

**SCENARI IMMOBILIARI®**

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA  
PATRIMONIO IMMOBILIARE  
“OLINDA FONDO SHOPS”  
ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2012**

***Gennaio 2013***

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>11</i>
<i>4. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>	<i>13</i>
<i>5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate</i>	<i>16</i>
<i>6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>	<i>17</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>	<i>18</i>
<i>8. Conclusioni</i>	<i>19</i>

### ***ALLEGATI***

SPETTABILE

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

Via Piero e Alberto Pirelli, 25

20126 Milano

Milano, 7 gennaio 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 31 dicembre 2012 dei seguenti 27 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	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	BERGAMO	Via Carducci, 10
11	VERGIATE	Via Sempione, 72
12	BAGNARIA ARSA	Via Mattei, 13
13	PORDENONE	Via Segaluzza, 32
14	CAMERANO	Località Aspigo Terme, Via Farfisa, Snc
15	CAMPOGALLIANO	Via del Passatore, 30
16	TORTONA	Strada Comunale Cabannoni
17	VEGGIANO	Via Lissaro, 2-4-6
18	PIOLTELLO	Via S. Francesco 33
19	NICHELINO	Via XXV aprile 206
20	BUROLO	Via S.S. Lago di Viverone 36
21	VADO LIGURE	Via G. Ferraris 137
22	TORINO	Via A. Di Francesco 13
23	REGGIO EMILIA	Via Danubio 8
24	NOVARA	Corso Vercelli 91
25	MILANO	Viale Sarca 232
26	MONCALIERI	Via Postiglione
27	MILANO	Gate

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

### **LO SCENARIO INTERNAZIONALE**

Nell'economia mondiale si nota qualche segnale positivo, ma gli elementi di difficoltà ed incertezza sono ancora numerosi e diffusi. Il rischio è rappresentato da una recessione più profonda del previsto nell'area euro, che potrebbe comportare un rallentamento dell'economia di Paesi come Cina, India e Brasile. Anche gli Stati Uniti non sono usciti dalla crisi.

Nel 2012 la crescita a livello globale è stata inferiore rispetto al precedente biennio. Si calcola un incremento intorno al 5,2 per cento per il 2012 e al 5,7 per cento per il 2013. Lo sviluppo delle economie avanzate è rallentato da numerosi elementi, quali la volatilità dei mercati finanziari, gli sforzi finalizzati al consolidamento fiscale, la debole fiducia di imprese e consumatori, gli elevati livelli di disoccupazione e la debolezza del mercato immobiliare. A questo si aggiungono le tensioni politiche in Medio Oriente, che rappresentano un rischio per il rialzo dei prezzi petroliferi.

La situazione continua ad essere critica in Europa. Nell'ultimo periodo la Banca centrale europea ha rivisto al ribasso le previsioni relative all'area euro, stimando per la fine dell'anno una variazione del Pil compresa tra il meno 0,6 e il meno 0,4 per cento, mentre per il 2013 le indicazioni sono del meno 0,3 per cento. Il segno positivo è nuovamente atteso nel 2014. Tra gli elementi di maggiore incertezza spiccano le difficoltà politiche ed economiche della Grecia e le tensioni in Spagna e Italia. Anche la Bundesbank ha ridimensionato le previsioni di crescita della Germania, fortemente condizionata dalla ripresa degli altri Paesi.

In questo scenario problematico l'attività economica globale è destinata a rallentare. La maggior parte delle economie avanzate non dovrebbe entrare in recessione, mentre le economie emergenti e in via di sviluppo dovrebbero rallentare il proprio ritmo, a patto che gli sforzi governativi raggiungano gli obiettivi prefissati. Si prevede che i titoli obbligazionari nazionali si normalizzeranno nel 2013.

Le condizioni chiave per una reale ripresa sono rappresentate da un efficiente sostegno al sistema bancario, finalizzato a garantire un buon livello di liquidità e un maggiore equilibrio monetario nell'area euro, mentre nelle più grandi economie avanzate è necessario ristabilire gli equilibri fiscali a medio termine e riformare i sistemi finanziari. Nelle nazioni emergenti e in via di sviluppo, infine, la politica a breve termine dovrebbe concentrarsi sulla capacità di rispondere all'indebolimento della domanda interna e al calo della domanda proveniente dai Paesi sviluppati.

Le difficoltà economiche hanno condizionato il trend dei mercati immobiliari nella maggior parte dei Paesi. Nei cinque principali Paesi europei il 2012 si dovrebbe chiudere con un calo del fatturato immobiliare intorno all'1,5 per cento. Risultati negativi per tutti i Paesi, tranne che per la Germania, dove il fatturato è aumentato di oltre il quattro per cento rispetto all'anno precedente. Qualche miglioramento è atteso per il 2013, che dovrebbe registrare un aumento complessivo intorno all'uno per cento. Il trend è più positivo in Eu27, sebbene il ritmo di crescita sia inferiore rispetto agli anni

precedenti. Si prevede un aumento del fatturato intorno all'1,2 per cento per il 2012 e al tre per cento per il 2013.

Il comparto residenziale a livello europeo sta attraversando una fase di stabilizzazione nella maggior parte delle città, sebbene debbano essere ancora compiuti progressi importanti per raggiungere una situazione di reale equilibrio. Un problema è rappresentato dallo squilibrio tra prezzi e reddito disponibile, sempre più accentuato in molti Paesi. Il gap tra aree geografiche e segmenti di mercato è sempre più ampio. Nel complesso i valori nominali sono stabili o in lieve calo, mentre flessioni più consistenti caratterizzano i Paesi dove la recessione economica è più grave, quali Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia, dove anche il 2013 dovrebbe avere il segno negativo.

Nell'ultimo anno il comparto terziario/uffici europeo ha mostrato i primi segnali di miglioramento, nonostante l'andamento sia fortemente diversificato nelle diverse aree geografiche. Il 2013 sarà ancora caratterizzato da una contrazione dell'attività edilizia per l'effetto combinato delle difficoltà di finanziamento e della scarsa disponibilità dei promotori ad affrontare un livello di rischio elevato. Tuttavia l'attività, sia di investimento che di locazione, sarà più brillante nelle zone sostenute da un trend economico positivo, quali Germania, Paesi nordici, Russia e Polonia. Le top location delle città più attrattive per gli investitori, quali Londra, Parigi e Mosca, cominciano ad evidenziare una carenza di spazi di classe A, con conseguente tendenza all'aumento dei canoni.

La crisi del mercato del lavoro, l'elevato indebitamento ed il ridotto potere di spesa esercitano una notevole pressione sul settore commerciale, caratterizzato da forti differenze tra le diverse aree geografiche ma anche tra le diverse società. Il gap, invece, tende a ridursi per quanto riguarda il livello degli spazi. Fatta eccezione per un ristretto numero di immobili di lusso toccati solo marginalmente dalla crisi, le quotazioni elevate raggiunte dagli spazi primari spingono una fetta consistente della domanda a rivolgersi verso immobili di seconda fascia. L'atteggiamento di investitori e società continuerà ad essere prudente, anche se le grandi catene multinazionali affrontano la crisi in modo aggressivo, ampliando i propri spazi e insediandosi in nuovi mercati.

Il clima di incertezza economica continua ad esercitare una notevole pressione sui mercati industriali, sebbene a livello locale siano riscontrabili alcuni miglioramenti rispetto agli anni precedenti. Molte società approfittano del forte calo dei valori per spostarsi in spazi di livello più elevato. Questo fenomeno comporta una polarizzazione della domanda nei segmenti di mercato caratterizzati da scarsa offerta.

Gli strumenti di investimento che operano nel settore immobiliare continuano a rappresentare un'alternativa interessante, che attira l'interesse dei governi e di un numero crescente di investitori privati ed istituzionali. I gravi problemi di liquidità, che hanno paralizzato l'attività dei fondi negli ultimi anni, sono stati affrontati attraverso processi di fusione tra società o di assorbimento delle strutture più deboli da parte dei gruppi più solidi.

## LO SCENARIO ITALIANO

Il secondo semestre dell'anno ha confermato la situazione di crisi economica del Paese. Grazie agli interventi della Banca centrale europea, si sono attenuati i rischi di default e lo spread è tornato a livelli più sostenibili, benché ancora alti.

La debolezza della domanda interna si accompagna ad un incremento della fiscalità complessiva, con un forte incremento in quella immobiliare, causa un'Imu più gravosa di quanto atteso. Il Pil è diminuito di circa lo 0,3 per cento e le previsioni indicano un saldo positivo tra la fine 2013 e gli inizi 2014.

Le condizioni finanziarie delle famiglie restano stabili, grazie al ridotto indebitamento. La disoccupazione, soprattutto tra i giovani, è in aumento e l'incertezza politica condiziona anche i prossimi mesi. Il calo dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie è particolarmente elevato nel sistema edilizio-immobiliare. C'è anche un incremento dei crediti in sofferenza.

In questo scenario, il fatturato del mercato immobiliare italiano chiude l'anno con un calo dell'8,3 per cento sull'anno precedente, fermandosi a 103,5 miliardi di euro.

Il mercato residenziale tocca gli 85 miliardi di euro, causa un calo di circa il 23 per cento delle compravendite e un meno 2,5 per cento dei prezzi.

Si riduce del 17,6 per cento il comparto della residenza turistica, dove rimane attivo solo il segmento più alto del mercato.

Calo anche del settore uffici che si ferma a 6,5 miliardi di euro, con meno 7,1 per cento sull'anno precedente.

L'industriale scende ai livelli più bassi degli ultimi anni a 3,1 miliardi di euro (meno 13,9 per cento), con solo il segmento della logistica nuova in attività, mentre il prodotto usato è ai minimi assoluti di scambio. Si contrae del 6,2 per cento anche il settore commerciale, dove la lenta attività della gdo non compensa la crisi del mercato retail.

Il comparto dei fondi immobiliari, invece, chiude l'anno con un andamento positivo in linea con il resto d'Europa. Il Nav dei fondi italiani a fine anno è stimato in 37,2 miliardi di euro, con un incremento del tre per cento rispetto all'anno precedente. Il patrimonio immobiliare supera i 47 miliardi euro, confermandosi come il maggiore stock privato in Italia. Per quanto riguarda l'asset allocation, pur in un quadro con poche operazioni, c'è stato un incremento della concentrazione in uffici-gdo.

## IL MERCATO RESIDENZIALE

Nella seconda parte del 2012 il mercato delle abitazioni ha sostanzialmente confermato i fenomeni emersi nella prima parte dell'anno: calo delle compravendite, dovuto principalmente alla stretta creditizia operata dalle banche e stagnazione dei valori immobiliari.

I segnali negativi sulle erogazioni di nuovi finanziamenti finalizzati all'acquisto di abitazioni, che già si erano intensificati all'inizio della primavera scorsa, si sono concretizzati col passare del tempo in maniera sempre più accentuata, levandoli di fatto

una fetta di potenziali acquirenti, circa il 40 per cento del totale, dal mercato delle compravendite. La discesa degli scambi, in questa seconda parte del 2012, è risultata ancora una volta a due velocità, seppur con differenze meno accentuate rispetto al recente passato.

I mercati urbani delle principali aree metropolitane sono un po' più vivaci rispetto a quelli dei comuni della provincia. Lo spostamento della domanda all'interno delle grandi aree urbane è infatti un fenomeno che ha già preso vita da almeno due anni. Il numero di alloggi scambiato è sceso al di sotto del mezzo milione, collocandosi tra 460 e 480mila. Rispetto agli anni del boom (2006-2007), la discesa media degli scambi nei comuni capoluogo è del quaranta per cento, mentre nei comuni della provincia la flessione media è vicina al cinquanta per cento.

Nel secondo semestre 2012 il gap fra i mercati delle grandi città e quelli della provincia non si è tuttavia allargato, soprattutto grazie al fatto che gli scambi in provincia hanno registrato una maggiore stabilità rispetto ai trimestri precedenti. Relativamente alla tipologia di immobili più compravenduti, il dato a livello nazionale indica sempre una prevalenza (80 per cento) delle abitazioni esistenti rispetto a quelle di nuova costruzione (20 per cento). Ancora piuttosto bassa la percentuale (quindici per cento) di chi dà rilevanza alla classe energetica dell'immobile.

A soffrire maggiormente è il mercato delle nuove costruzioni di livello qualitativo medio-basso e realizzate nei comuni limitrofi ai capoluoghi di provincia. Sono i tipici prodotti il cui target di acquirenti è maggiormente penalizzato dalla difficoltà di accesso al credito.

Nelle grandi città l'offerta di nuove abitazioni di standing medio-alto, con prezzi medi superiori ai 5mila euro al metro quadrato, soffre meno, grazie ad una domanda che, essendo dotata di maggiore liquidità, chiede percentuali di finanziamento mai superiori al trenta per cento del valore dell'immobile.

Il processo di "repricing" verso il basso dei valori immobiliari aveva inizialmente colpito le nuove costruzioni di basso standing, a partire dalla seconda metà del 2010 (meno quindici per cento in media rispetto al valore medio del 2008), per poi assestarsi su valori ora più stabili. I prezzi del nuovo nelle grandi città, negli ultimi anni, non hanno sostanzialmente registrato variazioni di rilievo, anzi, in alcuni casi (nelle aree di maggior pregio, dove l'offerta di nuovi prodotti è molto rara) si sono anche rilevate delle variazioni positive nell'ordine dei due-tre punti percentuali tra fine 2011 e inizio 2012. Il prodotto "usato", che compone la maggioranza dello stock immobiliare delle città italiane, negli ultimi anni aveva già scontato una discesa media del dieci per cento, e alla fine di quest'anno la media sarà del meno 3,5 per cento.

La resistenza dei prezzi è dettata dalla rigidità dell'offerta, che non volendo rinunciare a guadagni in conto capitale, non accetta le proposte di acquisto a valori in media del venti per cento più bassi. Tutto ciò determina una fase ben più prolungata delle trattative, facendo segnare un allungamento dei tempi medi di vendita ormai oltre i sette mesi. In merito alle tempistiche di vendita, tuttavia, bisogna sottolineare come nei grandi centri urbani, per quanto riguarda le aree centrali e semicentrali di miglior livello qualitativo (in termini di servizi, infrastrutture e trasporti pubblici), la media di

permanenza sul mercato degli immobili di taglio medio (compreso fra i settanta e i cento metri quadrati di superficie) sia ancora sotto i tre mesi.

Sul fronte dell'offerta, nelle grandi aree urbane si registrano alcuni importanti differenze a seconda delle aree esaminate. Nei centri storici e nelle zone considerate di maggior pregio l'offerta di abitazioni non ha fatto segnare incrementi importanti rispetto ad inizio anno, al di là del naturale aumento dovuto esclusivamente all'allungamento delle tempistiche di vendita di quei prodotti considerati dalla domanda oggi sopravvalutati rispetto alle loro caratteristiche, come ad esempio gli appartamenti da ristrutturare in maniera radicale oppure collocati ai primi piani degli edifici. Diversamente, nei semicentri e nelle periferie di livello medio-basso, l'offerta è cresciuta in media di altri sette punti percentuali rispetto al primo semestre dell'anno.

Fra le grandi città, i mercati che in questa seconda parte dell'anno hanno dimostrato una maggiore dinamicità, rispetto al semestre precedente, sono quelli di Torino, Genova e Napoli. A Roma, il secondo semestre registra una frenata sugli scambi, che però tocca relativamente le aree di maggior pregio. Più stabile la situazione nelle aree semicentrali della capitale, dopo i cali rilevati fra fine 2011 e inizio 2012. A Milano cresce l'offerta di bassa qualità, mentre il prodotto esistente di livello medio-alto, pur con tempistiche di chiusura della trattativa sempre in media superiori ai sei mesi, mantiene un buon andamento, in linea con gli ultimi diciotto mesi.

Delle grandi città del sud, soprattutto Palermo, Catania e Bari hanno evidenziato consistenti frenate sul fronte delle compravendite nella seconda parte dell'anno. Anche in queste realtà, i valori di vendita restano tuttavia abbastanza stabili, segnando in linea generale solo degli arretramenti compresi in una forbice fra il 3,5 e il sei per cento su base annua.

Nel nord del Paese il mercato residenziale dei capoluoghi di provincia, in un quadro generale che rileva una domanda ancora debole e poco stimolata dalla difficoltà a essere finanziata, si spacca fra l'andamento più positivo delle regioni del nord- ovest rispetto a quello più negativo delle regioni del nord-est (Veneto in particolare), dove la flessione della domanda con budget di acquisto non superiore ai 250mila euro oggi risulta ancora in essere. Nelle regioni centrali, gli scambi, pur ancora negativi, sembrano essersi maggiormente stabilizzati, i prezzi di vendita delle abitazioni dei capoluoghi di provincia non hanno subito particolari flessioni.

## **IL MERCATO TERZIARIO-UFFICI**

La fase recessiva in cui si trova l'economia italiana colpisce in modo netto il mercato immobiliare degli uffici. Tuttavia, i segnali della seconda parte del 2012 sembrano indicare qualche variazione positiva rispetto alla chiusura dello scorso anno. Nella seconda parte dell'anno gli scambi di uffici, di tutte le dimensioni, hanno rallentato la discesa, soprattutto nei comuni capoluogo di provincia del nord e del centro Italia. Nelle principali aree urbane del sud del Paese, invece, la discesa, oltre i venti punti percentuali, si conferma anche nel secondo semestre dell'anno. Mentre sono calate le compravendite, il segmento delle locazioni rimane più vivace. Stabile il leasing immobiliare.



In città come Milano, Torino, Brescia e Verona, dopo tre trimestri consecutivi in cui il calo degli scambi risultava sempre superiore ai quindici punti percentuali, l'emorragia sembra dare segnali di rallentamento, facendo stimare per la fine dell'anno dei cali di assorbimento non superiori al dieci per cento rispetto all'anno scorso. Anche nel centro Italia, a partire da Bologna, Firenze e Roma, la frenata del mercato è stata nel secondo semestre meno forte rispetto ai semestri precedenti.

I prezzi e i canoni degli uffici nelle principali città si sono leggermente mossi, ma anche quest'anno la tendenza a registrare solo piccole correzioni conferma ancora una volta come il mercato terziario italiano sia molto meno volatile rispetto a quello di altri Paesi, soprattutto di quelli anglosassoni. Le leggere correzioni verso il basso dei prezzi hanno contribuito a far salire leggermente i rendimenti, che ora in media si attestano intorno al 6,2 per cento annuo, con una crescita rispetto ad inizio 2012 di circa lo 0,5 per cento. I canoni medi al metro quadrato annuo nelle aree di maggior interesse per il mercato terziario a livello nazionale variano fra i duecento e i 350 euro, con le punte maggiori oltre i cinquecento euro, rilevate esclusivamente per le zone top di Milano e Roma.

La ancor poca vivacità dimostrata in generale sulle piazze italiane da questo segmento del mercato immobiliare italiano si deve anche ad una buona parte di domanda che ha sostanzialmente deciso di assumere un atteggiamento attendista. Le cause di questo attendismo sono l'incertezza sulla possibilità di ottenere finanziamenti da parte degli istituti di credito per effettuare nuovi investimenti e la difficoltà dovuta alle tipologie di immobili oggi offerte sul mercato che, soprattutto nei capoluoghi minori, risultano ancora di uno standard qualitativo non in linea con le richieste della domanda (vecchi edifici ristrutturati più di dieci anni fa, con poca o nessuna caratteristica rivolta al risparmio energetico e alla razionalizzazione degli spazi).

La recessione economica spinge numerose aziende a ristrutturare la propria organizzazione e a razionalizzare le risorse, il tutto nell'ottica del contenimento dei costi a fronte del minor fatturato. In tale quadro sono sempre di più le società che decidono di cercare nuovi spazi più razionali ed economici, sia dal punto di vista dei costi generali di manutenzione che da quello del risparmio energetico, oppure, che rinegoziano il canone di affitto con la proprietà, al fine di ottenere un risparmio reale e immediato, senza dover affrontare costi aggiuntivi finalizzati al trasferimento in una altra sede.

Gli stessi proprietari stanno assumendo un atteggiamento meno rigido di fronte alle richieste di revisione del canone, timorosi di dover perdere un inquilino sicuro per poi faticare a trovarne uno nuovo. Anche nella seconda parte del 2012, come durante gli ultimi anni, il mercato degli uffici in Italia ha visto protagonisti i grandi investitori italiani con una quota vicina all'ottanta per cento del totale, lasciando agli investitori retail il rimanente venti per cento circa di mercato. Poco presenti gli stranieri. Fondi immobiliari italiani, aziende e investitori privati sono gli attori che movimentano un mercato ridotto certamente nei volumi, ma che offre interessanti occasioni di investimento. Si è infatti confermata, anche nella seconda parte dell'anno, la tendenza degli investitori a puntare su immobili di sicuro rendimento e capital gain, tutti di alto standing e localizzati nelle zone *prime* delle più importanti aree urbane del Paese.

La maggior concentrazione degli investimenti riguarda le città di Milano e Roma, mentre Torino, che nella prima parte dell'anno dava segni di risveglio, in questo

secondo semestre ha registrato una battuta di arresto. Bologna e Firenze restano città dove in questo periodo (soprattutto nel capoluogo toscano), gli investimenti in uffici sembrano interessare meno rispetto a quelli dedicati ad altre tipologie immobiliari, come gli hotel e gli spazi commerciali nelle principali vie del lusso.

Analizzando più in dettaglio le realtà di Milano e Roma, che assorbono circa i due terzi degli investimenti effettuati nel settore uffici, si rimarcano soprattutto le differenze dell'offerta di una città rispetto all'altra, in particolare per quanto riguarda gli immobili di ultima generazione.

Milano, per questo aspetto, si colloca un gradino sopra rispetto a Roma: gli uffici che si stanno realizzando sono tutti di classe A e in linea coi parametri europei per la costruzione di edifici ad alto risparmio energetico. Si tratta dunque di un'offerta che interessa molto gli investitori privati (ma anche istituzionali) e che nel contempo mette in difficoltà buona parte dello stock esistente, che necessita di essere ripensato per eventuali nuovi usi, anche con destinazione differente (ad esempio le abitazioni a canone convenzionato).

A Roma i fondi immobiliari italiani ed i privati hanno vivacizzato il mercato per tutto l'anno, alla ricerca soprattutto di "immobili trofeo" da poter inserire nei propri portafogli. È purtroppo mancata la presenza degli investitori stranieri che, per quanto riguarda il settore terziario, hanno ancora un atteggiamento di attesa.

## **IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI**

Si aggrava l'incertezza del quadro economico generale nel secondo semestre del 2012 e la situazione dei consumi familiari diventa ancora più critica. Sebbene la spesa per beni di consumo nel terzo trimestre dell'anno abbia segnato un timido più 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente, con un guadagno maggiore negli alimentari (più 0,4 per cento), la caduta complessiva nei primi nove mesi dell'anno è stata del 2,8 per cento, in confronto al 2011.

Un leggero segnale positivo è stato registrato nel comparto della grande distribuzione per il settore alimentare (più 1,3 per cento), mentre è stato negativo per il non alimentare (meno 1,4 per cento). Nell'ambito della piccola distribuzione tutte le variazioni sono state negative (meno 2,4 per cento negli alimentari, meno 2,9 per cento nei non alimentari).

In relazione alle tipologie della grande distribuzione, le vendite sono diminuite negli ipermercati (meno 0,6 per cento), mentre sono aumentate nei supermercati (più 0,9 per cento) e nei discount (più 1,7 per cento).

I comportamenti delle famiglie in relazione ai consumi si sono modificati rispetto a qualche anno fa. Ridotto l'uso dei mezzi di trasporto propri al fine di contenere i costi del carburante, mentre è aumentato il ricorso al noleggio. Si sono creati gruppi di acquisto per accedere a beni e servizi a basso costo. È cresciuto esponenzialmente l'utilizzo dell'e-commerce e dei social network. Inoltre, è aumentata la sensibilità e l'attenzione nei confronti dell'impatto ambientale dei prodotti. Fattori che via via si sono

accentuati e, con l'aggravarsi dello scenario economico, hanno contratto ulteriormente i consumi, sia nella piccola che nella grande distribuzione.

Tuttavia, i centri commerciali hanno resistito meglio, grazie alle continue politiche di sconti applicati a molti prodotti, ai sistemi di fidelizzazione, ad attività ricreative e di attrazione per le famiglie. Soprattutto le strutture di nuova realizzazione, o di recente riammodernamento, con ampi bacini d'utenza, hanno avuto migliori performance. Mentre quelle più datate, obsolete o lontane dai centri abitati hanno risentito maggiormente del crollo delle vendite. Fanno eccezione gli outlet, che mediamente hanno registrato un incremento del fatturato grazie alla presenza soprattutto di acquirenti esteri (russi e cinesi in primis).

L'attività di sviluppo di nuove iniziative è decisamente rallentata e soltanto due importanti aperture (in provincia di Roma e nel Salento) sono registrate in questo secondo semestre. L'espansione dei principali retailer internazionali continua a livello globale e l'Italia resta una delle mete preferite per il posizionamento dei marchi più importanti. Le location sono scelte accuratamente laddove la domanda è elevata e l'offerta scarseggia.

Il mercato immobiliare del settore nella seconda parte dell'anno ha rallentato ulteriormente e la domanda di spazi commerciali si è ancora contratta, concentrandosi principalmente sulle vie più importanti delle grandi città e sui centri commerciali più performanti.

L'attrattività del comparto agli occhi degli investitori è apparsa più compromessa rispetto a inizio anno, sia per la scarsa quantità di offerta idonea (pochi immobili adeguati alla destinazione d'uso situati in posizioni centrali delle grandi città), che per l'eventuale aumento del rischio Paese (in relazione all'economia e soprattutto ai possibili cambiamenti fiscali e normativi).

Per quanto riguarda le quotazioni, i prezzi medi di vendita sono diminuiti pressoché ovunque, con sensibili cadute nelle location secondarie e leggero incremento o stabilità nelle posizioni *prime*. Anche i canoni di locazione hanno subito un leggero calo, con conseguente riduzione dei rendimenti, e la tendenza è per il mantenimento del trend al ribasso.

## **IL MERCATO DEGLI IMMOBILI PER LA LOGISTICA**

Rallenta l'andamento del comparto degli immobili ad uso logistico nella seconda parte del 2012, soprattutto nell'ultimo trimestre, anche se il trend annuo resti positivo. La domanda di spazi si mantiene moderatamente vivace, ma le condizioni di mercato sono diventate più difficili.

La richiesta di capannoni ad uso logistico rimane attiva, nonostante il calo della produzione industriale e la contrazione dei consumi, perché alimentata da diversi fattori, quali:

- aumento della richiesta di terziarizzazione dei processi logistici, come leva competitiva per le imprese di produzione
- unificazione della rete di magazzini operata dalle grandi imprese a seguito di

fusioni o acquisizioni

- riorganizzazione della catena di capannoni, diventata il comune denominatore per gran parte delle aziende che hanno perseguito l'obiettivo di ottenere una gestione più fluida del magazzino insieme al contenimento dei costi
- rimpiazzo dei vecchi capannoni con altri più moderni e all'avanguardia
- necessità di stoccare la merce invenduta.

Tuttavia, il perdurare dei risultati negativi della produzione industriale influisce su quelli dell'intero comparto. Nel terzo trimestre la produzione industriale è scesa, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, del 4,8 per cento e la riduzione raggiunge il meno 6,5 per cento se si considerano i primi nove mesi dell'anno. I settori maggiormente colpiti sono, nell'ordine: apparecchiature elettriche e per uso domestico (meno 10,2 per cento), legno, carta e stampa (meno 9,8 per cento), tessile, abbigliamento e accessori (meno 9,7 per cento). In generale, per tutti i settori il segno è negativo.

Le aziende sono caute nel prendere decisioni sui nuovi spazi dove ampliarsi o spostarsi. I tempi medi delle trattative si sono ulteriormente allungati, arrivando fino a otto mesi per la firma del contratto. Lo sviluppo speculativo è scoraggiato dalle incertezze sul mercato, mentre le nuove costruzioni continuano ad essere ostacolate dalle difficili condizioni di accesso al credito. Molte delle principali transazioni avvenute recentemente sono caratterizzate dalla realizzazione del capannone solo se l'inquilino/conducente è già stato individuato e tramite investimento diretto.

Il capannone più richiesto ha una superficie tra i 5mila e i 15mila metri quadrati se si tratta di immobili esistenti, oppure superiore ai 25mila mq se si cerca una nuova struttura. Si registra una diminuzione degli spazi di classe A, dovuta principalmente all'impossibilità di ulteriori sviluppi, causa mancanza di finanziamenti. Quindi, diminuisce il vacancy rate degli immobili di qualità, ma aumenta quello complessivo (16,2 per cento).

Scende l'attrattività del comparto agli occhi degli investitori, sia per la contrazione degli spazi con qualità elevata, che per le incertezze sul quadro economico generale.

Le quotazioni nel secondo semestre del 2012 sono diminuite in media del 4,5 per cento, con oscillazioni maggiori per i capannoni collocati nei comuni più lontani dai capoluoghi. La contrazione dei canoni di locazione è stata ancora più forte, meno 5,3 per cento, con conseguente diminuzione dei rendimenti.

## IL FATTURATO IMMOBILIARE ITALIANO

(dati in mln di euro)

SETTORE	2011	2012*	Var%
Residenziale	92.600	85.000	-8,2
Turistico	1.700	1.400	-17,6
Terziario/uffici	7.000	6.500	-7,1
Industriale	3.600	3.100	-13,9
Commerciale	8.000	7.500	-6,2
<b>Fatturato complessivo</b>	<b>112.900</b>	<b>103.500</b>	<b>-8,3</b>

\*Stima a fine anno

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

### **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 31 dicembre 2012*
- *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° luglio e il 31 dicembre 2012*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare*
- *SAL (stato avanzamento lavori) al 31/12/2012*

I soggetti responsabili dei diversi processi di valutazione sono: Giuseppe Montagna, Maurizio Sinigaglia, 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 ai seguenti immobili: Mugnano di Napoli, Vergiate, Camerano, Vado Ligure, Torino e Milano (viale Sarca - Gate).

Le visite sono state effettuate tra il 26 novembre e il 4 dicembre 2012 a cura di Massimo Tiano, Marcello Bruni, Francesco Mantica e Andrea Masseroni.

## 8. Conclusioni

Alla data del 31 dicembre 2012, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene che il più probabile valore corrente di mercato degli *asset* presenti nel Fondo Immobiliare “Olinda Fondo Shops” sia il seguente:

<i>N°</i>	<i>Città</i>	<i>Indirizzo</i>	<i>Valore al 31 dicembre 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	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	BERGAMO	Via Carducci, 10	
11	VERGIATE	Via Sempione, 72	
12	BAGNARIA ARSA	Via Mattei, 13	
13	PORDENONE	Via Segaluzza, 32	
14	CAMERANO	Località Aspio Terme, Via Farfisa, Snc	
15	CAMPOGALLIANO	Via del Passatore, 30	
16	TORTONA	Strada Comunale Cabannoni	
17	VEGGIANO	Via Lissaro, 2-4-6	
18	PIOLTELLO	Via S. Francesco 33	
19	NICHELINO	Via XXV aprile 206	
20	BUROLO	Via S.S. Lago di Viverone 36	
21	VADO LIGURE	Via G. Ferraris 137	
22	TORINO	Via A. Di Francesco 13	
23	REGGIO EMILIA	Via Danubio 8	
24	NOVARA	Corso Vercelli 91	
25	MILANO	Viale Sarca 232	
26	MONCALIERI	Via Postiglione	
27	MILANO	Gate	
<b>Totale</b>			<b>482.290.000</b>

  
Maurizio Sinigaglia  
(Consigliere delegato)