

**SCENARI IMMOBILIARI®**

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA  
PATRIMONIO IMMOBILIARE  
“OLINDA FONDO SHOPS”  
ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2012**

*Luglio 2012*

SEDE LEGALE: PIAZZA FRANCESCO MOROSINI, 12 – 00136 ROMA  
SEDE OPERATIVA: VIA VERZIERE, 11 – 20122 MILANO – TEL. 02/36564523 – FAX 02/36564791  
VIA LORENZO MAGALOTTI, 15 – 00197 ROMA – TEL. 06/8558802 R.A. – FAX 06/84241536  
VIA BERTINI, 3/A – 20154 MILANO - TEL. 02/33100705 – FAX 02/33103099

## ***Indice***

### ***INTRODUZIONE***

<i>1. Premessa</i>	<i>pag. 1</i>
<i>2. Andamento del mercato immobiliare</i>	<i>2</i>
<i>3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili</i>	<i>10</i>
<i>4. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>	<i>12</i>
<i>5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate</i>	<i>15</i>
<i>6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>	<i>16</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>	<i>17</i>
<i>8. Conclusioni</i>	<i>18</i>

### ***ALLEGATI***

SPETTABILE

**Prelios Società di Gestione del Risparmio S.p.A.**

Via Piero e Alberto Pirelli, 25

20126 Milano

Milano, 6 luglio 2012

**1. Premessa**

In relazione all'incarico ricevuto, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2012 dei seguenti 28 asset, rientranti nel perimetro del patrimonio di "Olinda Fondo Shops":

<b>N°</b>	<b>Città</b>	<b>Indirizzo</b>
1	Bologna	Via Sacco, 2
2	Roma	Via Simeto; Via Po
3	Roma	Via Tripolitania, 180-184/188; Via Scirè
4	Roma	Viale Trastevere; Via Pascarella,
5	Roma	Via Del Serafico,
6	Milano	Gall. C.so Buenos Aires, 4-6
7	Milano	Via Pisani, 13; Via Filzi, 8
8	Mugnano di Napoli	Via Pietro Nenni, 54
9	Rivoli	C.so Susa, 305-307
10	Merate	Via Bergamo, 19
11	Bergamo	Via Carducci, 10
12	Vergiate	Via Sempione, 72
13	Bagnaria Arsa	Via Mattei, 13
14	Pordenone	Via Segaluzza, 32
15	Camerano	Località Aspigo Terme, Via Farfisa, Snc
16	Campogalliano	Via del Passatore, 30
17	Tortona	Strada Comunale Cabannoni
18	Veggiano	Via Lissaro, 2-4-6
19	Pioltello	Via S. Francesco 33
20	Nichelino	Via XXV aprile 206
21	Burolo	Via S.S. Lago di Viverone 36
22	Vado Ligure	Via G. Ferraris 137
23	Torino	Via A. Di Francesco 13
24	Reggio Emilia	Via Danubio 8
25	Novara	Corso Vercelli 91
26	Milano	Viale Sarca 232
27	Moncalieri	Via Postiglione
28	Milano	Area, Viale Sarca 336

## ***2. Andamento del mercato immobiliare***

### **LO SCENARIO INTERNAZIONALE**

Nonostante qualche sporadico segnale di miglioramento, le prospettive dell'economia globale sono ancora incerte. Dopo un forte rallentamento nel 2011, la crescita ha registrato un ritmo modesto anche nel primo semestre 2012, con uno sviluppo inferiore alle aspettative in molte aree geografiche.

La maggior parte delle economie avanzate non ha ancora superato le problematiche derivanti dalla crisi finanziaria ed una vera ripresa economica è ostacolata da quattro fondamentali elementi di debolezza, che creano una sorta di circolo vizioso:

- la domanda di consumi e di investimento è paralizzata dalle difficoltà di accesso al credito
- la disoccupazione continua ad essere elevata, rappresentando sia la causa che l'effetto della lunga durata della recessione
- i crescenti debiti pubblici hanno imposto un clima di austerità fiscale, che a sua volta costituisce uno dei principali freni alla crescita economica
- l'esposizione delle banche a causa dei debiti sovrani e la debolezza dello scenario economico rischiano di perpetuare la fragilità del sistema finanziario.

La situazione è particolarmente critica in Europa. Si prevede che nel 2012 il Pil non registrerà alcun incremento nell'area euro, mentre segnerà un aumento non superiore allo 0,3 per cento nell'Unione europea. Per il 2013, si ipotizza una crescita modesta, intorno all'uno per cento nell'area euro e all'1,3 per cento nell'Unione europea.

Tenderanno ad aumentare i differenziali di crescita, a causa di crescenti disparità quanto a esigenze di aggiustamento strutturale, costi di finanziamento e sostenibilità delle finanze pubbliche di ogni singolo Paese.

Tuttavia, permane la fiducia nelle manovre finanziarie in fase di approvazione a livello nazionale e continentale, ritenute in grado, in presenza di determinate condizioni, di far ripartire gli investimenti e i consumi privati. Nello stesso tempo un miglioramento del contesto mondiale darebbe nuovo slancio alle esportazioni dell'Unione europea.

Anche se tra difficoltà, il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei ha chiuso il 2011 con un aumento intorno al 2,4 per cento. Il primo semestre 2012 dovrebbe terminare con una crescita intorno al due per cento, mentre un aumento più consistente è atteso per il secondo semestre. Nel complesso, il 2012 dovrebbe segnare una crescita analoga a quella dell'anno precedente. Una vera e propria ripresa è attesa per il 2013, che dovrebbe registrare un aumento vicino al quattro per cento ed un recupero dell'Italia rispetto agli altri Paesi. Il trend è più positivo in Eu27, con una previsione di crescita del fatturato di circa il tre per cento per il 2012 e del 4,5 per cento per il 2013.

Dopo una fase di ripresa nella prima parte del 2011, i mercati immobiliari residenziali hanno subito un nuovo ridimensionamento verso la fine dell'anno e nel primo semestre 2012, come conseguenza della prolungata recessione economica. Sebbene molti mercati mostrino numerosi segnali di miglioramento, una vera e propria ripresa è ritenuta possibile solo in presenza di un sensibile calo del tasso di disoccupazione e del completo assorbimento dell'offerta immessa sul mercato prima del 2008. Il divario tra le diverse aree geografiche e tra i diversi segmenti di mercato è sempre più ampio. La disoccupazione e il difficile accesso al credito ostacolano la ripresa nella maggior parte dei mercati europei, ma in alcune nazioni, quali Germania, Francia e Paesi nordici, si comincia a riscontrare ripresa dell'attività, crescita degli investimenti e aumento dei prezzi.

Negli ultimi mesi il comparto terziario/uffici ha mostrato i primi segnali di miglioramento. I principali mercati continuano ad avanzare nel ciclo della ripresa, grazie ad un tasso di assorbimento positivo, al calo delle vacancy rate e ad un lieve aumento dei valori. L'andamento è fortemente diversificato nelle diverse aree geografiche, a causa delle differenti situazioni economiche e del mercato del lavoro. Il trend più positivo riguarda le nazioni emergenti, ma anche alcuni mercati avanzati, quali Canada, Australia, Germania, Paesi nordici e alcune piazze statunitensi. Al contrario, sono ancora in difficoltà i mercati maggiormente colpiti dalla crisi dei debiti sovrani, e per alcuni di essi la fase peggiore non è ancora terminata. In Europa la situazione più grave riguarda Portogallo e Grecia.

Il settore commerciale globale è sottoposto a una notevole pressione per la crisi del mercato del lavoro, dell'elevato indebitamento e del ridotto potere di spesa. Anche per questo è un mercato caratterizzato da forti differenze non solo tra le diverse aree geografiche, ma anche tra le diverse società. La crescita più vistosa caratterizza i principali Paesi asiatici, mentre i mercati maturi europei e statunitensi sono in una situazione di sostanziale stabilità, con alcune piazze in fase di ripresa ed altre con una situazione stagnante. Nel complesso i canoni di locazione sono stabili. Le strategie delle società in tutto il mondo sono dominate da prudenza, razionalizzazione degli spazi e contenimento dei costi. Pertanto, se la domanda di alto livello è concentrata sugli spazi primari nelle zone di pregio delle città più importanti, con riferimento sia alla piccola che alla grande distribuzione, alcune società, soprattutto in Europa, tendono a spostarsi verso zone periferiche di buon livello qualitativo e ben collegate al centro.

La crisi economica e la ridotta attività di importazione ed esportazione hanno ostacolato lo sviluppo dei mercati industriali mondiali nell'ultima parte del 2011. Il primo semestre 2012 ha registrato un aumento della domanda, guidata soprattutto dalle società logistiche e di distribuzione, che hanno concentrato più della metà delle transazioni concluse negli ultimi sei mesi, per la maggior parte nella fascia di alto livello. L'attività edilizia su misura continua a dominare tutti i mercati, in quanto i promotori non sono disposti a correre rischi. Tuttavia si tratta di un atteggiamento pericoloso poiché si rischia che nel momento di ripresa della domanda l'offerta non sia sufficiente, con conseguenti nuovi squilibri. Dunque, si prevede che a partire dai prossimi mesi qualche progetto speculativo verrà messo in cantiere anche in Europa e nelle altre nazioni avanzate. I canoni di locazione, a livello globale, sono aumentati di circa il due per cento nel primo semestre 2012 ed una crescita lievemente superiore è attesa per il

prossimo semestre. In Europa l'andamento più brillante riguarda i mercati sorretti da uno scenario economico favorevole, quali Russia, Turchia e Svizzera.

Il mercato dei fondi conferma la sua competitività rispetto alle altre forme di investimento. Il numero di società è aumentato in quasi tutti i Paesi e le previsioni sono di un'ulteriore crescita del patrimonio nei prossimi mesi, grazie sia al previsto aumento dei prezzi nella maggior parte dei Paesi, che ad un aumento del flusso di investimenti. L'espansione maggiore riguarda la Svizzera e la Francia, seguite dal settore dei fondi riservati tedeschi. Si assiste ad un consistente turnover dei patrimoni, con vendita dei beni più soggetti agli effetti dei cicli di mercato ed acquisto di immobili altamente strategici. Questo comporta una polarizzazione degli investimenti sugli immobili primari in tutti i comparti, con la conseguenza di un ulteriore ampliamento del gap tra i diversi segmenti di mercato.

Dopo un sensibile rallentamento della crescita dei Reit nel 2011, il primo semestre 2012 ha registrato una discreta ripresa della capitalizzazione mondiale, mentre la raccolta è ancora sottotono. Un miglioramento di tutti i principali parametri è atteso per la seconda parte dell'anno, fatta eccezione per l'Europa, dove la ripresa dei Reit è attesa solo a partire dal 2013. Il settore, in generale, è sostenuto da un forte impegno dei governi nazionali e dalla promulgazione di normative sempre più efficienti, mirate a tutelare ed incentivare investitori e società di gestione.

## SCENARIO ITALIANO

Nel primo semestre del 2012 l'economia italiana ha avuto una ulteriore riduzione del Pil, accompagnata da una crescente instabilità finanziaria. Il terremoto in Emilia e la crescente difficoltà del governo in carica hanno reso ulteriormente critica la situazione complessiva. Sullo sfondo il dibattito sull'esistenza stessa dell'euro e le proposte di rilancio dell'Unione europea. I consumi delle famiglie hanno ristagnato e si è aggiunta una flessione negli acquisti di beni durevoli (compresi gli immobili). Le prospettive di una ripresa sono spostate al 2013, mentre il secondo semestre dell'anno sarà condizionato dalle scelte politiche ed economiche in sede comunitaria. Sono in programma interventi di incentivo allo sviluppo, ma le risorse sono limitate. Sul fronte pubblico c'è attesa sui provvedimenti per l'avvio di uno o più fondi immobiliari per la valorizzazione dell'ingente patrimonio immobiliare degli enti centrali e locali.

Questi alcuni dei principali fenomeni che hanno riguardato il settore immobiliare nel primo semestre:

- a) la difficile situazione del credito ha ridotto in modo considerevole le erogazioni di mutui. Rispetto al primo semestre del 2011 si può stimare un meno trenta per cento. Questo significa un calo delle compravendite rogitate entro l'anno e un rallentamento complessivo delle trattative
- b) le varie manovre governative e l'introduzione dell'Imu hanno gravato sui bilanci delle famiglie, con conseguente riduzione dei consumi e conseguenze sul mercato commerciale, dove si dovrebbe ampliare il divario tra piccola e grande distribuzione,

con una tendenza positiva solo per quest'ultima

- c) la difficoltà dell'economia nel suo complesso determina anche un forte calo degli investimenti in edilizia per nuove sedi uso ufficio o industriale. Ma anche un calo del mercato immobiliare dell'usato. Un flusso di domanda si mantiene verso gli immobili di classe A sia per il terziario che per la logistica
- d) l'Imu sulle imprese e le difficoltà di credito hanno ridotto i rendimenti dei patrimoni gestiti e rallentato l'attività dei grandi operatori.

Tra le tendenze positive del mercato, la ripresa degli acquisti nella fascia tra i cinque ed i dieci milioni di euro. Spesso si tratta di capitali "scudati" che vengono investiti nell'immobiliare a reddito. Si comprano palazzine cielo terra con mix funzionale (uffici, residenza, negozi) con rendimenti tra il quattro e il sei per cento, posizionate in zone semicentrali dei capoluoghi. Da segnalare anche una ritrovata presenza di investitori esteri che da ottobre sono tornati a guardare il mercato italiano e stanno compiendo i primi acquisti. Si tratta spesso di fondi o società tedesche attente al differenziale tra rendimenti immobiliari in Germania e in Italia. Il settore dei fondi immobiliari ha chiuso il 2011 in crescita rispetto all'anno precedente e l'andamento del primo semestre è stato in linea con l'anno passato, sia nel numero di fondi che di patrimonio. Il settore dei fondi riservati si conferma una valida alternativa agli investimenti finanziari. Le difficoltà dei fondi retail sono invece determinate dalle chiusure che, pur allungate come da normativa, rischiano di creare un eccesso di offerta in alcuni mercati.

Il mercato nel complesso ha chiuso il 2011 con un fatturato di circa 113 miliardi di euro con un incremento dell'1,3 per cento sull'anno precedente. L'andamento del primo semestre indica un incremento nominale intorno all'uno per cento.

## **Il mercato residenziale**

In Italia lo stock di immobili residenziali è pari a 2,6 miliardi di metri quadrati. Nonostante la consistente quota di prodotto nuovo invenduto (circa 160mila alloggi), il mercato stenta a ripartire e si mantiene stazionario, a causa delle incertezze complessive del sistema, dalle pensioni alla sanità. L'introduzione dell'Imu, oltre ad avere un impatto reale sui bilanci delle famiglie, ha comportato anche conseguenze negative sulla propensione all'acquisto.

La situazione ha determinato una riduzione degli scambi anche nel primo semestre del 2012, stimabile in circa il quindici per cento rispetto all'analogo periodo 2011.

Gli investitori qualificati posizionano il comparto residenziale in fondo alla lista dei prodotti più interessanti per allocare risorse nell'anno in corso, ma guardano con interesse ai possibili sviluppi dell'housing sociale, che nel triennio passato ha dato risultati ancora limitati, e ai progetti di recupero e sviluppo nelle aree urbane da riqualificare: operazioni dai rendimenti poco interessanti, ma abbastanza sicure in un'ottica di lunghissimo periodo.

Il tasso di assorbimento degli immobili residenziali, storicamente piuttosto elevato in Italia, è cresciuto tra 2000 e 2005 passando dal 75,6 per cento al picco positivo del 92,3 per cento. Da questo momento ha perso quota fino al 2010, fermandosi al 62 per cento. Nel corso del primo semestre 2012 il tasso è leggermente sceso sull'usato (60 per cento) mentre nel nuovo non si supera il 45 per cento, salvo le grandi città dove si è sopra il cinquanta per cento.

Analizzando le singole aree di mercato, si nota un miglioramento dei mercati a Milano e Roma. Gli scambi, nonostante la flessione di fine anno, sono in aumento rispetto al 2011 e la discesa delle quotazioni si è arrestata. Anzi ci sono quartieri con prezzi in lieve risalita. Nella capitale si riducono i tempi di vendita nelle nuove iniziative periferiche (dopo due anni di forti rallentamenti) e nelle zone centrali aumenta la domanda sia da parte degli italiani che degli stranieri. A Milano l'offerta di nuovo è diminuita e si attendono i nuovi progetti, legati all'Expo. In miglioramento il mercato della casa a Torino (si avvertono i primi segnali positivi dati dall'Alta velocità nelle zone interessate dalle stazioni), Bologna e Napoli, mentre è stazionario nei medi capoluoghi. Consistente lo stock di case invendute nei piccoli centri degli hinterland e in regioni quali Veneto e Campania, dove si è molto edificato negli ultimi anni.

## **Il mercato terziario/uffici**

La crisi economica sta determinando profondi cambiamenti nel mercato degli uffici. Le aziende si spostano verso immobili di nuova realizzazione o di adeguata ristrutturazione, cercando di ottimizzare spazi e consumi. Ciò ha determinato, da un lato, un aumento dell'offerta di immobili di classe B e C, dall'altro una maggiore richiesta di immobili adatti alle nuove esigenze della produzione terziaria. Gli interventi pubblici sono stati pochi e non hanno compensato l'assenza dei privati. Sono rimasti attivi il comparto bancario e quello dell'Itc.

Il settore terziario continua ad avere un ruolo centrale nell'interesse sia dei fondi d'investimento immobiliare italiani che degli investitori esteri. La propensione degli investitori nel 2012 è per "immobili trofeo" nei centri storici e nei central business district di grandi città e capoluoghi di regione, o per uffici di nuova realizzazione, ubicati all'interno di parchi tecnologici o business center ricavati in quartieri periferici e ben collegati di grandi aree urbane.

Il settore ha superato nel 2011 la fase più difficile della crisi. I numeri complessivi indicano un miglioramento negli scambi e, pur in un quadro di stabilità, incrementi dei canoni in alcune zone.

Complessivamente, nel 2011 in Italia sono stati scambiati 3,2 milioni di metri quadrati uso uffici, per un giro d'affari di circa sette miliardi di euro. Rispetto al 2010 lo scambiato è cresciuto del 2,5 per cento, mentre il fatturato è salito dell'1,4 per cento. L'11,5 per cento dello stock scambiato nel 2011 è localizzato a Milano, il 7,7 per cento a Roma. Nel primo semestre del 2012 il mercato ha avuto una leggera contrazione degli scambi, soprattutto per immobili di grande dimensione.



Le quotazioni medie hanno avuto una lieve discesa, mentre i canoni nominali sono rimasti stabili. I rendimenti proseguono l'andamento positivo che dura dal 2008 e si collocano intorno al 6,3 per cento.

Il tasso di assorbimento medio degli uffici ha ripreso a crescere nel 2011, invertendo un trend negativo che durava dal 2007 e arrivando al 40 per cento. L'assorbimento del nuovo si ferma invece al 36 per cento, segnando comunque un miglioramento rispetto al 32 per cento del 2010.

La domanda terziaria cerca immobili di classe A, ben posizionati, ristrutturati e già cablati, pronti all'uso. Preferisce la locazione e non è disponibile a pagare "premi" rispetto ai valori medi di zona. Nonostante la fase negativa, i fondi immobiliari italiani e gli investitori istituzionali esteri stanno tenendo vivo il mercato e ancor più lo faranno nel corso del 2012.

Aumenta l'offerta di uffici di grandi dimensioni, per i quali si registrano sconti significativi. La domanda terziaria si colloca nelle due estremità del mercato: sopra i 10mila metri quadrati (questa domanda un po' in rallentamento) e sotto i 300 metri quadrati. Le aziende di maggiore dimensione utilizzano la fase economica (e i rapporti sindacali) per ristrutturare sedi e spazi di lavoro, anche con spostamenti da una zona all'altra della città o con delocalizzazioni in altre città. Nelle dimensioni più piccole si trovano gli studi professionali che, invece, tendono a tornare nelle zone centrali dove i cali delle quotazioni di canoni e prezzi, determinati negli anni precedenti, rendono più conveniente lo spostamento.

La realtà del mercato degli uffici è molto diversificata sul territorio nazionale. A Roma il sistema dei valori mostra, soprattutto nelle zone a maggiore qualità edilizia e infrastrutturale, un quadro migliore rispetto a quello milanese, anche se il mercato nel suo complesso ha un andamento più debole. A Milano sono in corso di realizzazione grandi interventi terziari di nuova concezione, che si collocano nella fascia alta del mercato, caratterizzata da una scarsità dell'offerta e da una domanda, invece, elevata, anche da parte degli investitori istituzionali. In ripresa il mercato di Torino e di Venezia, mentre la crisi colpisce le città di Genova, Bologna e Napoli. Stabili le altre grandi città. Nei capoluoghi medi e piccoli il mercato è praticamente fermo, salvo attività della pubblica amministrazione locale.

## **Gli immobili commerciali**

L'incertezza del quadro economico generale ha influito in modo negativo sui livelli di spesa delle famiglie. L'acquisto di beni si è contratto del quattro per cento, con punte massime nel settore della mobilità (meno sedici per cento), dell'abbigliamento e calzature (meno 4,1 per cento), di alimentari, bevande e tabacchi (meno quattro per cento) e dei beni e servizi per la casa (meno 3,4 per cento). Ancora una volta fa eccezione con un segno positivo il comparto dei beni e servizi per la comunicazione (più cinque per cento), sebbene con una variazione più contenuta rispetto al semestre precedente (vicino al più dieci per cento).

È penalizzato il commercio al dettaglio delle piccole superfici, sia alimentari che non alimentari. Quello della grande distribuzione organizzata invece, resiste maggiormente, in particolare gli hard discount ed i supermercati di prossimità. Solo per gli ipermercati si registra un calo delle vendite, anche per cause riconducibili al format, da tempo in sofferenza.

Il fenomeno della multicanalità legata ai consumi rappresenta la nuova frontiera per i retailer. La crescente propensione ad utilizzare più strumenti per acquistare o vendere beni e servizi (cataloghi, call center, negozio on-line, social network) sta modificando il panorama del commercio in generale e della distribuzione in particolare. La maggior parte dei retailer è presente su tutti i canali di vendita. Tuttavia, data l'impossibilità di conoscere il canale utilizzato per la scelta del prodotto, il punto vendita diventa l'unico approccio diretto con il consumatore. Il negozio fisico, quindi, assume un ruolo di vetrina del brand, per il quale si prediligono posizioni strategiche (prime location), dove gli allestimenti spesso sono a carattere più espositivo che commerciale. In questo modo, la domanda di spazi ben collocati aumenta, mentre l'offerta di scarseggia, con conseguente innalzamento dei canoni di locazione.

I centri commerciali registrano performance mediamente più vantaggiose, rispetto ai negozi tradizionali urbani, perché avvantaggiati dalla propria funzione di luogo di frequentazione (che spesso si conclude in un acquisto) e dalle politiche di sconto applicate sui prodotti. L'attuale liberalizzazione dei giorni di apertura ha giovato sui fatturati, ma l'assestamento delle abitudini dei consumatori è ancora in divenire.

Nel primo semestre del 2012 sono stati aperti quattro centri commerciali (due in Liguria, uno in Piemonte ed uno in Sicilia) per un totale complessivo di 258 negozi e una Gla di poco superiore a 151mila metri quadrati.

Nonostante le problematiche che da tempo colpiscono gli immobili commerciali (complessità normativa, scarsa trasparenza ed eccessiva burocrazia), l'attrattiva del settore resta alta agli occhi degli investitori, sia nazionali che stranieri. La ragione principale risiede nel fatto che il mercato italiano è tra i desiderati dei principali retailer internazionali, come meta per il completamento della propria espansione.

Gli scambi di immobili commerciali nei primi sei mesi del 2012 hanno proseguito ma ritmi decisamente più lenti, rispetto al semestre precedente. La domanda di spazi è in leggero calo.

In relazione alle quotazioni, l'andamento dei prezzi di vendita degli immobili della grande distribuzione è stato molto differenziato tra le città, con forte oscillazione verso l'alto per alcune zone, in ribasso per altre. La media è di sostanziale stabilità. I canoni sono leggermente diminuiti e la tendenza, vista la debolezza di molti conduttori, è di ulteriore ribasso nel breve medio termine.

## **Il mercato degli immobili per la logistica**

Positivo ed in controtendenza il comparto della logistica nel primo semestre del 2012, rispetto al trend economico generale.

Diversi fattori spiegano lo scenario. La crisi globale ha spinto le aziende verso una maggiore concentrazione dei centri di elaborazione e smistamento delle merci, lasciando i capannoni più piccoli distribuiti in maniera capillare per spostarsi in hub più grandi, collocati in posizioni strategiche.

Il progressivo aumento dell'e-commerce ha influenzato profondamente, sia il commercio in generale che la logistica in particolare. Il grande magazzino ora è on line. Quindi, necessita di caratteristiche tecniche ed strutturali all'avanguardia, deve servire un bacino d'utenza sempre più ampio e richiede una collocazione ottimale. La leva competitiva della produzione, della distribuzione delle merci, dei costi e, quindi, del prezzo finale del prodotto si cerca ancora nei processi logistici da ottimizzare. Il fabbisogno immobiliare per una logistica di standard elevato, esige capannoni moderni e flessibili ai quali si contrappone l'obsolescenza media dello stock complessivo. Tutti fattori che influiscono positivamente nella domanda di capannoni ad uso logistico.

Resta invece fortemente negativo il quadro sulla produzione industriale che indebolisce il comparto dei servizi logistici. Infatti, nei primi sei mesi dell'anno l'attività manifatturiera è scesa del sette per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con punte più alte nel settore della fabbricazione di apparecchiature elettriche e per uso domestico (meno 11,8 per cento), nell'industria del legno, della carta e della stampa (meno 10,6 per cento) e dell'industria tessile, abbigliamento e accessori (meno 9,1 per cento). Tutti i settori hanno avuto segno negativo.

Nonostante lo scenario sia in chiaroscuro, il mercato immobiliare dei capannoni per la logistica nei primi sei mesi dell'anno si mantiene moderatamente vivace. La domanda si focalizza su dimensioni medie, comprese tra 10mila e 20mila mq, oppure su grandi metrature, sopra i 50mila metri quadrati. Richiede principalmente flessibilità degli spazi, ovvero aggiungere o togliere metrature in breve tempo a seconda dei casi, senza obbligo di grandi cambiamenti.

L'attrattività del comparto rimane alta agli occhi degli investitori, sia nazionali che stranieri, perché orientata verso la diversificazione del rischio, con rendimenti mediamente appetibili (compresi tra 7,5 e 8 per cento). Tuttavia, giocano a sfavore, sia l'inadeguata solidità dei conduttori e la durata dei contratti (sei più sei, rispetto a quella più ricorrente, dai due ai tre anni) che la scarsa qualità degli asset.

Le nuove realizzazioni sono quasi esclusivamente a richiesta e su misura del cliente (build to suit), altri tipi di sviluppi sono frenati dalle difficoltà di accesso al credito.

Nei primi sei mesi dell'anno i prezzi medi di vendita sono diminuiti di circa l'uno per cento. Anche i canoni di locazione si sono contratti dell'uno per cento, con ulteriore pressione sugli optional (in particolare sul periodo free rent). Le attese per fine anno sono di una sostanziale stabilità.

### ***3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili***

Nella stima del valore corrente di mercato degli immobili si è fatto riferimento ai principi contenuti nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, che recita:

#### *2.5 Beni immobili*

*Ciascun bene immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria; tale circostanza è opportunamente illustrata dagli amministratori nella relazione semestrale e nel rendiconto di gestione del fondo.*

*Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività.*

*Sono caratteristiche di tipo intrinseco quelle attinenti alla materialità del bene (qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc.), di tipo estrinseco quelle rivenienti da fattori esterni rispetto al bene, quali ad esempio la possibilità di destinazioni alternative rispetto a quella attuale, vincoli di varia natura e altri fattori esterni di tipo giuridico ed economico, quali ad esempio l'andamento attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione dell'immobile.*

*Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:*

- *il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla sua situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l'operazione;*
- *siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, condurre le trattative e definire le condizioni del contratto;*
- *i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;*
- *l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.*

*Il valore corrente degli immobili può essere determinato:*

1. *ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche*

*morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;*

- 2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa. Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;*
- 3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno. Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente è determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione ed il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte.*

*Alternativamente, il valore dei cespiti è determinato sulla base del valore corrente all'atto in cui gli stessi sono concessi in locazione, ridotto della differenza maturata tra il valore corrente di cui sopra e il valore di riscatto alla conclusione della locazione.*

*Per gli immobili in corso di costruzione, il valore corrente può essere determinato tenendo anche conto del valore corrente dell'area e dei costi sostenuti fino alla data della valutazione ovvero del valore corrente dell'immobile finito al netto delle spese che si dovranno sostenere per il completamento della costruzione.*

*Il valore corrente dell'immobile è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.*

*Il valore corrente dei diritti reali immobiliari è determinato applicando, per quanto compatibili, i criteri di cui al presente paragrafo.*

#### ***4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili***

##### Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

Il Discounted Cash Flow, o DCF, è il criterio di calcolo del valore immobiliare basato sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo: 10, 15-20 anni.

Alla base di questo criterio è il concetto che l'investitore è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene. Il grado di rischio dell'investimento immobiliare deriva direttamente da tutti gli elementi (tipologia, ubicazione, stato locativo, dimensioni, ecc.) che caratterizzano il bene.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello (rappresentato da una tabella) che descrive su un arco di tempo prefissato quella che, in effetti, è un'operazione immobiliare: acquisizione al tempo 0, valorizzazione per N anni, e alienazione all'ultimo anno.

Il valore di acquisizione (che rappresenta il nostro obiettivo come valutatori) è costituito dalla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati e del valore attualizzato del bene al termine dell'arco temporale.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione
3. determinazione del più probabile valore finale del bene

Per l'elaborazione di questa analisi è stato necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali ad esempio:

- situazione locativa con canoni attuali, adeguamenti previsti da contratto, scadenze, morosità, clausole contrattuali particolari ecc.;
- costi per lavori di manutenzione straordinaria;
- ammontare annuo dell'Imposta Comunale sugli Immobili.

Qualunque tipo di modello si fonda su ipotesi che permettono di effettuare una simulazione:

- alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato: se l'importo del canone in essere è minore o uguale, la locazione viene considerata costante (salvo adeguamento indice Istat) fino alla seconda scadenza, momento in cui il canone, in ogni caso, viene adeguato al mercato; le unità immobiliari rimaste libere vengono quindi riaffittate a valori locativi correnti; se invece alla prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, si ipotizza direttamente l'adeguamento al mercato, considerando probabile una rinegoziazione favorevole al conduttore;

- a fine modello, si simula la vendita dell'immobile stimandolo per capitalizzazione del reddito netto di allora (valore di uscita); il valore finale verrà cioè determinato nel seguente modo:

$$V_{finale} = (\text{reddito netto ultimo anno}) / (\text{tasso di uscita})$$

- il tasso di uscita sarà determinato in funzione del tasso di attualizzazione utilizzato nell'intero modello e delle condizioni di mercato prevedibili all'ennesimo anno.

Nell'elaborazione del modello è inoltre necessario fare delle ipotesi di carattere quantitativo relativamente a:

- evoluzione del mercato immobiliare nei prossimi anni (andamento dei prezzi di vendita e dei canoni di locazione);
- tempi medi necessari per la locazione delle unità sfitte o liberate;
- costi di adeguamento sulla base delle possibili richieste di nuovi conduttori per le unità da locare;
- costi di gestione.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari. Questo tasso viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

Tale tasso è il frutto di un calcolo di ponderazione tra mezzi di terzi (Debito) e mezzi propri (Equity).

### Metodo della trasformazione

Si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow, o DCF), positivi e negativi, generabili da un'operazione immobiliare in un periodo che copre tutte le fasi dell'intervento: dall'inizio della costruzione alla fine della commercializzazione.

Alla base di questo criterio è il concetto che un promotore immobiliare è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche e di localizzazione del bene, le quali influenzano il grado di rischio dell'operazione immobiliare.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello che descriva l'operazione immobiliare.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione

Per l'elaborazione di questa analisi è necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali:

- ricavi, ottenibili dalla vendita del prodotto finito
- costi suddivisi tra quelli di costruzione, spese generali, costi di commercializzazione e management, oneri amministrativi.

Riguardo al modello DCF, è necessario sottolineare che in esso si ipotizza una distribuzione temporale delle fasi di costruzione e commercializzazione in funzione delle destinazioni d'uso.

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari.

Questo tasso viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

I flussi di cassa sono attualizzati ad un tasso nominale, ipotizzando una struttura finanziaria composta in parte da mezzi propri (equity) e in parte da mezzi di terzi.

Per la parte equity, il tasso viene determinato dalla composizione di quattro distinti fattori:

- il rendimento al lordo delle imposte per investimenti privi di rischio (titoli di Stato), simbolizzato  $R_{free}$ ;
- l'illiquidità;
- il premio legato al rischio specifico.

Per la parte di debito, il tasso viene determinato dalla composizione di quattro distinti fattori:

- Euribor 6 mesi;
- spread.

### Superfici e processo di ragguaglio

Sulla scorta delle informazioni fornite dal committente relative alle consistenze distinte per destinazione d'uso si è ritenuto opportuno effettuare sulle superfici accessorie un processo di ragguaglio in modo tale da equipararle in termini di valore alla destinazione d'uso principale. Le superfici al lordo dei tramezzi e delle strutture interne sono state ragguagliate utilizzando opportuni parametri determinati in funzione della tipologia edilizia analizzata e del mercato immobiliare di riferimento.



## ***5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate***

Il portafoglio immobiliare del fondo “Olinda Fondo Shops” è composto quasi esclusivamente da immobili a reddito, cioè da beni che ogni anno generano un flusso di cassa positivo a fronte di costi inerenti spese di manutenzione, tasse e property.

In tal caso, in linea con le direttive emanata da Banca d’Italia, il valore di mercato può essere determinato tenendo conto del reddito riveniente dal contratto in relazione alla data di scadenza del contratto medesimo, alle eventuali clausole di revisione del canone e alle ipotesi di revisione dello stesso.

La condizione di fondo per l’applicabilità di tale criterio è che il bene immobiliare possa essere considerato come un bene di investimento permettendo così di riferirsi nella valutazione ai principi di razionalità economica e di anticipazione dei benefici attesi.

L’utilizzo di questo metodo è ritenuto corretto quando è possibile definire, su un arco temporale medio-lungo, i benefici economici attesi in termini di flussi di cassa netti, da attualizzare ad un tasso che è possibile determinare ponendo a confronto investimenti finanziari e investimenti immobiliari, giungendo a misurare il rischio insito nel bene specifico visto come investimento.

Per l’area edificabile su cui insiste un progetto di sviluppo si è ritenuto opportuno utilizzare il metodo della trasformazione. Tale metodologia si basa come la precedente sull’attualizzazione dei flussi di cassa derivanti non dalla gestione del bene ma bensì dai costi di realizzazione e dai ricavi generati dalla vendita del bene realizzato.

## **6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi**

Per la valutazione degli immobili non si è realizzata (come da incarico) una due diligence tecnica, ma è stata utilizzata la documentazione fornita direttamente dai soggetti proprietari, e precisamente:

- *regolamento del fondo*
- *documentazione relativa ai singoli immobili (due diligence)*
- *planimetrie*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 30 giugno 2012*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *tabella IMU (stima)*
- *elenco lavori e relativi importi effettuati tra il 31/12/2011 e il 30/06/2012*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare*
- *specifiche tecniche del progetto di sviluppo insistente sull'area edificabile di via Sarca Milano*
- *SAL (stato avanzamento lavori) al 30/06/2012*

I soggetti responsabili dei diversi processi di valutazione sono: Giuseppe Montagna, Maurizio Sinigagliesi, Marcello Bruni, Franco Breglia e Francesco Stenta

## **7. Limiti della presente relazione**

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

- a) non sono stati effettuati collaudi statici o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- b) i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati attinti dal mercato immobiliare, sulla base di rilevazioni dirette, utilizzando i principali prezzari a disposizione oltre che la *Bancadati-ScenariImmobiliari*;
- c) il computo delle superfici e la determinazione dei canoni di locazione in essere sono stati effettuati sulla base della documentazione fornitaci dalla proprietà;
- d) nel corso dei sopralluoghi è stata effettuata solo una verifica sommaria sia della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici che dello stato di conservazione e di manutenzione degli immobili;
- e) le certificazioni urbanistiche, catastali, di provenienza e le altre documentazioni fornite dalla proprietà sono state assunte come veritiere.


Per quanto riguarda le ispezioni fisiche, si è ritenuto opportuno effettuare i sopralluoghi a tutti gli immobili detenuti dal Fondo, ad eccezione di quelli situati a Mugnano di Napoli, Vergiate e Vado Ligure visitati a gennaio del 2012.

Le visite sono state effettuate tra il 12 giugno e il 3 luglio a cura di Massimo Tiano, Marcello Bruni, Francesco Beggiato, Giulio Breglia, Andrea Masseroni e Francesco Stenta.

## 8. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2012, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene che i più probabili valori correnti di mercato degli *asset* presenti nel Fondo Immobiliare “Olinda Fondo Shops” siano i seguenti:

<i>N°</i>	<i>Città</i>	<i>Indirizzo</i>	<i>Valore al 30 giugno 2012 (euro)</i>
1	Bologna	Via Sacco, 2	
2	Roma	Via Simeto; Via Po	
3	Roma	Via Tripolitania, 180-184/188; Via Scirè	
4	Roma	Viale Trastevere; Via Pascarella,	
5	Roma	Via Del Serafico,	
6	Milano	Gall. C.so Buenos Aires, 4-6	
7	Milano	Via Pisani, 13; Via Filzi, 8	
8	Mugnano di Napoli	Via Pietro Nenni, 54	
9	Rivoli	C.so Susa, 305-307	
10	Merate	Via Bergamo, 19	
11	Bergamo	Via Carducci, 10	
12	Vergiate	Via Sempione, 72	
13	Bagnaria Arsa	Via Mattei, 13	
14	Pordenone	Via Segaluzza, 32	
15	Camerano	Località Aspio Terme, Via Farfisa, Snc	
16	Campogalliano	Via del Passatore, 30	
17	Tortona	Strada Comunale Cabannoni	
18	Veggiano	Via Lissaro, 2-4-6	
19	Pioltello	Via S. Francesco 33	
20	Nichelino	Via XXV aprile 206	
21	Burolo	Via S.S. Lago di Viverone 36	
22	Vado Ligure	Via G. Ferraris 137	
23	Torino	Via A. Di Francesco 13	
24	Reggio Emilia	Via Danubio 8	
25	Novara	Corso Vercelli 91	
26	Milano	Viale Sarca 232	
27	Moncalieri	Via Postiglione	
28	Milano	Area, Viale Sarca 336	
<b>TOTALE</b>			<b>486.040.000</b>

  
Maurizio Sinigaglia  
(Consigliere delegato)