

**SCENARI IMMOBILIARI®**

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA  
PATRIMONIO IMMOBILIARE  
“OLINDA FONDO SHOPS”  
ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2011**

*Luglio 2011*

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.</i>	<i>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>8</i>
<i>4. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>		<i>10</i>
<i>5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate</i>		<i>13</i>
<i>6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>		<i>14</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>		<i>15</i>
<i>8. Conclusioni</i>		<i>16</i>

### ***ALLEGATI***

Milano, 5 luglio 2011

SPETTABILE

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

Via Piero e Alberto Pirelli, 25

20126 Milano

**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 2011 dei seguenti 31 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 Po; Via Tirso; Via Simeto
4	ROMA	Via Tripolitania, 180-184/188; Via Scirè
5	ROMA	Viale Trastevere; Via Pascarella,
6	ROMA	Via Del Serafico,
7	MILANO	Gall. C.so Buenos Aires, 4-6
8	MILANO	Via Pisani, 13; Via Filzi, 8
9	MILANO	C.so Buenos Aires, 64; Via Spontini, 1
10	MILANO	Via Tertulliano, 41
11	MUGNANO DI NAPOLI	Via Pietro Nenni, 54
12	RIVOLI	C.so Susa, 305-307
13	MERATE	Via Bergamo, 19
14	BERGAMO	Via Carducci, 10
15	VERGIATE	Via Sempione, 72
16	BAGNARIA ARSA	Via Mattei, 13
17	PORDENONE	Via Segaluzza, 32
18	CAMERANO	Località Aspigo Terme, Via Farfisa, Snc
19	CAMPOGALLIANO	Via del Passatore, 30
20	TORTONA	Strada Comunale Cabannoni
21	VEGGIANO	Via Lissaro, 2-4-6
22	PIOLTELLO	Via S. Francesco 33
23	NICHELINO	Via XXV aprile 206
24	BUROLO	Via S.S. Lago di Viverone 36
25	VADO LIGURE	Via G. Ferraris 137
26	TORINO	Via A. Di Francesco 13
27	REGGIO EMILIA	Via Danubio 8
28	NOVARA	Corso Vercelli 91
29	MILANO	Viale Sarca 232
30	MONCALIERI	Via Postiglione
31	MILANO	AREA Viale Sarca 336

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

### **LO SCENARIO INTERNAZIONALE**

La ripresa mondiale è ancora lenta e complessa, ostacolata dalla debolezza della maggior parte delle economie dei Paesi sviluppati. Le misure studiate dai governi nella prima fase della crisi hanno contribuito alla stabilizzazione dei mercati finanziari, ma alcune economie presentano importanti problemi strutturali, quali il deterioramento del mercato immobiliare, la debolezza del sistema bancario, la crescente disoccupazione, il calo della domanda di beni di consumo, il forte debito pubblico.

Alla debolezza economica dei Paesi sviluppati si contrappone la crescita di molte nazioni emergenti, soprattutto Cina, India ed altri Paesi asiatici, ma anche Russia ed alcune nazioni dell'America Latina, caratterizzate da una rapida crescita economica e da ottime prospettive di sviluppo del settore immobiliare. Questi Paesi cominciano ad attirare una quota consistente degli investimenti complessivi e modificano gradualmente la geografia economica ed immobiliare mondiale.

Nel 2011 il Pil dovrebbe aumentare di circa l'1,7 per cento nell'Unione europea e del 2,3 per cento nell'area dell'euro, mentre l'inflazione dovrebbe sfiorare il tre per cento nell'Unione europea e il 2,1 per cento nell'area dell'euro.

In Europa le conseguenze della crisi economica globale continuano a farsi sentire in numerosi ambiti, con perdite in termini di attività economica, un notevole aumento della disoccupazione, un calo della produttività ed un grave indebolimento delle finanze pubbliche. Secondo le previsioni, alla fine del 2012 undici Stati membri dovrebbero trovarsi ancora a livelli di produzione inferiori a quelli pre-crisi. La ripresa dei consumi privati e degli investimenti è ostacolata dalle incertezze del mercato del lavoro.

Il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che nel 2010 aveva registrato una lieve crescita dopo un vero e proprio crollo nel corso dell'anno precedente, dovrebbe chiudere il 2011 con un aumento intorno all'1,5 per cento, lievemente superiore rispetto alle previsioni effettuate alla fine dell'anno scorso. Il trend sarà più positivo a livello Eu27, con un aumento previsto intorno al tre per cento.

La crisi economica ha determinato cambiamenti strutturali nella maggior parte dei mercati residenziali, il cui andamento è profondamente diverso a seconda delle aree geografiche e dei segmenti. Per alcuni Paesi, quali Germania, Francia, Svizzera, Paesi nordici, il 2011 si è aperto all'insegna della ripresa. Altri sono ancora in difficoltà, come Irlanda, Spagna, Grecia, Portogallo, e altri ancora stanno vivendo un vero e proprio boom, come la Turchia. Altri, come Italia e Gran Bretagna, sono stabili.

La ripresa è guidata dai prezzi ed è strettamente legata all'andamento dei tassi di interesse. In molti Paesi l'ostacolo principale è costituito dalle difficoltà di accesso al credito. L'attività edilizia ha registrato un brusco arresto durante la crisi e questo comporta gravi squilibri soprattutto nelle località già caratterizzate da carenza di offerta.

L'andamento del settore terziario/uffici è strettamente correlato alla situazione economica. Il mercato europeo mostra una doppia velocità, con crescita vistosa in Germania e nei Paesi del nord Europa, a fronte di una perdurante situazione critica in Grecia, Spagna, Portogallo e Irlanda. Nel complesso l'aumento dei canoni è stato modesto: si calcola una media intorno al cinque per cento in dodici mesi, con un'accentuazione del divario tra immobili di pregio e gli altri. Il volume di transazioni è cresciuto di circa il trenta per cento, grazie soprattutto all'intensa attività registrata nei Paesi dell'Europa orientale. La vacancy rate ha cominciato a diminuire a partire dagli ultimi mesi del 2010, assestandosi lievemente al di sotto del dieci per cento nell'Europa occidentale e intorno al 14 per cento nell'Europa centro-orientale. L'attività edilizia continua ad essere limitata e molti mercati mostrano una notevole carenza di spazi di qualità, mentre si registra un diffuso eccesso di offerta con riferimento agli immobili di classe C.

Anche nel settore commerciale il trend è estremamente diversificato. Alcune società sono fallite, altre hanno ridimensionato la propria attività e altre ancora sono in fase di ripresa. L'offerta è aumentata in molti mercati, anche perché le società sono meno disposte rispetto al passato a pagare cifre elevate per accaparrarsi le localizzazioni migliori in considerazione dei profitti incerti. La domanda è più selettiva e lo spostamento da un mercato dominato all'acquisto ad uno dominato dalla locazione ha comportato una generalizzata pressione sui canoni. Se nel settore uffici c'è una netta distinzione tra spazi primari e secondari, è meno netta nel comparto commerciale. L'inaccessibilità delle localizzazioni di pregio, infatti, ha reso appetibili immobili situati in zone meno pregiate con canoni accessibili. Dunque il mercato secondario ha registrato una performance migliore rispetto a quello primario. Fanno eccezione gli immobili trofeo nelle principali città, che rappresentano un mercato a parte.

Il peggio sembra passato per la maggior parte dei mercati industriali europei. L'attività produttiva e distributiva associata alla logistica sono i principali driver della domanda di spazi industriali. La crescita più significativa è data dalle società operative nei settori di importazione ed esportazione. La domanda sta riprendendo a velocità differenziate. La vacancy rate si è stabilizzata nella maggior parte dei mercati logistici, in considerazione dell'aumento della domanda accompagnato da una scarsa attività edilizia speculativa. Per la seconda parte del 2011 si attendono un maggior equilibrio tra offerta e domanda, una ripresa dell'attività edilizia speculativa solo nei mercati più dinamici, e comunque in presenza di una domanda preesistente, una stabilizzazione dei canoni per gli immobili di seconda mano a fronte di un aumento degli spazi nuovi realizzati su misura.

Il comparto del risparmio gestito continua ad essere in crescita. Il patrimonio detenuto dalle diverse forme di fondi nel mondo è aumentato del 4,3 per cento nel 2010 e dovrebbe crescere di un ulteriore 8 per cento entro la fine del 2011. Il rendimento è estremamente diversificato tra le diverse aree geografiche e le diverse società, ma alcuni Paesi, tra cui l'Italia, hanno mostrato una performance in crescita.

Il patrimonio dei fondi immobiliari a livello europeo ha superato i 310 miliardi di euro, con un aumento dell'8,8 per cento in un anno. Andamento positivo anche per i Reit europei (più 2,5 per cento), che capitalizzano a fine 2010 oltre 113,8 mld di euro. Andamenti positivi per fondi e Reit nella prima metà del 2011.

## LO SCENARIO ITALIANO: UN QUADRO D'INSIEME

Nel corso del 2010 l'economia italiana è cresciuta dell'1,3 per cento, meno della media europea e in linea con il decennio precedente la recessione. Nel primo semestre del 2011 l'andamento del Pil è allineato all'anno precedente. L'espansione dell'attività è stata trainata dalle esportazioni, mentre la ripresa della domanda nazionale è stata modesta. I consumi delle famiglie risentono del calo del reddito disponibile, anche per un aumento del tasso di disoccupazione. La propensione al risparmio è calata, collocandosi tra i livelli più bassi in Europa.

Nel comparto delle costruzioni è continuata la fase recessiva, anche se attenuata rispetto all'anno precedente. Il settore dei fondi immobiliari, pur arrivando a 43,5 miliardi euro di patrimonio a fine 2010 è stato bloccato dai cambiamenti normativi previsti da dl 78, di cui si è in attesa dei regolamenti attuativi.

La debolezza del sistema economico e la rigidità del sistema del credito (alle famiglie e alle imprese) hanno determinato la sostanziale stabilità del mercato immobiliare italiano. Il fatturato complessivo del 2010 si è chiuso sui 111,3 miliardi di euro, con un incremento dell'1,5 per cento sull'anno precedente. Le proiezioni a fine anno, sulla base dell'andamento riscontrato nel primo semestre, indicano un fatturato a 113,7 miliardi di euro. Si tratta di un incremento del 2,2 per cento in un anno, leggermente inferiore rispetto alle attese di fine 2010 a dimostrazione della debolezza del quadro complessivo economico e finanziario, delle imprese e delle famiglie.

Nel settore residenziale c'è stato un lieve incremento delle compravendite, con prezzi calati nella prima parte dell'anno e poi stabilizzati. Le prospettive per il 2011 (confermate nel primo semestre) sono di stabilità complessiva di prezzi e canoni. Il fatturato previsto sale a 93 miliardi di euro con un incremento dell'1,6 per cento.

Il settore turistico è caratterizzato da un leggero miglioramento del mercato degli alberghi e un deciso incremento degli scambi di seconde case, soprattutto nelle zone più pregiate. La previsione è di un incremento del fatturato dell'11,8 per cento a livello nazionale a fine anno.

Dopo una leggera discesa del mercato (soprattutto negli scambi) nel corso del 2010, si sono notati miglioramenti nel comparto terziario nella prima parte del corrente anno. La domanda è più consistente e si orienta verso spazi di classe A o comunque di immobili ben posizionati e di qualità. Per fine anno si stima un fatturato di circa 7,1 miliardi di euro con un più 2,9 per cento.

Il comparto industriale, dopo tre anni di cali consistenti, ha iniziato il 2011 con un aumento degli scambi nel settore della logistica e con quotazioni in discesa ulteriore. Per fine anno si stima un fatturato a 3,7 miliardi di euro, che significa un aumento dell'8,8 per cento.

Continua l'andamento positivo del settore commerciale, dove a fianco di una debolezza della Gdo c'è una ripresa di scambi nel retail, nelle zone migliori. Questo porta il fatturato a fine 2011 a superare gli otto miliardi di euro, con un più 2,6 per cento in un anno.

## IL MERCATO RESIDENZIALE

Il mercato della casa si è stabilizzato verso il basso, intorno alle 600mila compravendite e la prima parte del corrente anno conferma questa tendenza. Il livello medio dei prezzi si è consolidato nel corso del primo semestre dell'anno e non sono previsti incrementi a breve.

La pressione della domanda sul mercato rimane consistente, soprattutto nelle fasce dei lavoratori immigrati e dei giovani che vorrebbero abitare fuori dal nucleo familiare. Il divario tra capacità di spesa delle famiglie più deboli e il prezzo di accesso al bene casa rende assai critica questa progettualità. Il sistema del credito è tornato agli anni novanta con una percentuale di mutuo sul valore del bene non superiore al 50 per cento. Venendo a mancare sul mercato residenziale il segmento di famiglie a reddito medio basso (segmento che ha sostenuto il mercato negli anni di forte crescita) il ridimensionamento è inevitabile.

Nella capitale il mercato della casa è stato più vivace della media nazionale con un fatturato aumentato del 7.9 per cento nel corso del 2010. Nel primo semestre l'andamento degli scambi è stato in aumento, in tutte le zone.

Si riducono i tempi di vendita nelle nuove iniziative periferiche (dopo due anni di forti rallentamenti) e nelle zone centrali aumenta la domanda sia da parte di italiani che di stranieri.

Mercato stabile invece a Milano nei prezzi con lieve calo degli scambi. L'offerta di nuovo è diminuita e si attendono in esecuzione i nuovi progetti, anche legati al tema dell'Expo.

Leggero calo degli scambi anche a Torino, dove sono diminuite anche le quotazioni medie. Si avvertono però i primi segnali positivi dati dall'Alta velocità nelle zone interessate dalle stazioni.

Positivo il mercato della casa a Napoli, con aumento degli scambi in tutte le zone urbane ma con quotazioni stazionarie o in discesa.

## IL MERCATO TERZIARIO

Il mercato degli uffici tra la fine del 2010 e la prima parte del 2011 ha superato la situazione più difficile della crisi. I numeri complessivi indicano un miglioramento negli scambi e pur in un quadro di stabilità, incrementi dei canoni in alcune zone.

La realtà del mercato è molto diversificata. Mentre a Milano e Roma il mercato ha ripreso a crescere negli scambi soprattutto nei distretti centrali e terziari, nelle altre città ci sono pochi movimenti. Nei capoluoghi medi e piccoli invece mercato praticamente fermo, salvo attività della pubblica amministrazione locale o nazionale.

La domanda cerca immobili di classe A, ben posizionati, ma non è disponibile a pagare "premi" rispetto ai valori medi di zona. Questo porta al recupero da classe C a B. Il sostanziale blocco di attività dei fondi immobiliari e degli investitori esteri ha frenato le nuove iniziative e ha tolto liquidità all'intero sistema terziario. I pochi interventi

pubblici non hanno compensato l'assenza dei privati. La situazione dovrebbe migliorare nella seconda parte del 2011.

A Milano si sono scambiati nel 2010 oltre 360mila mq, con un incremento del 13 per cento sull'anno precedente. In aumento i canoni nelle zone centrali con stabilità nelle altre. Nella capitale invece si sono superati i 230mila mq scambiati con un aumento del 14,3 per cento, con un forte sviluppo nelle zone centrali. Aumenti sia dei canoni che dei prezzi, anche se in linea con l'inflazione.

## **IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI**

Il panorama della distribuzione continua ad essere caratterizzato da continue e profonde trasformazioni. Il driver di cambiamento è l'innovazione. Si assiste, da parte dei grandi gruppi, ad una rivalutazione dei format di prossimità, proposti in maniera innovativa, con mix di colori, dotati di un'accurata esposizione, ambientazioni gradevoli e continuo rinnovo dello stock. L'offerta cerca di creare un sistema di relazioni tra consumatore e venditore più vicino a quello tradizionale. Vengono creati così centri commerciali di prossimità, con mix di offerta e tipo di servizio simile a quello di un centro commerciale tradizionale ma con dimensioni contenute e collocato sotto casa.

Il mercato immobiliare commerciale in Italia, in questa prima metà dell'anno, si è mantenuto moderatamente positivo. Le transazioni tendono a concentrarsi soprattutto sulle grandi superfici o sui centri commerciali. Le piccole e medie superfici, invece, hanno una quota minoritaria.

Si avverte un maggiore interesse da parte degli investitori, soprattutto internazionali, che si focalizzano prevalentemente su shopping center performanti. Fanno ben sperare in un andamento positivo del comparto i numerosi progetti in corso di realizzazione (2011-2015): ben 85 iniziative sparse sul territorio nazionale per un totale complessivo di oltre 2,3 milioni di Gla. Di queste, tre sono state già aperte nel corso del primo semestre dell'anno: Retail Park Fiume Veneto (Pn) per complessivi 15mila mq di Gla; Centro commerciale Punta di Ferro (Fc), di 21mila di Gla; infine, Centro Sicilia di Misterbianco (Ct), di 100mila mq di Gla.

Per quanto riguarda la piccola distribuzione, si registra un maggior interesse da parte dei gruppi di franchising, mentre si tende a lasciare le prime location più costose soprattutto da parte delle grandi firme laddove il livello dei canoni ed introiti non sono allineati.

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

Il trend dei servizi logistici si conferma positivo nel corso del primo semestre 2011. La domanda è sostenuta, sul versante della produzione industriale (cresciuta del 2,4 per cento nei primi quattro mesi dell'anno, rispetto allo stesso periodo del 2010) dall'aumento della fabbricazione di macchine e attrezzature (più 14,4 per cento) e di gomma e materie plastiche (più 9 per cento). Meno influente invece la produzione di computer e prodotti elettronici che ha avuto un andamento negativo (meno 6,9 per cento). Sul lato della movimentazione delle merci, il comparto è stimolato dall'aumento



delle esportazioni cresciute del 18,4 per cento nel primo trimestre 2011, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Inoltre, si registra un leggero incremento della terziarizzazione dei servizi logistici da parte delle aziende produttrici anche di piccole dimensioni. Infine, si assiste ad una riorganizzazione della propria rete da parte di alcuni operatori, che di fronte alla necessità di ridurre i costi, diminuiscono lo spazio utilizzato (o in alternativa si collocano in centri più grandi, ma multiclienti) e si spostano verso aree economicamente più vantaggiose.

Il mercato immobiliare della logistica della penisola nei primi sei mesi dell'anno, mantiene l'andamento positivo che ha caratterizzato il 2010, sebbene il clima generale di incertezza induca operatori ed investitori alla cautela.

Il capannone più richiesto è quello con una dimensione media tra 10mila e 20mila mq, preferibilmente realizzato su misura (build to suit), oppure altamente flessibile. L'immobile, quindi, deve possedere quelle caratteristiche (dotazione strutturale ed infrastrutturale) che lo rendano appetibile a più operatori logistici e riduca al massimo il rischio di sfitto. Inoltre, molta attenzione è rivolta al risparmio energetico ed al recupero delle acque piovane. L'offerta qualitativamente elevata è in continua diminuzione, con conseguente diminuzione della vacancy rate.

## FATTURATO MERCATO IMMOBILIARE ITALIA

	2010		2011°	
	Mln di euro	Var. %	Mln di euro	Var. %
Residenziale	91.500	2,2	93.000	1,6
Turistico	1.700	-5,6	1.900	11,8
Terziario	6.900	-2,8	7.100	2,9
Industriale	3.400	-8,1	3.700	8,8
Commerciale	7.800	2,6	8.000	2,6
<b>TOTALE</b>	<b>111.300</b>	<b>1,5</b>	<b>113.700</b>	<b>2,2</b>

° PREVISIONE

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 ai principi contenuti nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, che recita:

#### *2.5 Beni immobili*

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

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

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

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

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

*Il valore corrente degli immobili può essere determinato:*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Metodo della trasformazione

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

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

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

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

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

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale.

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

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

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

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

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

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

- Euribor 6 mesi;
- spread.

### Superfici e processo di ragguaglio

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- *regolamento del fondo*
- *documentazione relativa ai singoli immobili (due diligence)*
- *planimetrie*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 30 giugno 2011.*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *tabella ICI*
- *Elenco lavori e relativi importi effettuati tra il 31/12/2010 e il 30/06/2011*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare*
- *Specifiche tecniche del progetto di sviluppo insistente sull'area edificabile di via Sarca Milano*
- *Importo lavori inserito nel contratto d'appalto siglato tra il fondo e la società appaltatrice*
- *SAL (stato avanzamento lavori) al 30/06/2011*

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



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

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

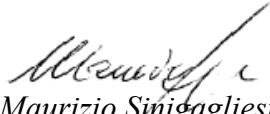
- a) non sono stati effettuati collaudi statici o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- b) i valori di riferimento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

Per quanto riguarda le ispezioni fisiche, si è ritenuto opportuno effettuare i sopralluoghi a tutti gli immobili detenuti dal fondo. Le visite sono state effettuate tra il 15 giugno e il 5 luglio a cura di Massimo Tiano, Marcello Bruni e Massimiliano De Cesaris.

## 8. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2011, 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:

N°	Città	Indirizzo	<i>Valore al 30 giugno 2011 (euro)</i>
1	BOLOGNA	Via Sacco, 2	
2	ROMA	Via Simeto; Via Po	
3	ROMA	Via Po; Via Tirso; Via Simeto	
4	ROMA	Via Tripolitania, 180-184/188; Via Scirè	
5	ROMA	Viale Trastevere; Via Pascarella,	
6	ROMA	Via Del Serafico,	
7	MILANO	Gall. C.so Buenos Aires, 4-6	
8	MILANO	Via Pisani, 13; Via Filzi, 8	
9	MILANO	C.so Buenos Aires, 64; Via Spontini, 1	
10	MILANO	Via Tertulliano, 41	
11	MUGNANO DI NAPOLI	Via Pietro Nenni, 54	
12	RIVOLI	C.so Susa, 305-307	
13	MERATE	Via Bergamo, 19	
14	BERGAMO	Via Carducci, 10	
15	VERGIATE	Via Sempione, 72	
16	BAGNARIA ARSA	Via Mattei, 13	
17	PORDENONE	Via Segaluzza, 32	
18	CAMERANO	Località Aspigo Terme, Via Farfisa, Snc	
19	CAMPOGALLIANO	Via del Passatore, 30	
20	TORTONA	Strada Comunale Cabannoni	
21	VEGGIANO	Via Lissaro, 2-4-6	
22	PIOLTELLO	Via S. Francesco 33	
23	NICHELINO	Via XXV aprile 206	
24	BUROLO	Via S.S. Lago di Viverone 36	
25	VADO LIGURE	Via G. Ferraris 137	
26	TORINO	Via A. Di Francesco 13	
27	REGGIO EMILIA	Via Danubio 8	
28	NOVARA	Corso Vercelli 91	
29	MILANO	Viale Sarca 232	
30	MONCALIERI	Via Postiglione	
31	MILANO	AREA Viale Sarca 336 mq 12.268	
TOTALE			<b>549.110.000</b>

  
 Maurizio Sinigaglia  
 (Consigliere delegato)