

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA
PATRIMONIO IMMOBILIARE
“OLINDA FONDO SHOPS”
ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2013**

Gennaio 2014

Indice

INTRODUZIONE

<i>1. Premessa</i>	<i>pag. 1</i>
<i>2. Andamento del mercato immobiliare</i>	<i>pag. 2</i>
<i>3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili</i>	<i>pag. 13</i>
<i>4. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>	<i>pag. 15</i>
<i>5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate</i>	<i>pag. 18</i>
<i>6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>	<i>pag. 19</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>	<i>pag. 20</i>
<i>8. Conclusioni</i>	<i>pag. 21</i>

ALLEGATI

SPETTABILE

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

Via Piero e Alberto Pirelli, 25

20126 Milano

Milano, 13 gennaio 2014

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

<i>Città</i>	<i>Inidirizzo</i>
BOLOGNA	Via Sacco, 2
ROMA	Via Simeto; Via Po
ROMA	Via Tripolitania, 180-184/188; Via Scirè
ROMA	Via Del Serafico,
MILANO	Gall. C.so Buenos Aires, 4-6
MILANO	Via Pisani, 13; Via Filzi, 8
MUGNANO DI NAPOLI	Via Pietro Nenni, 54
RIVOLI	C.so Susa, 305-307
MERATE	Via Bergamo, 19
VERGIATE	Via Sempione, 72
BAGNARIA ARSA	Via Mattei, 13
PORDENONE	Via Segaluzza, 32
CAMERANO	Località Aspigo Terme, Via Farfisa, Snc
CAMPOGALLIANO	Via del Passatore, 30
TORTONA	Strada Comunale Cabannoni
VEGGIANO	Via Lissaro, 2-4-6
PIOLTELLO	Via S. Francesco 33
NICHELINO	Via XXV aprile 206
BUROLO	Via S.S. Lago di Viverone 36
VADO LIGURE	Via G. Ferraris 137
TORINO	Via A. Di Francesco 13
REGGIO EMILIA	Via Danubio 8
NOVARA	Corso Vercelli 91
MILANO	Viale Sarca 232
MONCALIERI	Via Postiglione
MILANO	Viale Sarca 336

2. Andamento del mercato immobiliare

LO SCENARIO IMMOBILIARE EUROPEO

La doppia crisi europea dell'economia e del mercato immobiliare si avvia alla conclusione. Ma la situazione non è omogenea in tutti i Paesi e i divari sono ampi, ad esempio tra Paesi del nord e quelli del sud. E' opinione condivisa tra la maggior parte degli analisti che la lunga fase negativa del mercato sia terminata quasi dappertutto, ma i tempi di una effettiva ripresa sono ancora incerti. In termini sportivi potremmo dire che i mercati "stanno riavviando i motori", ma manca lo "start" e solo alcuni settori (gdo, alberghiero di alta gamma, residenziale top) sono partiti.

La perdurante complessità dello scenario economico ha un impatto significativo sui mercati immobiliari europei, con un progressivo ampliamento del divario negli andamenti dei diversi Paesi. In linea generale si profila un trend di crescita nelle principali nazioni dell'Europa del nord, mentre i Paesi situati nell'Europa meridionale sono ancora in difficoltà. Dopo un calo di quasi il tre per cento nel 2012, il fatturato immobiliare nei cinque principali Paesi europei dovrebbe chiudere il 2013 con una lieve ripresa, sopra all'uno per cento. Per il 2014 si attende una crescita di circa l'1,7 per cento. Un lieve miglioramento è atteso anche in Italia, sebbene inferiore alla media europea. Le previsioni, dunque, sono di una progressiva stabilizzazione dell'attività immobiliare nei Paesi più importanti, dopo sei anni caratterizzati da andamenti discontinui.

Mentre nel 2012 tutti i Paesi avevano segnato un calo del fatturato, fatta eccezione per la Germania, il 2013 termina con una situazione più differenziata. Prosegue il calo della Spagna, anche se in modo meno accentuato rispetto agli anni precedenti. Una lieve flessione anche in Francia, in considerazione dell'andamento negativo dell'ultimo semestre. Gli altri Paesi dovrebbero chiudere l'anno con il segno positivo, guidati dall'andamento brillante della Germania, dove il fatturato cresce del tre per cento. Per il 2014 tutti i mercati dovrebbero aver lasciato alle spalle la fase recessiva e ricominciare a crescere, in misura variabile dallo 0,8 per cento della Francia al 3,6 per cento della Germania. Per la Spagna si ipotizza una situazione di stabilità.

L'analisi degli ultimi sette anni mostra che i cinque principali Paesi europei hanno registrato un calo del fatturato del 14,3 per cento rispetto alle punte del 2007. La flessione più vistosa in Spagna, pari al 31,5 per cento, seguita dal 21,5 per cento della Francia, 15,9 per cento dell'Italia e 12,2 per cento dell'Inghilterra. Solo in Germania il fatturato è aumentato dell'1,7 per cento, in quanto la flessione registrata nel triennio 2008-2010 è stata compensata dalla ripresa avvenuta negli ultimi anni. Il fatturato in Eu27¹, invece, continua ad avere il segno positivo, sebbene la crescita sia rallentata rispetto al passato. Il 2013 si dovrebbe chiudere con un aumento del due per cento sul 2012, ma il ritmo di crescita dovrebbe accelerare nuovamente nel 2014, con una previsione di aumento superiore al tre per cento.

¹ Dal 1° luglio 2013 diventata Eu28 con l'ingresso nell'Unione della Croazia.

Andamento del fatturato immobiliare europeo (mln di euro*)

PAESE	2011	2012	2013°
Francia	147.600	139.200	138.600
Germania	181.300	188.200	194.000
Inghilterra^	121.600	116.500	117.800
Spagna	79.400	75.900	75.500
Italia	122.000	112.800	113.500
Eu5	651.900	632.600	639.400
Eu27	1.065.000	1.079.000	1.100.000

* Valori nominali

° Stima a fine anno

^ I dati sono disponibili per la sola Inghilterra e non per l'intera Gran Bretagna (Inghilterra, Scozia, Galles)

Fonte: Scenari Immobiliari

Andamento del fatturato immobiliare (valore dei beni scambiati) in Europa

(Base 100; Eu5: 2005 = 100; Eu27: 2007 = 100)

Paese	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014°
Francia	106	105	85	86	89	84	83	84
Germania	106	106	96	98	101	105	108	112
Uk	106	104	92	94	96	92	93	95
Spagna	116	107	88	83	84	80	80	80
Italia	112	108	97	99	101	93	94	95
Eu 5	109	106	92	93	95	92	93	95
Eu 27	100	103	105	105	107	106	110	114

(*) Stima

(°) Previsione

Fonte: Scenari Immobiliari

Il timore dello scoppio di bolle immobiliari sembra essere superato nella maggior parte delle nazioni. Qualche rischio esiste ancora nelle aree in cui il mercato ha un andamento più brillante, come Svizzera e Paesi nordici. In questi Paesi i prezzi hanno segnato un costante incremento nell'ultimo decennio e hanno raggiunto livelli non sempre sostenibili. Tuttavia la presenza di una domanda consistente, accompagnata da una politica immobiliare e monetaria efficace, dovrebbe essere in grado di sostenere il mercato e di evitare squilibri, almeno nel breve periodo.

I segnali di ripresa dei mercati sono diffusi, anche se ancora incerti, con un divario tra immobili primari e secondari sempre più ampio. Gli immobili di qualità sono caratterizzati da una crescente carenza di offerta, soprattutto per il brusco arresto dell'attività edilizia degli ultimi anni, e da cali modesti delle quotazioni, mentre gli immobili secondari registrano un'offerta abbondante e flessioni decisamente più vistose. Analizzando l'andamento dei prezzi negli ultimi sette anni, i cinque principali Paesi europei segnano cali delle quotazioni fino al 36 per cento. Pochi i risultati positivi.

La Spagna ha registrato il crollo più consistente in tutti i comparti. I valori nominali sono calati in misura variabile dal 18 al 36 per cento a seconda dei settori, mentre in termini reali il crollo ha raggiunto il 48 per cento nel comparto residenziale e il 35 per cento nel terziario/uffici. Flessioni di poco inferiori si riscontrano in Inghilterra, dove però la ripresa è già iniziata e seguirà un ritmo più rapido nei prossimi anni.

In Italia la diminuzione dei prezzi nominali è compresa tra il 6 per cento degli uffici al 16 per cento dell'industriale. Il comparto commerciale è in controtendenza, con una crescita intorno al 5 per cento rispetto al 2007. In termini reali, però, anche questo comparto segna una flessione media intorno al dieci per cento, mentre la diminuzione degli altri settori varia dal 18 al 27 per cento, che significa un calo medio annuo vicino al quattro per cento.

Flessioni più contenute in Francia, nonostante il calo dell'ultimo anno, mentre la Germania, in termini reali, ha visto un lieve aumento nel settore residenziale e una flessione variabile dal 5 al 14 per cento negli altri comparti.

Il 2013 dovrebbe segnare la conclusione della fase discendente delle quotazioni pressoché ovunque. Per il 2014 la maggior parte dei mercati dovrebbe stabilizzarsi o iniziare a crescere, ad un ritmo diversificato a seconda delle nazioni e dei segmenti.

Sintesi previsioni 2014

Fatturato				
Paese	2013* <i>Mln euro</i>	Var % 2013/2012*	Var% 2014/2013°	Tendenza 2015
Francia	138.600	-0,4	0,8	↑
Germania	194.000	3,0	3,6	↑
Inghilterra [^]	117.800	1,1	2,0	↑
Spagna	75.500	-0,5	0,2	→
Italia	113.500	0,6	1,0	↑
Eu5	639.400	1,0	1,7	↑
Eu27	1.100.000	2,0	3,2	↑
Prezzi				
Paese	Comparto	Var % 2013/2012*	Var% 2014/2013°	Tendenza 2015
Francia	Residenziale	-1,3	0,5	↑
	Terziario/uffici	-0,6	1,0	↑
	Industriale	-1,4	0,0	→
	Commerciale	0,2	1,3	↑
Germania	Residenziale	3,6	3,5	↑
	Terziario/uffici	2,8	3,0	↑
	Industriale	0,3	0,5	↑
	Commerciale	1,9	2,4	↑
Inghilterra [^]	Residenziale	-1,6	1,0	↑
	Terziario/uffici	-2,0	0,0	↑
	Industriale	-2,5	-0,5	→
	Commerciale	0,0	0,8	↑
Spagna	Residenziale	-3,6	-1,0	→
	Terziario/uffici	-2,9	-1,2	→
	Industriale	-4,3	-1,5	↓
	Commerciale	-1,8	0,0	↑
Italia	Residenziale	-1,8	0,2	↑
	Terziario/uffici	-2,0	-1,2	→
	Industriale	-2,5	-1,5	↓
	Commerciale	0,2	0,7	→

- Dati a settembre di ogni anno

* Stima

° Previsione

(**) I dati sono disponibili per la sola Inghilterra e non per l'intera Gran Bretagna (Inghilterra, Scozia e Galles)

La situazione del comparto residenziale è ancora difficile nella maggior parte dei Paesi europei, a causa dei problemi legati alla disoccupazione e alle difficoltà di accesso al

credito. L'andamento è sempre più differenziato a seconda dei Paesi e dei segmenti di mercato, anche se alcuni problemi sono comuni alla larga maggioranza dei Paesi, come lo squilibrio tra prezzi e reddito disponibile.

Molti governi stanno studiando misure legislative e fiscali a sostegno del settore residenziale, che attira un interesse crescente da parte degli investitori istituzionali, come società quotate, fondi immobiliari e Reit, grazie a una redditività interessante in un'ottica di lungo periodo.

Dopo alcuni mesi di ripresa, il mercato francese sta nuovamente vivendo una fase critica, a causa del peggioramento dello scenario economico nazionale. La concessione di mutui è in forte calo e l'atteggiamento delle banche è estremamente selettivo. Il calo della domanda di immobili nuovi ha avuto un impatto pesante sull'attività edilizia, che ha subito un nuovo crollo. Sono in calo anche le compravendite di prodotti di seconda mano. I prezzi hanno registrato una flessione dell'1,3 per cento a livello nazionale, mentre sono stabili o in lieve aumento nelle zone di pregio delle città più importanti.

Il mercato residenziale tedesco beneficia del trend economico positivo del Paese ed è considerato un rifugio estremamente attrattivo per gli investitori istituzionali. Gli investimenti hanno registrato una crescita vistosa nell'ultimo anno, grazie al dinamismo delle famiglie ma anche degli operatori istituzionali, che hanno acquistato un elevato numero di immobili in tutte le principali città. In linea con ciò che accade negli altri Paesi, si assiste a una polarizzazione degli acquisti sugli immobili di qualità nelle zone centrali delle città primarie, dove l'offerta scarseggia, comportando un aumento delle quotazioni ed un calo dei rendimenti. La città più attrattiva è Berlino, caratterizzata da quotazioni contenute e destinate ad aumentare progressivamente nel prossimo futuro. La capitale, infatti, ha concentrato circa un quarto degli investimenti complessivi effettuati nella prima parte del 2013. Le prospettive sono positive anche per il 2014.

Il mercato residenziale di Londra è considerato un rifugio sicuro, sostenuto dalla presenza di una domanda elevata, dalla sua posizione economica al di fuori dell'eurozona e ai vantaggi in termini di immagine e di credibilità acquisiti con le recenti Olimpiadi. Il volume di investimenti è in aumento, sia da parte dei privati che degli investitori istituzionali, creando una notevole pressione sui prezzi degli immobili primari. Al contrario di Londra, il resto della Gran Bretagna è stato fortemente penalizzato dall'inasprimento della crisi economica continentale e dalle crescenti problematiche legate all'accesso al credito. Nonostante le misure legislative prese dal governo a sostegno degli acquirenti di prima casa, le difficoltà ad ottenere un mutuo hanno comportato un calo della domanda e, di conseguenza, i prezzi hanno subito una contrazione intorno all'1,6 per cento a livello nazionale. Le prospettive sono di una graduale ripresa nel 2014.

L'impatto della crisi economica sul settore residenziale spagnolo continua a essere pesante e il mercato registra un costante calo del volume di transazioni e dei prezzi. A livello nazionale si calcola una flessione del 3,6 per cento. Il dieci per cento dello stock è composto da case vuote e quasi 700mila immobili di nuova costruzione non hanno

ancora trovato un acquirente. Nonostante un aumento dell'interesse da parte degli investitori internazionali, attratti dai forti sconti in tutto il Paese, le previsioni per il 2014 sono negative, anche se la tendenza è verso una lenta stabilizzazione.

In Italia il settore residenziale, che incide per oltre tre quarti del fatturato complessivo, è ancora debole. Le compravendite sono in diminuzione, anche se alcune realtà territoriali segnano dei limitati rialzi. Prezzi in calo dell'1,8 per cento a livello nazionale, con forti disomogeneità tra le zone urbane. Il settore è candidato a guidare la ripresa del mercato immobiliare italiano. L'abolizione dell'Imu sulla prima casa potrebbe dare nuovo ossigeno al mercato di livello medio-basso. Le previsioni sono per una stabilizzazione nell'ultima parte dell'anno, seguita da una lenta e moderata ripresa nel 2014.

Nell'ultimo semestre il comparto terziario/uffici europeo ha registrato un andamento migliore rispetto ai trimestri precedenti, 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 comunque i propri piani di espansione. La seconda parte del 2013 dovrebbe registrare ancora un'attività sottotono, dominata dalla rinegoziazione dei contratti per ridurre i costi di gestione da parte delle società in fase di riorganizzazione. 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. La carenza di spazi di classe A comporta l'aumento dei canoni in molte zone. Il miglioramento del mercato del lavoro dovrebbero tradursi in una nuova fase espansiva della domanda a partire dal 2014.

La scarsa fiducia dei consumatori, l'elevato tasso di disoccupazione e le misure di austerità esercitano una notevole pressione sul settore commerciale, con crescenti differenze tra i diversi Paesi, anche a causa del progressivo cambiamento strutturale del mercato. Il settore è dominato sempre di più dal commercio multicanale, con la conseguenza che lo spazio fisico non è più l'unico mezzo a disposizione delle società per offrire i propri prodotti e servizi. Per molte strutture si tratta dell'occasione per tagliare i costi di gestione e per razionalizzare il proprio patrimonio. Tale politica viene portata avanti diminuendo il numero di punti vendita attraverso l'alienazione degli immobili meno strategici, o riducendo le dimensioni unitarie.

I prezzi sembrano aver terminato la fase discendente, anche se emerge 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 Mosca, Londra e le principali città tedesche. Prosegue la crisi degli immobili secondari, per i quali si riscontra un costante aumento dell'offerta e un ulteriore calo delle quotazioni. In tutto il mondo mostrano un'ottima performance le top location, i discount e gli spazi legati all'e-commerce.

Per il 2014 le prospettive di sviluppo sono più positive rispetto agli altri comparti. In quasi tutti i Paesi si prevedono gradualmente aumenti della domanda e delle quotazioni, mentre i tempi di assorbimento si ridurranno, almeno per quanto riguarda gli spazi di qualità offerti a quotazioni ragionevoli.

Nonostante l'ultimo semestre abbia mostrato qualche segnale di miglioramento, il comparto industriale è ancora in difficoltà nella maggior parte dei Paesi e il 2013 si dovrebbe chiudere con un calo generalizzato dell'assorbimento, del volume di investimento e dei prezzi. L'atteggiamento degli affittuari e delle società è di estrema prudenza, anche se 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, con riferimento ai quali la domanda continua ad essere modesta.

Il mercato più attivo è quello tedesco, che nel primo semestre 2013 ha concentrato quasi un terzo del volume di transazioni, mentre la situazione continua ad essere difficile nel sud Europa, dove il volume di investimenti è calato di oltre il 50 per cento nell'ultimo anno, a causa della scarsa fiducia da parte degli investitori cross-border e del difficile accesso al credito.

In ripresa l'attività edilizia, anche se si tratta perlopiù di progetti su misura, mentre l'attività speculativa è ancora limitata ad un ristretto numero di piazze particolarmente dinamiche, come Berlino e Amburgo. La domanda di prodotti nuovi è concentrata sugli spazi distributivi moderni, guidata dal buon andamento del settore della distribuzione multicanale e dell'e-commerce. Anche per il comparto industriale il 2014 dovrebbe essere l'anno della stabilizzazione.

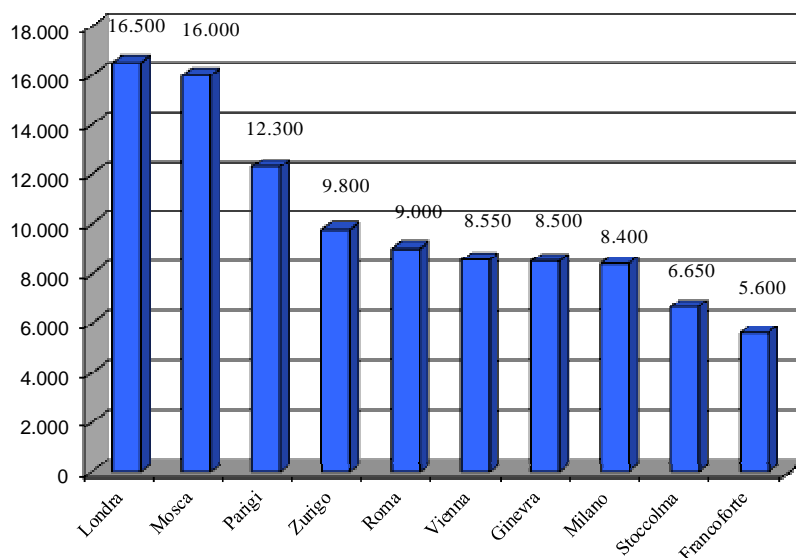
Andamento dei prezzi medi nominali per mercato nei cinque principali Paesi europei (Base 100; 2007 = 100)

Paese	Mercato	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Var % 2013/2007*	2014°	Var % 2014/2013*
Francia	Residenziale	100	205	92	93	95	96	95	-5	95	0,5
	Terziario/uffici	100	103	99	98	98	98	97	-3	98	1,0
	Industriale	100	100	95	92	93	93	92	-8	92	0,0
	Commerciale	100	103	103	104	107	107	107	7	108	1,3
Germania	Residenziale	100	102	97	98	102	107	111	11	115	3,5
	Terziario/uffici	100	101	94	92	93	95	98	-2	100	3,0
	Industriale	100	101	96	94	94	94	94	-6	95	0,5
	Commerciale	100	100	100	100	101	103	105	5	107	2,4
Inghilterra **	Residenziale	100	98	74	71	70	69	68	-32	69	1,0
	Terziario/uffici	100	101	91	89	89	87	85	-15	85	0,0
	Industriale	100	100	94	89	88	86	84	-16	83	-0,5
	Commerciale	100	100	94	90	88	87	87	-13	88	0,8
Spagna	Residenziale	100	97	78	69	68	66	64	-36	63	-1,0
	Terziario/uffici	100	102	86	82	80	76	74	-26	73	-1,2
	Industriale	100	102	96	90	89	86	82	-18	81	-1,5
	Commerciale	100	103	91	87	85	83	81	-19	81	0,0
Italia	Residenziale	100	101	95	92	91	89	87	-13	87	0,2
	Terziario/uffici	100	102	99	98	97	96	94	-6	93	-1,2
	Industriale	100	100	93	90	88	86	84	-16	83	-1,5
	Commerciale	100	102	103	104	105	105	105	5	106	0,7
Media Eu5	Residenziale	100	121	87	85	85	85	85	-15	86	0,9
	Terziario/uffici	100	102	94	92	91	90	90	-10	90	0,2
	Industriale	100	101	95	91	90	89	87	-13	87	-0,5
	Commerciale	100	102	98	97	97	97	97	-3	98	1,0

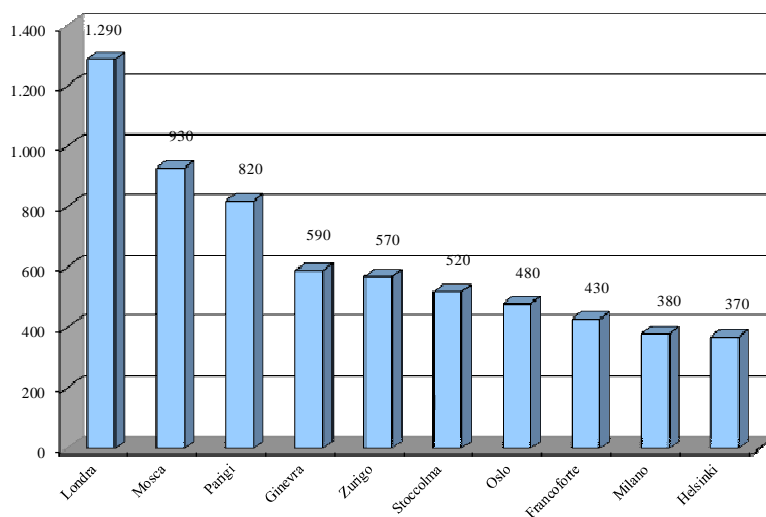
Andamento dei prezzi medi reali per mercato nei cinque principali Paesi europei (Base 100; 2007 = 100)

Paese	Mercato	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	Var % 2013/2007*
Francia	Residenziale	100	98	89	88	88	87	85	-15
	Terziario/uffici	100	99	97	94	92	90	89	-11
	Industriale	100	96	95	91	90	89	87	-13
	Commerciale	100	100	100	100	101	99	98	-2
Germania	Residenziale	100	99	94	95	96	99	101	1
	Terziario/uffici	100	98	91	88	88	88	89	-11
	Industriale	100	98	93	90	88	87	86	-14
	Commerciale	100	97	97	96	95	95	95	-5
Inghilterra **	Residenziale	100	94	69	64	61	58	56	-44
	Terziario/uffici	100	97	85	81	77	74	71	-29
	Industriale	100	96	88	81	75	71	67	-33
	Commerciale	100	96	89	82	76	73	71	-29
Spagna	Residenziale	100	87	70	62	58	55	52	-48
	Terziario/uffici	100	97	83	77	73	68	65	-35
	Industriale	100	100	94	87	83	78	73	-27
	Commerciale	100	98	88	82	78	74	71	-29
Italia	Residenziale	100	98	91	87	84	81	78	-22
	Terziario/uffici	100	99	95	92	88	85	82	-18
	Industriale	100	97	89	85	80	76	73	-27
	Commerciale	100	99	99	96	94	91	90	-10
Media Eu5	Residenziale	100	95	83	79	77	76	74	-26
	Terziario/uffici	100	98	90	86	84	81	79	-21
	Industriale	100	97	92	87	83	80	77	-23
	Commerciale	100	98	95	91	89	86	85	-15

Classifica delle dieci città europee con i prezzi residenziali più elevati
(euro/mq, valori massimi, settembre 2013)



Classifica delle dieci città con i canoni degli uffici più elevati in Europa
(euro/mq/anno, settembre 2013)



Fonte: Scenari Immobiliari

ITALIA

Mercato immobiliare commerciale

La situazione del mercato immobiliare commerciale a livello nazionale, è drasticamente peggiorata nel corso del 2013, con un sensibile aumento dell'offerta pressoché ovunque, una contrazione significativa degli scambi ed un divario più ampio tra zone primarie e secondarie, soprattutto per le piccole metrature. L'anno dovrebbe registrare un'offerta superiore a 1,7 milioni di mq ed un assorbimento intorno al 25%.

Il settore degli immobili commerciali risente pesantemente dal calo del volume delle vendite e dalla contrazione dei flussi di cassa. Per la maggior parte dei retailer gli ultimi due anni sono stati caratterizzati da una revisione dei contratti di locazione, alla ricerca di condizioni più vantaggiose.

Confrontando il trend del comparto tra il 2012 ed il 2011 emerge una riduzione dei mq scambiati del 14,5% (scesi da 505mila mq del 2011 a 432mila mq nell'anno successivo). Negli ultimi cinque anni il decremento è stato costante ed il volume degli scambi si è quasi dimezzato.

Il settore appare polarizzato, in termini di localizzazione, premiando ampiamente alcune aree, penalizzandone significativamente altre. Il consumatore predilige, da un lato, in negozio di quartiere per limitare gli acquisti allo stretto indispensabile, dall'altro, sceglie il centro commerciale con promozioni e sconti più vantaggiose. In questo modo i retailers tendono a posizionarsi secondo i bacini d'utenza. Alcuni abbandonano i centri storici per posizionarsi nelle strutture commerciali più performanti. Altri non rinunciano alle posizioni primarie nelle vie più amate dal turismo mondiale. In particolare, in questi casi la domanda supera di gran lunga l'offerta e le quotazioni raggiungono livelli molto elevati. I centri commerciali meglio performanti registrano un aumento delle presenze e contemporaneamente una diminuzione della spesa media sostenuta. Per quelli in maggiore difficoltà il turnover è elevato e gli spazi vuoti sono sempre presenti. Il settore del food ha un andamento positivo, con un forte ritorno verso i piccoli supermercati di quartiere, sia nelle zone centrali che in quelle periferiche. Il mercato dei centri urbani è concentrato principalmente sulle vie di alto passaggio, altrove la sofferenza è generalizzata.

Il mercato immobiliare è anche interessato dal fenomeno della multicanalità del commercio, con la conseguenza che lo spazio fisico non è più l'unico strumento per offrire i propri prodotti e servizi. Nel 2012 l'offerta di superfici disponibile sul mercato, per quanto riguarda le piccole medie metrature, è sostanzialmente rimasta invariata (intorno a 1,6 milioni di mq), mentre in relazione alle grandi metrature è leggermente aumentata (arrivata a 2,7 milioni di mq). L'indice di assorbimento è sceso a 27% per le piccole medie metrature ed al 33% per il comparto della Gdo.

Per il 2014 è prevista una graduale diminuzione delle criticità ad iniziare dalle principali città. Occorrerà attendere ancora l'anno successivo per prevedere una risalita, sebbene contenuta, maggiormente diffusa sul territorio nazionale.

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 2013, 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);*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 31 dicembre 2013;*
- *copia dei contratti di locazione in essere;*
- *elenco analitico delle superfici attualmente non locata;*
- *tabelle IMU;*
- *elenco lavori e relativi importi effettuati tra il 1° luglio e il 31 dicembre 2013 e previsioni di spesa per il 2014;*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare.*

I soggetti responsabili dei diversi processi di valutazione sono: Maurizio Sinigagliesi, 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.

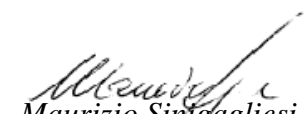
Per quanto riguarda le ispezioni fisiche, si è ritenuto opportuno effettuare i sopralluoghi ai seguenti immobili: Mugnano di Napoli, via Pietro Nenni 54, Merate, via Bergamo 19, Vergiate, via Sempione 72, Torino, via A. di Francesco 13, Milano viale Sarca 232 e, Milano Gate viale Sarca.

Le visite sono state effettuate tra il mese di dicembre 2013 e gennaio 2014 a cura di Andrea Masseroni, Massimiliano De Cesaris, e Federico Rivolta.

8. Conclusioni

Alla data del 31 dicembre 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:

<i>Città</i>	<i>Inidirizzo</i>	<i>Valore 31/12/2013</i>
		€
BOLOGNA	Via Sacco, 2	
ROMA	Via Simeto; Via Po	
ROMA	Via Tripolitania, 180-184/188; Via Scirè	
ROMA	Via Del Serafico,	
MILANO	Gall. C.so Buenos Aires, 4-6	
MILANO	Via Pisani, 13; Via Filzi, 8	
MUGNANO DI NAPOLI	Via Pietro Nenni, 54	
RIVOLI	C.so Susa, 305-307	
MERATE	Via Bergamo, 19	
VERGIATE	Via Sempione, 72	
BAGNARIA ARSA	Via Mattei, 13	
PORDENONE	Via Segaluzza, 32	
CAMERANO	Località Aspio Terme, Via Farfisa, Snc	
CAMPOGALLIANO	Via del Passatore, 30	
TORTONA	Strada Comunale Cabannoni	
VEGGIANO	Via Lissaro, 2-4-6	
PIOLTELLO	Via S. Francesco 33	
NICHELINO	Via XXV aprile 206	
BUROLO	Via S.S. Lago di Viverone 36	
VADO LIGURE	Via G. Ferraris 137	
TORINO	Via A. Di Francesco 13	
REGGIO EMILIA	Via Danubio 8	
NOVARA	Corso Vercelli 91	
MILANO	Viale Sarca 232	
MONCALIERI	Via Postiglione	
MILANO	Viale Sarca 336	
Totale		421.075.000


Maurizio Sinigaglia
(Consigliere delegato)