

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA
PATRIMONIO IMMOBILIARE
“OLINDA FONDO SHOPS”
ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2013**

Luglio 2013

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, 5 luglio 2013

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 2013, dei seguenti 26 asset rientranti nel perimetro del patrimonio di "Olinda Fondo Shops":

| N° | Città | Indirizzo |
|-----------|-------------------|--|
| 1 | BOLOGNA | Via Sacco, 2 |
| 2 | ROMA | Via Simeto; Via Po |
| 3 | ROMA | Via Tripolitania, 180-184/188; Via Scirè |
| 4 | ROMA | Via Del Serafico, |
| 5 | MILANO | Gall. C.so Buenos Aires, 4-6 |
| 6 | MILANO | Via Pisani, 13; Via Filzi, 8 |
| 7 | MUGNANO DI NAPOLI | Via Pietro Nenni, 54 |
| 8 | RIVOLI | C.so Susa, 305-307 |
| 9 | MERATE | Via Bergamo, 19 |
| 10 | VERGIATE | Via Sempione, 72 |
| 11 | BAGNARIA ARSA | Via Mattei, 13 |
| 12 | PORDENONE | Via Segaluzza, 32 |
| 13 | CAMERANO | Località Aspigo Terme, Via Farfisa, Snc |
| 14 | CAMPOGALLIANO | Via del Passatore, 30 |
| 15 | TORTONA | Strada Comunale Cabannoni |
| 16 | VEGGIANO | Via Lissaro, 2-4-6 |
| 17 | PIOLTELLO | Via S. Francesco 33 |
| 18 | NICHELINO | Via XXV aprile 206 |
| 19 | BUROLO | Via S.S. Lago di Viverone 36 |
| 20 | VADO LIGURE | Via G. Ferraris 137 |
| 21 | TORINO | Via A. Di Francesco 13 |
| 22 | REGGIO EMILIA | Via Danubio 8 |
| 23 | NOVARA | Corso Vercelli 91 |
| 24 | MILANO | Viale Sarca 232 |
| 25 | MONCALIERI | Via Postiglione |
| 26 | MILANO | Gate |

2. Andamento del mercato immobiliare

LO SCENARIO INTERNAZIONALE

Nel primo semestre 2013 si sono registrati alcuni segnali di miglioramento nei mercati finanziari mondiali e di stabilizzazione del clima di fiducia delle imprese. Tuttavia le prospettive per l'economia globale rimangono incerte e la ripresa dovrebbe essere modesta, frammentaria e disomogenea. Un vero miglioramento è atteso solo nel 2014.

L'andamento debole della congiuntura nei Paesi industrializzati ha fatto sentire i suoi effetti anche su quelli emergenti, con la conseguenza di un rallentamento nelle economie principali, quali Cina, India e Brasile. Tuttavia, i tassi di crescita di questi Paesi continuano a essere nettamente superiori a quelli occidentali.

In Europa la situazione è ancora complessa a causa della fase economica recessiva di alcuni Paesi. Nell'area euro i rischi maggiori sono rappresentati dalla scarsa domanda interna, da esportazioni più deboli delle attese e da una lenta attuazione delle riforme strutturali. D'altra parte, eventuali progressi sul fronte del sistema bancario e del debito pubblico potrebbero rappresentare il punto di partenza per una ripresa sostenibile. Le stime indicano una crescita del Pil nell'Eurozona ancora lievemente negativa nel 2013.

A causa della complessità del quadro economico, il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei nel 2012 ha avuto un calo dell'1,6 per cento rispetto all'anno precedente. Il 2013 dovrebbe segnare un lieve aumento, grazie soprattutto alle attese di un'accelerazione dell'attività nella seconda parte dell'anno. Un lieve miglioramento è atteso anche in Italia, sebbene inferiore alla media europea.

Nel primo semestre tutti i mercati immobiliari hanno avuto andamenti in linea con il 2012.

Il comparto residenziale mostra un andamento differenziato a seconda dei Paesi e dei segmenti di mercato. Un problema è rappresentato dallo squilibrio tra prezzi e reddito disponibile, sempre più accentuato in molte nazioni. La riduzione dei redditi delle famiglie, accompagnata dalle perduranti difficoltà di accesso al credito, hanno un impatto pesante sulla domanda. Nel complesso i valori nominali degli immobili sono stabili o in lieve calo, mentre flessioni più consistenti caratterizzano i Paesi in cui la recessione economica è particolarmente grave, quali Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia. In aumento i valori in Germania, Turchia e Svizzera.

Il comparto uffici ha mostrato una discreta tenuta, anche se l'incertezza sull'euro e l'inasprimento fiscale, soprattutto nell'Europa del sud, hanno un impatto pesante sul mercato del lavoro e frenano la ripresa. L'atteggiamento delle grandi società è differenziato: alcune sono prudenti e rimandano le decisioni localizzative, mentre altre portano avanti piani di espansione. Nella prima parte del 2013 la domanda è stata guidata dai processi di razionalizzazione degli spazi e dalla volontà di contenere i costi di gestione. Anche nel comparto uffici è in crescita il gap tra immobili primari, con riferimento ai quali la domanda, sia di locazione che di investimento è sostenuta, e quelli secondari, caratterizzati da un eccesso di offerta e quotazioni in calo.

I mercati commerciali primari hanno mostrato un andamento complessivamente positivo, con un divario sempre più ampio tra i diversi Paesi. Tuttavia le prospettive di sviluppo restano deboli nella maggior parte dei Paesi occidentali, mentre alcuni mercati emergenti, come quelli russo e turco, sono in fase espansiva. Si nota un crescente squilibrio tra domanda ed offerta, poiché una parte delle società europee è in cerca di opportunità di investimento, ma l'offerta di alto livello è scarsa. Questo squilibrio comporta un aumento dei canoni di locazione nelle aree di pregio delle piazze più richieste, quali Istanbul, Mosca, Londra e le principali città tedesche. Prosegue la crisi degli immobili secondari, che vedono un costante aumento dell'offerta e un ulteriore calo delle quotazioni.

Dopo alcuni anni di crisi più grave rispetto agli altri comparti, nell'ultimo semestre i mercati immobiliari industriali hanno mostrato una lieve ripresa, anche se l'atteggiamento di affittuari ed investitori continua ad essere dominato dalla prudenza. La domanda è in aumento in numerosi mercati, soprattutto con riferimento ai prodotti primari e alle superfici di medie dimensioni. Ancora in sofferenza, invece, le aree secondarie e gli spazi più grandi, per i quali la domanda continua ad essere modesta. Il brusco arresto dell'attività edilizia in corso dal 2008 ha causato in alcuni mercati uno squilibrio tra domanda ed offerta, con conseguente pressione sui canoni di locazione. Tra i mercati più attivi Amburgo, Monaco e Kiev.

Nell'ultimo semestre gli strumenti di risparmio gestito nel settore immobiliare hanno confermato la propria validità come forma alternativa di investimento. L'interesse dei governi per il settore è confermato dai numerosi interventi legislativi realizzati in molti Paesi con il fine di perfezionare la normativa e di tutelare gli investitori e le società di gestione. In Europa il numero di fondi e il patrimonio sono aumentati lievemente e il trend dovrebbe trovare conferma nella seconda parte dell'anno, grazie sia all'aumento dei valori di bilancio che del flusso di investimenti. Le difficoltà dello scenario economico globale comportano una sempre maggiore disomogeneità del trend tra i vari Paesi e anche tra le diverse società nell'ambito dello stesso Paese, in linea con ciò che accade nel settore immobiliare. Prosegue il turnover dei patrimoni, con una polarizzazione degli investimenti sugli immobili primari in tutti i comparti.

LO SCENARIO ITALIANO

Il primo semestre del 2013 è stato condizionato dall'andamento negativo dell'economia e, di conseguenza, dalla stagnazione della domanda interna e dal peggioramento dei livelli occupazionali. L'aumentato prelievo fiscale ha ridotto il reddito disponibile delle famiglie. La spesa per i consumi è ancora bassa e la propensione al risparmio è ai minimi storici. Anche gli investimenti non sono ripartiti, risentendo ancora delle difficili condizioni di finanziamento.

Il Pil nazionale è sceso nel 2012 con stime in negativo per il 2013. I dati sul primo trimestre 2013 indicano una contrazione dello 0,5 per cento rispetto a trimestre precedente e del 2,3 per cento a confronto con il primo trimestre 2012.

Tra i settori produttivi, la crisi ha colpito in modo particolare l'edilizia e nei mesi scorsi il settore non ha dato segnali di ripresa, anzi ha fatto registrare una ulteriore contrazione. Le previsioni Istat sugli investimenti in costruzioni indicano ancora nel 2013 una flessione del 3,8 per cento annuo in termini reali, dopo il calo del 7,6 per cento nel 2012. Grave, in particolare, la situazione del comparto delle nuove costruzioni residenziali. Fra gli interventi auspicati, un nuovo piano di opere pubbliche (a partire dalla messa in sicurezza delle scuole e del territorio), la restituzione dei mancati pagamenti della pubblica amministrazione, il sostegno ai mutui delle famiglie e l'abolizione dell'Imu sulla prima casa.

Il mercato immobiliare italiano ha chiuso il 2012 con un giro d'affari ridotto del 7,7 per cento rispetto al 2011. L'andamento del primo semestre indica una sostanziale stabilità e a fine 2013 si prevede un leggero rialzo, dovuto ai settori residenziale e alberghiero, mentre restano negativi tutti gli altri comparti.

Il settore residenziale, che incide per il 74 per cento sul fatturato complessivo, è ancora debole. Le compravendite sono assestate sui livelli dello scorso anno, anche se alcune realtà territoriali segnano dei limitati rialzi. Prezzi in calo, ma con disomogeneità tra le zone urbane. Il settore è candidato a guidare la ripresa del mercato immobiliare italiano. I tempi dipenderanno principalmente dalla ripresa economica e occupazionale e dalla ripartenza del sistema creditizio, ma anche dalle decisioni in merito al prelievo fiscale sugli immobili.

Il governo Letta, insediatosi a fine aprile, ha dedicato ampia parte del programma politico alla revisione della fiscalità sugli immobili, in particolare l'Imu sulla prima casa.

Dopo il crollo delle erogazioni di mutui nel 2012, segnali positivi sono arrivati in questi mesi dalle banche. Lo spread è tornato sotto i 300 punti base e le banche hanno cominciato a ridurre i differenziali applicati ai prestiti per la casa, più competitivi grazie ai tassi d'interesse ai minimi. Gli istituti di credito, inoltre, hanno ricominciato a fare pubblicità ai loro prodotti per attrarre nuovi clienti.

Per quanto riguarda gli altri mercati, cresce l'interesse per il settore alberghiero, in particolare attraggono i complessi di livello medio- alto nelle città più importanti e gli hotel di lusso a Roma. Il fatturato del settore ha chiuso il 2012 a più 6,3 per cento e cresce ancora nel 2013.

Il settore commerciale prosegue la fase negativa, che riflette la crisi dei consumi, anche se tengono gli spazi di alto livello nelle zone di pregio e, in seconda battuta, le gallerie e i centri commerciali primari.

L'industriale, specialmente nel suo comparto produttivo artigianale, attraversa una fase critica, tanto che la stima a fine anno è di una perdita del venti per cento di fatturato rispetto al 2012. Va meglio la logistica nuova ben posizionata che però, dopo un 2012 abbastanza positivo, sta registrando un ribasso.

Per gli uffici, l'interesse degli investitori si concentra sulle top location delle grandi città e sugli immobili di pregio, con grande attenzione per le caratteristiche prestazionali. Il settore nel suo complesso stenta a ripartire e resterà stabile, con tendenza a un'ulteriore lieve contrazione di tutti i parametri, per tutto l'anno in corso.

È in aumento il divario tra le diverse fasce di mercato, con una sempre maggiore concentrazione degli investimenti e della domanda di locazione sugli immobili primari, mentre le prospettive degli spazi secondari sono sempre più complesse in tutti i segmenti di mercato. I grandi investitori istituzionali e privati sono focalizzati sul direzionale di qualità nelle grandi città e sui negozi di lusso nelle vie principali.

Gli investitori stranieri hanno ricominciato ad osservare il nostro mercato dalla fine del 2012, anche nell'ottica pragmatica di differenziare i loro investimenti, ma sono stati frenati dai rendimenti piuttosto bassi rispetto al panorama europeo, a fronte dei rischi legati all'incertezza della situazione politica (solo in parte stabilizzata), normativa e fiscale. Il loro interesse si concentra sulle piazze considerate più sicure e, quindi, principalmente sulle top location di Milano e Roma.

Tra gli investitori italiani prevale ancora un atteggiamento di attenzione e attesa. Gli investitori più "liquidi", che meno risentono della stretta creditizia, sono attivi nella selezione di occasioni che potrebbero presentarsi, soprattutto se a sconto e speculative. In questa fase l'offerta è in aumento, anche se non ci sono state dismissioni di grandi patrimoni immobiliari. In generale si è accentuata la difficoltà di incontro tra domanda e offerta: chi vuole vendere attende la ripresa dei valori, mentre chi vuole investire spera in una correzione dei prezzi.

Il patrimonio dei fondi immobiliari italiani a fine 2012 era superiore a 47miliardi di euro con e un nav di 37miliardi. I fondi attivi sono circa 360 e il loro numero è in aumento, anche per l'intensa attività del settore pubblico nel primo semestre. Acquisti e vendite sono a rilento, causa la debolezza del mercato complessivo.

IL MERCATO RESIDENZIALE

Nel 2012 il mercato residenziale italiano è stato caratterizzato da una significativa riduzione delle compravendite (meno 21 per cento in un anno i metri quadri scambiati), con conseguente calo del fatturato (meno 8,7 per cento in un anno). Diversamente da quanto accaduto sui mercati esteri, i prezzi non sono scesi in modo marcato e l'atteso repricing per aumento di offerta non si è verificato se non in modo marginale. I canoni medi nominali, in ribasso di 3,4 punti percentuali, hanno spinto i rendimenti al 3,5 per cento annuo, il livello più basso degli ultimi venti anni.

Anche la domanda è risultata particolarmente bloccata: la stretta creditizia, l'introduzione dell'Imu e l'attesa per il ribasso dei prezzi hanno ridotto la propensione all'acquisto, soprattutto nelle fasce più deboli dei potenziali acquirenti. Complessivamente sono state effettuate circa 460 mila compravendite, 110mila in meno rispetto al 2011.

L'analisi del primo semestre 2013 ci restituisce l'immagine di un mercato ancora debole, ma che lascia intravedere qualche leggero segnale di ripresa: sia dal lato della domanda, ora un po' più vivace, sia sul fronte dei mutui che, seppure concessi ancora col contagocce, iniziano a costare un po' meno.

L'aspettativa per la fine dell'anno è di una leggera ripresa delle compravendite residenziali e del fatturato, mentre le quotazioni scenderanno ancora, in linea con il quadriennio precedente, con forti oscillazioni tra le varie zone urbane.

Con riferimento ai mercati locali, l'andamento degli acquisti nelle principali città italiane è stato, lo scorso anno, abbastanza in linea con il dato nazionale. I mercati di Roma e Milano hanno perso circa il venti per cento degli scambi rispetto al 2011. Alcune città quali Bari, Palermo, Bologna e Verona hanno fatto registrare contrazioni più consistenti, tra il 25 e il 30 per cento. A Napoli il mercato ha tenuto di più grazie alla consistente dismissione di immobili pubblici.

Lo scorso anno sono stati rilevati cali diffusi dei prezzi delle case nelle grandi città, compresi tra l'uno e l'otto per cento, sia nei centri che nelle periferie. Fanno eccezione le quotazioni medie delle zone di pregio di Firenze, Venezia, Milano e Roma, in leggero rialzo, mentre le flessioni maggiori dei prezzi hanno interessato gli scambi nei quartieri periferici di Napoli, Bari e Palermo. Complessivamente le grandi città sono andate un po' meglio di quelle medie e piccole.

In base ai dati comunicati dall'Agenzia del Territorio, nel primo trimestre 2013 le otto maggiori città italiane hanno perso in media il 7,2 per cento delle compravendite a confronto con il primo trimestre 2012. Questo risultato è migliore della media nazionale, che vede una contrazione degli acquisti pari al 13,8 per cento. I cali maggiori si registrano a Bologna (meno 12,4 per cento), Roma e Genova (meno 11 per cento), Torino (meno 10 per cento) e Palermo (meno 9,5 per cento), mentre Milano e Firenze perdono tra quattro e cinque punti percentuali rispetto al primo trimestre 2012. Le dismissioni pubbliche sostengono il mercato di Napoli, che chiude il trimestre a più 14,3 per cento.

IL MERCATO TERZIARIO-UFFICI

L'allungamento della fase recessiva dell'economia italiana impedisce un cambiamento di rotta al mercato immobiliare degli uffici, che nel primo semestre del 2013 è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al semestre precedente. Già negli ultimi mesi dello scorso anno il trend, con riferimento agli uffici di tutte le dimensioni, aveva rallentato la discesa, soprattutto nei principali capoluoghi di provincia del nord e del centro Italia.

Complessivamente, nel 2012 gli immobili uso ufficio hanno movimentato un giro d'affari di 6,5 miliardi a livello nazionale, il sette per cento in meno rispetto al 2011, e per il 2013 si conferma una leggera flessione.

I volumi di mercato sono generati più dall'attività di riorganizzazione degli spazi e contenimento dei costi che dall'ingresso di nuova domanda. Nelle città più dinamiche si osserva il progressivo spostamento degli utilizzatori verso nuovi e più efficienti complessi direzionali, sorti negli ultimi anni nelle aree di trasformazione delle città. Anche i piccoli utilizzatori trasferiscono la propria sede, ma più spesso rimanendo all'interno della medesima zona.

Questa tendenza, se da un lato contribuisce a sostenere il mercato e l'andamento qualitativo dello stock secondo gli standard di efficienza e risparmio energetico, non

determina una riduzione dello sfitto, anche a causa di un'offerta di nuova produzione programmata negli anni passati che ancora fatica ad essere assorbita.

Sempre più diffuse le richieste di rinegoziazione del canone di affitto con la proprietà, al fine di ottenere un risparmio reale e immediato, senza dover affrontare costi aggiuntivi derivanti dal trasferimento in altra sede. Gli stessi proprietari dimostrano un atteggiamento meno rigido di fronte alle richieste di revisione del canone, timorosi di dover perdere un inquilino sicuro e affrontare il rischio di un mancato guadagno derivante da uno sfitto prolungato.

Le quotazioni degli uffici sono rimaste stabili nel primo semestre, con tendenza al ribasso. Le città di piccole dimensioni (con popolazione inferiore ai cinquantamila abitanti), hanno perso ancora qualche punto percentuale (fino a cinque), mentre le grandi città si sono stabilizzate, con qualche leggero rialzo per gli uffici di pregio nelle top location di Milano e Roma.

I canoni di locazione medi nelle aree di maggior interesse per il mercato terziario si mantengono, a livello nazionale, stabili fra i 200 ed i 350 euro, con le punte maggiori oltre i 500 euro rilevate esclusivamente per le zone top di Milano e Roma. Così come i prezzi di vendita, gli affitti nelle grandi città sono scesi meno della media nazionale, intorno all'uno per cento.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI

Continua, nella prima parte dell'anno, la fase negativa dei consumi. Il commercio al dettaglio nel primo trimestre è diminuito mediamente del 3,4 per cento, rispetto al trimestre precedente. In leggero calo anche la grande distribuzione che, finora, aveva resistito (meno 0,1 per cento nell'alimentare, meno 3,4 per cento nei non alimentari).

Tutte le forme distributive hanno segnato risultati negativi nelle vendite, soprattutto gli ipermercati (meno 2,3 per cento), seguiti dai supermercati (meno 1,2 per cento). Fanno eccezioni i discount alimentari che hanno avuto un segno positivo (più 1,7 per cento). I settori maggiormente colpiti sono stati: calzature e articoli in pelle (meno 6,6 per cento), il settore ottica/supporti magnetici (meno 6,9 per cento) e il mobile e arredo (meno 5,9 per cento).

La contrazione del potere d'acquisto delle famiglie ha modificato ulteriormente la spesa in termini di costo, razionalizzazione, scelta dei prodotti e luogo dove fare shopping. Da un lato, si predilige il negozio sotto casa per le piccole spese e per limitare gli acquisti allo stretto necessario (dove il livello dei prezzi oramai è quasi uguale a quello delle grandi superfici collocate fuori dai centri abitati). Dall'altro, si sceglie il centro commerciale, dove si trovano promozioni e politiche di sconto altamente convenienti, unendo spesso lo svago allo shopping.

I centri commerciali rimangono ancora uno dei luoghi preferiti per lo shopping, ma registrano cali nelle vendite, seppure lievi, così come una diminuzione dei visitatori. Per questo motivo sono maggiormente sollecitati ad innovare, ottimizzare la gestione e curare il mix merceologico.

Il mercato continua ad essere tendenzialmente polarizzato: si acquista di più nei centri commerciali, negli outlet, oppure nelle vie più importanti delle principali città, mentre altrove l'attività è quasi ferma. I canoni di locazione dei negozi rispecchiano questa polarizzazione, rimanendo sostanzialmente stabili nelle vie centrali, mentre calano sensibilmente nelle zone secondarie. In questa prima metà dell'anno è continuata la rinegoziazione dei canoni di locazione al ribasso e i proprietari, pur di evitare l'aumento della superficie sfitta o delle morosità, che incidono sul rendimento, hanno concesso anche forti sconti sugli affitti.

Per quanto riguarda i nuovi sviluppi immobiliari, l'elevata difficoltà di accesso al credito ha rallentato anche in questo semestre le operazioni di sviluppo. Poche iniziative sono riuscite a proseguire e a concludere con l'inaugurazione. Spesso, gli istituti di credito chiedono uno stato di commercializzazione avanzato prima di concedere i finanziamenti.

I risultati del 2012 descrivono il rallentamento del mercato immobiliare gli immobili commerciali, con il fatturato della gdo sceso del 7,3 per cento rispetto al 2011 e il fatturato degli immobili commerciali retail ridotto del quattro per cento. Calate del 14,5 per cento in un anno le superfici scambiate nella piccola distribuzione.

In questo semestre il trend si è mantenuto discretamente positivo per gli immobili trofeo e le posizioni primarie. Importanti transazioni sono state registrate nelle vie centrali di Roma e Milano, a quotazioni molto elevate, ad indicare quanta importanza rivestano nelle decisioni di investimento la qualità e la posizione dell'immobile, sia per i retailer che per gli investitori.

Fuori dai contesti *prime* il mercato è sostanzialmente fermo, caratterizzato da offerta abbondante, quotazioni in diminuzione e rendimenti in contrazione.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI PER LA LOGISTICA

Prosegue, nel primo semestre dell'anno, il rallentamento del mercato degli immobili per la logistica.

La domanda di spazi ad uso logistico continua ad essere presente, soprattutto se legata all'ottimizzazione della rete distributiva e alla sostituzione per capannoni più moderni e di maggiore qualità. Nel primo semestre 2013, però, questa domanda è stata sensibilmente affievolita dal calo della produzione industriale.

I dati riferiti al primo trimestre dell'anno indicano che la produzione di beni è scesa del 4,2 per cento rispetto al trimestre precedente, con una contrazione per tutte le categorie, dai beni di consumo (meno 1,1 per cento), a beni strumentali (meno 7,5 per cento), ai beni intermedi (meno cinque per cento) ed energetici (meno quattro per cento).

È vivace la domanda proveniente dalle reti di distribuzione delle vendite on-line, in continua espansione, e dai retailers che si apprestano ad creare il proprio canale on-line, oppure ad ampliarlo. Infatti, i sistemi di distribuzione delle merci vendute ai singoli consumatori necessitano di una rete complessa per le numerose consegne a casa, di

spazi ampi e di capannoni altamente specializzati, collocati nelle aree strategiche vicine alle principali infrastrutture di collegamento.

Il settore dei capannoni per logistica, in generale, rappresenta un comparto attraente per gli investitori, sia per le dinamiche di crescita che per i livelli di rendimento interessanti, che per scelta di diversificazione del portafoglio. Tuttavia, permangono le incertezze politiche ed economiche che portano proprietari, aziende e investitori ad avere un atteggiamento attendista, difficile da esaurire.

L'offerta abbondante è composta principalmente di immobili di scarsa qualità che faticano ad essere collocati sul mercato, mentre quella di strutture di qualità elevata scarseggia.

L'attività di sviluppo è ancora strettamente legata alle nuove realizzazioni per le quali sia stato firmato precedentemente un contratto di vendita o di locazione, con un ricorso maggiore a capitali privati.

Le quotazioni, sia i canoni di locazione che i prezzi medi di vendita, sono in risalita di circa un punto percentuale per le migliori location delle principali aree del centro nord, con un conseguente guadagno sui rendimenti. Nelle località secondarie, invece, perdura la discesa sia dei prezzi che dei canoni di locazione (meno cinque per cento circa).

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 alla definizione contenuta nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Paragrafo 2 (criteri di valutazione) del Regolamento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, 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 della capitalizzazione del reddito

Il criterio può essere utilizzato per i beni immobiliari in grado di generare reddito, quando si hanno informazioni certe (o stimabili) sui redditi lordi o netti, e sul tasso di capitalizzazione richiesto dagli investitori. Quest'ultimo è funzione della tipologia dell'immobile, della localizzazione e dell'andamento del mercato immobiliare.

Il metodo si basa sull'esistenza di una relazione diretta tra il valore di un bene e il reddito che il bene stesso è in grado di generare. Due sono quindi i problemi da affrontare: la quantificazione del reddito e il tipo di relazione algebrica che intercorre tra valore e reddito.

La scelta di quale reddito utilizzare è molto complessa e non univocamente definita. In generale si parte dal reddito medio ordinario lordo annuo, calcolato riferendosi alla complessiva superficie lorda commerciale.

Il rapporto tra reddito e valore viene espresso mediante una formula del tipo:

$$\text{Valore} = \text{Reddito} / I$$

dove I è il tasso di capitalizzazione (o di rendimento) minimo richiesto dagli investitori, cioè il tasso medio ordinario ottenibile da capitali investiti nel settore edilizio per fabbricati analoghi situati nella medesima area geografica.

Perché la formula risulti corretta è importante che la configurazione di reddito sia coerente con il tasso di capitalizzazione, la cui determinazione può seguire tre diversi percorsi.

Il primo, che è possibile definire comparativo, prende in considerazione i tassi di capitalizzazione espressi dal mercato, attraverso l'analisi di valori e redditi annui di beni scambiati e comparabili.

Il secondo percorso considera il tasso di capitalizzazione come somma di due componenti:

- il rendimento per investimenti privi di rischio (titoli di Stato)
- il premio legato al rischio di investire in un bene immobiliare (il cui valore è possibile determinare in maniera soggettiva, per comparazione o utilizzando modelli statistici).

Infine il terzo percorso, che utilizza i risultati di indagini effettuate presso i grandi investitori (fondi immobiliari, ecc.) sul livello di tassi da loro atteso.

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).

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.

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 2013*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *tabelle IMU*
- *elenco lavori e relativi importi effettuati tra il 1° gennaio e il 30 giugno 2013*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare*
- *SAL (stato avanzamento lavori) al 30 giugno 2013*

I soggetti responsabili dei diversi processi di valutazione sono: Giuseppe Montagna, Maurizio Sinigagliesi, Franco Breglia, Francesca Zirnstein e Andrea Masseroni.

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 ai seguenti immobili: Bologna via Sacco, Roma via Simeto e via Po, Roma via Tripolitania, Roma via del Serafico, Milano Galleria c.so Buenos Aires 4-6, Milano via Pisani 13/via Filzi 8, Rivoli c.so Susa 305-307, Merate via Bergamo 19, Bagnaria Arsa via Mattei 13, Pordenone via Segaluzza 32, Camerano Località Aspigo Terme, Campogalliano via del Passatore 30, Tortona Strada Comunale Cabannoni, Veggiano via Lissaro 2-6, Pioltello via San Francesco 33, Nichelino via XXV Aprile 206, Burolo via S.S. Lago di Viverone 36, Reggio Emilia via Danubio 8, Novara corso Vercelli 91, Milano viale Sarca 232, Moncalieri via Postiglione, Milano Gate viale Sarca.

Le visite sono state effettuate tra il mese di giugno 2013 e luglio 2013 a cura di Andrea Masseroni, Paolo Gariboldi, Massimiliano De Cesaris, Pierpaolo Iecco e Federico Rivolta.

8. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2013, 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:

| N° | Città | Indirizzo | Valore al 30 giugno 2013 € |
|----|-------------------|--|----------------------------------|
| 1 | BOLOGNA | Via Sacco, 2 | |
| 2 | ROMA | Via Simeto; Via Po | |
| 3 | ROMA | Via Tripolitania, 180-184/188; Via Scirè | |
| 4 | ROMA | Via Del Serafico, | |
| 5 | MILANO | Gall. C.so Buenos Aires, 4-6 | |
| 6 | MILANO | Via Pisani, 13; Via Filzi, 8 | |
| 7 | MUGNANO DI NAPOLI | Via Pietro Nenni, 54 | |
| 8 | RIVOLI | C.so Susa, 305-307 | |
| 9 | MERATE | Via Bergamo, 19 | |
| 10 | VERGIATE | Via Sempione, 72 | |
| 11 | BAGNARIA ARSA | Via Mattei, 13 | |
| 12 | PORDENONE | Via Segaluzza, 32 | |
| 13 | CAMERANO | Località Aspìo Terme, Via Farfisa, Snc | |
| 14 | CAMPOGALLIANO | Via del Passatore, 30 | |
| 15 | TORTONA | Strada Comunale Cabannoni | |
| 16 | VEGGIANO | Via Lissaro, 2-4-6 | |
| 17 | PIOLTELLO | Via S. Francesco 33 | |
| 18 | NICHELINO | Via XXV aprile 206 | |
| 19 | BUROLO | Via S.S. Lago di Viverone 36 | |
| 20 | VADO LIGURE | Via G. Ferraris 137 | |
| 21 | TORINO | Via A. Di Francesco 13 | |
| 22 | REGGIO EMILIA | Via Danubio 8 | |
| 23 | NOVARA | Corso Vercelli 91 | |
| 24 | MILANO | Viale Sarca 232 | |
| 25 | MONCALIERI | Via Postiglione | |
| 26 | MILANO | Gate | |
| | Totale | | 458.460.000 |

Maurizio Sinigaglia
Maurizio Sinigaglia
(Consigliere delegato)