

DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO
DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE
DEL FONDO "BNP PORTFOLIO IMMOBILIARE"
ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2009

GENNAIO 2009

INDICE

ARGOMENTO	PAGINA
PREMESSA	1
DEFINIZIONE DEL VALORE DI MERCATO	2
CRITERI DI VALUTAZIONE	2
Metodo del Discounted Cash Flow	2
Incidenza dei contratti locativi in essere	3
Metodologie operative	3
DUE DILIGENCE	4
ASSUNZIONI DI PROGETTO	4
Indicatori monetari	4
Tempi	5
Tassi utilizzati	5
Contratti di locazione in essere	6
Superfici	7
Generalità	7
CONCLUSIONI	7
LIMITI DELLA PRESENTE RELAZIONE	8
INCERTEZZA DI SCENARIO	9
NOTA FINALE	9

Milano, 20 gennaio 2010

Spettabile
BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy SGR p.A.
 Corso Italia 15/A
 20122 Milano

CONTRATTO N. 4616

**DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE
 DEL FONDO "BNP PORTFOLIO IMMOBILIARE", ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE
 2009**

PREMESSA

In conformità alle Vostre istruzioni, abbiamo preso in considerazione gli immobili rientranti nel perimetro del patrimonio del Fondo "BNP Portfolio Immobiliare" ubicati in:

Città	Indirizzo
VILLANOVA (SV)	Via Martiri 54
ROZZANO (MI)	Milanofiori 50 + pal L e G
ROMA	Via Schiavonetti 325
ROMA	Via Colombo 416
ROMA	Via Bianchini 60
MILANO	Via Bernina 12
GENOVA	Via Fieschi 17
GALLARATE (VA)	Via Lario 37
BOLOGNA	Via Mattei 102
BOLOGNA	Via Larga
AGRATE BRIANZA (MI)	Via Paracelso 2/4/6 - Palazzo Liocorno
BRUXELLES (B)	Rue Charles Lemarie 1 - Parc Seny
HOCHSTADT (D)	Am Aischpark 9
PARIS (F)	49 Rue Vivienne
VELIZY VILLACOUBLAY (F)	47-53 Avenue de L'Europa
PAGNY LE CHATEAU (F)	Interporto di Pagny zone de Technopore
LA LOUVIERE (B)	Interporto di La Louviere loc. Brichare - Magna Park
VALENCIENNES (F)	Interporto di Valenciennes
AGRATE BRIANZA (MI)	Via Colleoni - Palazzo Pegaso

al fine di determinare il loro più probabile valore di mercato, alla data del 31 dicembre 2009.

DEFINIZIONE DEL VALORE DI MERCATO

Per valore di mercato s'intende il miglior prezzo al quale la vendita di un bene immobile potrà ragionevolmente ritenersi come incondizionatamente conclusa, contro corrispettivo in denaro, alla data della valutazione, presupponendo:

- a) che la parte venditrice abbia la reale intenzione di alienare i beni;
- b) che, anteriormente alla data della stima, ci sia stato un ragionevole periodo di tempo (considerando la tipologia del bene e la situazione del mercato) per effettuare un'adeguata commercializzazione, concordare il prezzo e le condizioni di vendita e per portare a termine la vendita;
- c) che il trend di mercato, il livello di valore e le altre condizioni economiche alla data di stipula del preliminare del contratto di compravendita siano identici a quelli esistenti alla data della valutazione;
- d) che eventuali offerte da parte di acquirenti per i quali la proprietà abbia caratteristiche tali da farla considerare come "fuori mercato" non vengano prese in considerazione.

CRITERI DI VALUTAZIONE

In sede di stima ci siamo attenuti a metodologie e principi valutativi di generale accettazione.

Il portafoglio valutato è costituito da interi immobili e da porzioni immobiliari a destinazione direzionale, commerciale e logistica quasi interamente locati ed ubicati, quasi sempre, in città di provincia ma con significative presenze nella città di Roma, Bologna, Milano, Bruxelles e Parigi.

Considerata quindi la tipologia edilizia, la metodologia valutativa da noi ritenuta più appropriata è stata individuata nell'applicazione dei "flussi di cassa scontati" (o Discounted Cash Flow).

Metodo del Discounted Cash Flow

La valutazione attraverso il flusso di cassa è stata effettuata attualizzando i canoni derivanti dalle locazioni; al termine dei relativi contratti o tempi di locazione contrattuali, si è previsto di intervenire con opere di ristrutturazione per adeguare l'immobile o rinnovarlo, al fine di poterlo ottimizzare e locare, successivamente, a valori di mercato congrui; il reddito così ottimizzato e normalizzato è stato capitalizzato.

Sia i costi di riconversione che il valore finale capitalizzato sono stati attualizzati a tassi (diversi per ogni singolo asset) che considerano i rischi derivanti dalla specifica casistica esaminata.

Il risultato di tale operazione porta a stabilire il valore attuale di ogni singolo immobile quale facente parte di un portafoglio immobiliare a reddito.

Gli elementi considerati sono:

- reddito lordo annuo derivante dai contratti di locazione;
- indicizzazione canoni attuali;
- tempi di occupazione degli spazi previsti dal contratto di locazione (piano di utilizzo);
- Costi di gestione degli immobili locati (ICI, amministrazione, assicurazione, ecc);
- investimenti necessari alla eventuale ristrutturazione;
- tempi di ristrutturazione e di messa a reddito, considerando altresì le situazioni urbanistiche attuali ed i relativi vincoli;
- previsione di rivalutazione dei valori immobiliari (Capital gain);
- canoni di locazione di mercato per inquilini diversi dagli attuali;
- tassi di attualizzazione e capitalizzazione per ciascun immobile in funzione anche dell'ubicazione, delle destinazioni funzionali e delle tipologie in esame.

Con tutti i sopracitati elementi si è sviluppato il flusso di cassa per ciascun immobile per determinare il "Valore di Mercato".

Incidenza dei contratti locativi in essere

Ai fini della presente valutazione abbiamo recepito le indicazioni contenute nei contratti locativi sia per quanto attiene ai canoni che per la loro indicizzazione nel tempo, sia infine la durata dei contratti stessi.

Metodologie operative

Al fine di accertare il valore, CB Richard Ellis Professional Services ha effettuato ispezioni a ciascun immobile per rilevare, oltre alle informazioni ricevute (consistenza, destinazioni d'uso), la situazione immobiliare alla data attuale (qualità, condizioni, caratteristiche, ecc.).

Contestualmente si è provveduto a rilevare informazioni sul mercato locale per poter determinare i dati rilevanti (canone locativo e prezzi correnti, livelli di domanda e offerta, attese degli operatori), necessari per lo sviluppo delle considerazioni di stima.

Tali dati sono stati riferiti alle diverse destinazioni funzionali dell'immobile, sia attuali, per determinare il canone congruo, sia future, per redigere la massima valorizzazione dell'asset, sulla base del massimo e migliore utilizzo.

Il massimo e migliore utilizzo è definito come la condizione che, tra tutti gli usi ragionevoli, probabili e legali, fisicamente possibili e finanziariamente fattibili, è in grado di conferire il massimo valore alla proprietà.

I dati riscontrati sul mercato immobiliare locale sono stati opportunamente calibrati onde adattarli alle specifiche caratteristiche delle proprietà in oggetto, ed utilizzati per poter focalizzare, per ognuna, la desiderabilità ed appetibilità sul mercato medesimo.

Nei casi in cui abbiamo riscontrato carenze nello stato di conservazione degli immobili, abbiamo provveduto ad effettuare opportuni abbattimenti in linea con gli usi e consuetudini del mercato.

DUE DILIGENCE

Per completare la valutazione degli assets si è eseguito un controllo della "Due Diligence" degli immobili effettuata a suo tempo da REAG; l'indagine si è svolta presso l'apposita "Data Room" attrezzata nella sede di Milano al fine di verificare la presenza di eventuali vincoli contenuti in:

- atti di acquisto;
- atti concessori e licenze edilizie;
- convenzioni urbanistiche;
- atti d'obbligo unilaterali;
- contratti con pubbliche amministrazioni;
- conformità di destinazione urbanistica;
- certificati di agibilità;

e soprattutto vincoli, servitù, pesi o gravami che possano limitare il libero uso degli assets, e conseguentemente deprimere il valore.

La verifica ha permesso di riscontrare la sostanziale conformità sia per quanto attiene l'origine dei singoli immobili, sia per l'iter amministrativo/concessorio nei confronti delle Pubbliche Amministrazioni, che infine per la situazione urbanistica attuale dei singoli immobili.

ASSUNZIONI DI PROGETTO

Indicatori monetari

Gli indicatori monetari utilizzati (prezzi, costi, canoni) derivano dalle indagini di mercato effettuate sia direttamente in loco, sia con il supporto della nostra banca dati che di pubblicazioni del settore, e sono riferibili alla data della presente valutazione.

Si tenga conto che le considerazioni sopra riportate sviluppano ipotesi di flussi (costi-ricavi) computati a **valori correnti**.

Tempi

Nello sviluppo delle considerazioni valutative, oltre al periodo di reddito garantito dai contratti di locazione in essere, si sono considerati i tempi di ristrutturazione e rimessa a reddito e alienazione, ipotizzando l'intervento di soggetti operatori, finalizzato alla ricerca della massima valorizzazione degli immobili.

Ne discende, conseguentemente, che ogni immobile valorizzato presenta un diverso periodo di messa a regime, così come diversa può essere la destinazione d'uso da perseguire.

Tassi utilizzati

Anche per quanto attiene i tassi, nello sviluppo dello studio valutativo vale il discorso impostato per i tempi operativi: ogni immobile presenta una sua valenza analizzata singolarmente. I tassi presi a base della valutazione sono i seguenti:

- tasso di attualizzazione del canone percepito;
- tasso di attualizzazione della rimessa a reddito/operazione di alienazione;
- tasso di capitalizzazione del reddito netto finale dopo la messa a regime.

Ognuno di questi tassi esprime, ricomprendendole, le quote parte di spread, illiquidità e rischio settore, considerando una struttura finanziaria composta in parte da mezzi propri (equity) ed in parte da mezzi di terzi (debt).

Per i mezzi propri (equity) si considera un tasso ottenuto sommando al tasso per attività prive di rischio (Risk free) un delta per tener conto dell'illiquidità dell'investimento ed un ulteriore delta per tener conto dello specifico rischio dell'investimento (rischio settore).

Il "Risk free" può essere definito come il tasso privo di rischio, assunto normalmente pari al rendimento dei Titoli di Stato con scadenza omogenea rispetto all'orizzonte temporale dell'investimento.

L'illiquidità può essere definita come la difficoltà di convertire in tempi brevi il valore di un investimento immobiliare in denaro, rischio legato ai tempi di transazione; questo rischio dipende dalle caratteristiche dell'immobile in oggetto. Il rischio settore è un rischio strettamente legato alle caratteristiche specifiche dell'investimento immobiliare; maggiore è la possibilità che un risultato atteso non venga conseguito, maggiore è il rischio di quell'investimento. E' un tipo di rischio che dipende dalle caratteristiche del mercato immobiliare di riferimento e dalla competitività dell'oggetto nel mercato stesso. La composizione questi due fattori determina lo spread sull'equity.

Per remunerazione del capitale di terzi (debt) si intende invece il tasso ottenibile sul mercato finanziario per contrarre finanziamenti finalizzati alla tipologia di

investimento considerato: è assunto pari ad un rendimento base, senza rischio sul medio/lungo periodo più uno spread a remunerazione del rischio connesso.

Quale tasso base si assume l'Indice Rendistato, che indica il rendimento annuo lordo di un paniere di titoli di stato, ossia il rendimento di un campione di titoli pubblici a tasso fisso. Il rendistato, calcolato mensilmente dalla Banca d'Italia, è usato come indice di riferimento per numerosi calcoli attuariali. Il rendistato è di frequente utilizzato dagli operatori di mercato come parametro di riferimento nei prestiti a indicizzazione finanziaria.

Lo Spread è il delta aggiuntivo che le banche sommano all'indice sopra definito per determinare il tasso a cui concedono dei prestiti; dipende dalle garanzie che l'investitore può garantire e dal rischio specifico dell'investimento.

Il ritorno sui "mezzi propri" (equity) si determina sommando al tasso dei titoli di stato a lungo termine lo spread sull'equity (illiquidità + rischio settore). Per quanto riguarda i "mezzi di terzi" (debt) si somma all'indice rendistato lo spread. Considerando a questo punto la composizione percentuale della struttura finanziaria si ottiene il tasso.

Questo ragionamento viene utilizzato per determinare sia il tasso di attualizzazione canoni sia il tasso di attualizzazione della rimessa a reddito.

Viceversa il tasso di capitalizzazione rappresenta il fattore "sintetico", che permette di convertire una indicazione di reddito atteso in una indicazione di valore attuale. E' un tasso che viene dedotto dal mercato in quanto rappresenta il rapporto tra canone netto e prezzo nelle transazioni immobiliari.

Nella valutazione al 31 Dicembre 2009 i dati fondamentali considerati sono stati i seguenti:

- Mezzi propri (equity): 50% del capitale investito
- Titoli di Stato a lungo periodo: 3,30%
- Indice Rendistato: 3,30%
- Inflazione programmata: 2,10%

Contratti di locazione in essere

Nella presente valutazione abbiamo recepito le informazioni forniteci dal Cliente in merito ai dati economici dei contratti in essere.

Superfici

La presente valutazione è basata sulle indicazioni e documenti ricevuti dalla proprietà.

Non abbiamo proceduto alla misurazione diretta degli immobili al fine di verificare la congruità degli elaborati grafici utilizzati per la determinazione delle consistenze immobiliari.

Generalità

E' prassi in Italia effettuare valutazioni di cespiti immobiliari al lordo dei costi di cessione.

Ne consegue che non abbiamo dedotto alcun costo che potrebbe emergere in fase di cessione, quali imposte, costi legali e di agenzia, ecc.

Non abbiamo effettuato alcun accantonamento o deduzione a fronte di imposte e tasse dirette od indirette, ad eccezione dell'applicazione del disposto della Legge n. 248/06 del 4 agosto 2006, che prevede l'introduzione di un'imposta di Registro pari al 1% del canone che grava al 50% sul locatario ed al 50% sul conduttore.

Ogni immobile è stato valutato individualmente e non come facente parte di un portafoglio immobiliare.

In Italia non è infrequente, in quanto spesso fiscalmente vantaggioso, che trasferimenti d'immobili avvengano tramite cessione del capitale di Società immobiliari. Le nostre valutazioni non tengono conto di tale possibilità, ove questa esista.

E' spesso riscontrato nella pratica che si verificano pagamenti differiti nel tempo, con evidenti effetti sull'effettivo prezzo di cessione. La valutazione dà per assunto il pagamento completo per contanti o equivalente alla data della valutazione.

Pertanto anche nei casi in cui è stato da noi ipotizzato il frazionamento quale migliore metodologia di vendita, non si è tenuto conto dell'effetto finanziario derivante dai pagamenti dei prezzi delle singole unità.

CONCLUSIONI

Sulla base dei criteri e metodologie soprascritte, si esplicita di seguito il Valore di Mercato, alla data del 31 dicembre 2009, del patrimonio immobiliare (considerato asset by asset) di cui in oggetto, così esprimibile:

Città	Indirizzo	Valore di Mercato al 31/12/2009
VILLANOVA (SV)	Via Martiri 54	16.160.000
ROZZANO (MI)	Milanofiori 50 + pal L e G	20.400.000
ROMA	Via Schiavonetti 325	25.470.000
ROMA	Via Colombo 416	53.950.000
ROMA	Via Bianchini 60	15.200.000
MILANO	Via Bernina 12	16.660.000
GENOVA	Via Fieschi 17	21.850.000
GALLARATE (VA)	Via Lario 37	17.470.000
BOLOGNA	Via Mattei 102	16.970.000
BOLOGNA	Via Larga	67.960.000
AGRATE BRIANZA (MI)	Via Paracelso 2/4/6 - Palazzo Liocorno	20.880.000
BRUXELLES (B)	Rue Charles Lemarie 1 - Parc Seny	25.110.000
HOCHSTADT (D)	Am Aischpark 9	4.510.000
PARIS (F)	49 Rue Vivienne	27.130.000
VELIZY VILLACOUBLAY (F)	47-53 Avenue de L'Europa	24.330.000
PAGNY LE CHATEAU (F)	Interporto di Pagny zone de Technopore	12.410.000
LA LOUVIERE (B)	Interporto di La Louviere loc. Brichare - Magna Park	5.920.000
VALENCIENNES (F)	Interporto di Valenciennes	17.610.000
AGRATE BRIANZA (MI)	Via Colleoni - Palazzo Pegaso	7.580.000
	TOTALE €	417.570.000

LIMITI DELLA PRESENTE RELAZIONE

La presente relazione di stima è stata effettuata secondo le istruzioni ricevute, ciononostante vi sono alcuni limiti inerenti alla relazione stessa che è nostro preciso dovere segnalareVi, come qui di seguito riportato.

Tali aspetti andranno ulteriormente analizzati in quanto non considerati dal presente rapporto:

- a) nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente illustrato.
- b) le indicazioni delle indagini di mercato da noi effettuate sul locale mercato immobiliare sono a nostro parere rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione. Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta propri di alcune delle attività esaminate e tali da modificare, ma non sensibilmente, l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento.

La nostra valutazione è basata sulle indicazioni e sui documenti ricevuti dalla Proprietà; i dati di locazione sono stati forniti dalla Proprietà; le superfici sono state da noi elaborate con verifica a campione della congruità degli elaborati grafici mediante misurazione diretta dei fabbricati.

INCERTEZZA DI SCENARIO

La crisi globale, che ha coinvolto alcune delle maggiori Banche e Istituzioni Finanziarie mondiali, e, in generale, il calo delle attività produttive hanno determinato una significativa contrazione e incertezza nel mercato immobiliare nazionale ed estero.

Tuttavia, nonostante si possano riscontrare negli ultimi mesi segnali di attenuazione della fase negativa, si ritiene che sussistano comunque ampi margini di incertezza, soprattutto per le operazioni immobiliari di sviluppo e per gli immobili caratterizzati da marcata obsolescenza fisica e funzionale.

Pertanto si consiglia di porre particolare attenzione all'evoluzione della situazione generale e di avere cura, soprattutto nel caso ci si appresti a dar corso a transazioni effettive, di disporre di pareri aggiornati.

NOTA FINALE

La presente valutazione è stata prodotta esclusivamente per la Vostra Società.

Può essere utilizzata per scopi aziendali anche per operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni, ecc..

Infine, né tutto né parte del presente rapporto, né alcun riferimento ad esso possono essere pubblicizzati all'esterno, senza la nostra approvazione scritta del contesto e delle modalità relative.

In fede.

CB RICHARD ELLIS
Professional Services S.p.A.

Francesco Abba
(Managing Director)

