600,00	▼ VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 201.500,00	▲ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	<i>3 mesi</i>	▼ VM
Roma via Fiume Bianco	Tasso di capitalizzazione	-0,07%	▲ VM
	IMU	€ 0,37	=VM
	Porzioni sfitte posti auto moto	1,00	=VM
	Canone attuale (a regime)	€ 2.887,59	▲ VM
	Canone di Mercato	€ -	=VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 181.500,00	▲ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	<i>3 mesi</i>	▼ VM

Segrate via Cassanese	Tasso di capitalizzazione	-0,08%	▲ VM
	IMU	€ 0,21	=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	€ -	=VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 33.000,00	▲ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	<i>3 mesi</i>	▼ VM
Roma via Tovaglieri	Tasso di capitalizzazione	-0,09%	▲ VM
	IMU	€ 0,32	=VM
	Porzioni sfitte posto auto coperto	-	=VM
	Porzioni sfitte posto moto coperto	-	=VM
	Porzioni sfitte laboratori	-	=VM
	Porzioni sfitte uffici	-	=VM
	Canone attuale (a regime)	€ 269,80	=VM
	Canone di Mercato	€ -	=VM
	Capex e investimenti programmati	-€ 49.500,00	▲ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	<i>3 mesi</i>	▼ VM
Roma via Campo Farnia	Tasso di capitalizzazione	-0,05%	▲ VM
	IMU	-€ 737,44	▲ VM
	Porzioni sfitte Locali commerciali	-	=VM
	Porzioni sfitte Uffici	-	=VM
	Canone attuale (a regime)	€ 187,56	=VM
	Canone di Mercato	€ -	=VM
	Capex e investimenti programmati	€ 11.700,00	▼ VM
	<i>Aumento Vacancy porzioni sfitte</i>	<i>3 mesi</i>	▼ VM

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

Ns. Riferimento MC/val. 201 del 30 giugno 2014



RIEPILOGO CONSISTENZE E VALORI

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

Prog.	Classe	Provincia	Indirizzo	Categorie			Superficie		Totale	Valore di Mercato	Valore di Mercato a Metro
				Località	Superficie	Tipologia	GLA	Superficie			
01	Mito	ME	in Biland	Form B	5.226,00	1.028,00		7.110,00	7.470,00	43.750.000,00	301,30.000,00
				Form C3	7.605,00	30,57,00		7.605,00	3.820,00	7.887,00	
				Form E5	7.457,00	3.210,00		7.457,00	2.924,00	7.994,00	
03	Bom	BA	in V. Maroni	Form B	20.388,00	3.000,00		23.388,00	23.388,00	36.990.000,00	267,30.000,00
				Form C	6.357,00	165,00		6.522,00	72,00	6.594,00	
				Form E	3.424,00	21.215,00		24.639,00	2.227,00	26.866,00	
04	Frankto	BA	in Calle Ad. 119	Form B	39.522,00			39.522,00	31.652,00	36.750.000,00	21,480.000,00
				Form C	9.801,00	12.783,00		22.584,00	2.747,00	25.331,00	
05	Frankto	BA	in Calle Ad. 123	Form B	8.850,00	12.202,00		21.052,00	2.727,00	36.220.000,00	26,520.000,00
				Form C	10.000,00			10.000,00	600,00	10.600,00	
06	Bom	BA	in C. Rosso	Form B	2.058,00			2.058,00	3.927,00	25.990.000,00	10,730.000,00
				Form C	12.148,00			12.148,00	4.527,00	16.675,00	
10	Bom	BA	in A. Marabbi	Form B	3.756,00	3.754,00		7.510,00	9.199,00	5.900.000,00	6,610.000,00
				Form C	4.248,00	8.333,00		12.581,00	370,00	12.951,00	
12	Bom	BA	in F. F. Barco	Form B	4.481,00	582,00		5.063,00	5.063,00	11.000.000,00	47,10.000,00
				Form C	4.481,00	350,00		4.831,00	6.827,00	11.658,00	
14	Sagun	ME	in Caricaru	Form B	5.710,00			5.710,00	6.129,00	4.560.000,00	72,90.000,00
				Form C	7.803,00			7.803,00	1.900,00	9.703,00	
15	Bom	BA	in F. Torgiani	Form B	1.175,00	4.596,00		5.771,00	11.319,00	5.840.000,00	60,90.000,00
				Form C	1.175,00	2.736,00		3.911,00	165,00	4.076,00	
23	Bom	BA	in C. Rosso	Form B	1.296,00	1.460,00		2.756,00	3.510,00	1.640.000,00	1,500.000,00
				Form C	389,00			389,00	137,00	526,00	
TOTALE				95.821,00	45.125,00	4.050,00	146.996,00	441.470,00	1.091.120.000,00	151.000.000,00	

CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza nonché nel riepilogo della pagina successiva e nella Relazione di Stima, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al FONDO OBELISCO, con riferimento alla data del 30 giugno 2014, sia pari a:

- € 198.120.000,00 (euro centonovantottomilionicentoventimila/00)

di cui

01	Milano via Richard 1-3-5	€ 43.730.000,00
03	Roma via Valentino Mazzola 66	€ 36.090.000,00
04	Fiumicino (RM) viale delle Arti 119	€ 26.750.000,00
05	Fiumicino (RM) viale delle Arti 123	€ 36.220.000,00
06	Roma via Canton 10-12-20	€ 25.990.000,00
10	Bari via Amendola 160	€ 5.900.000,00
12	Roma via Fiume Bianco 56	€ 11.000.000,00
14	Segrate (MI) via Cassanese 224	€ 4.960.000,00
15	Roma via Tovaglieri 19	€ 5.840.000,00
23	Roma via Campo Farnia palazzina Z6	€ 1.640.000,00

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

PRAXI S.p.A.



Dott. Ing. Giulio Crosetto
Consigliere Delegato