



## **Quarto aggiornamento semestrale – Fondo BNP “BNL Portfolio Immobiliare”**

---

**Fondo BNL Portfolio Immobiliare**  
**BNP REIM ITALY Sgr S.p.A.**

### **RELAZIONE INTRODUTTIVA**

30 giugno 2014

---

**PREPARED BY:**  
Colliers Real Estate Services Italia S.r.l.

**PREPARED FOR:**  
BNP Paribas REIM SGR p.A.

## SOMMARIO

<b>1.</b>	<b>EXECUTIVE SUMMARY</b> .....	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
2.1	OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO .....	4
2.2	DEFINIZIONE VALORE DI MERCATO .....	4
2.3	LIMITI E VINCOLI .....	4
2.4	UNITA' DI MISURA .....	5
2.5	DATA DI RIFERIMENTO .....	5
2.6	SOPRALLUOGHI .....	5
<b>3.</b>	<b>IL FONDO</b> .....	<b>5</b>
<b>4.</b>	<b>STATO ATTUALE</b> .....	<b>5</b>
<b>5.</b>	<b>DESCRIZIONE GENERALE DEL PATRIMONIO DEL FONDO</b> .....	<b>6</b>
<b>6.</b>	<b>IL MERCATO IMMOBILIARE</b> .....	<b>7</b>
6.1	SCENARIO MACROECONOMICO .....	7
6.2	L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO .....	8
<b>7.</b>	<b>LA VALUTAZIONE</b> .....	<b>13</b>
7.1	TEORIA E PRASSI DEL SETTORE IMMOBILIARE .....	13
<b>8.</b>	<b>ASSUMPTION</b> .....	<b>15</b>
8.1	IL REPORT DI VALUTAZIONE .....	15
8.2	TASSI .....	15
8.3	FONTI ADOTTATE .....	16
8.4	CONSISTENZE .....	16
8.5	CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI .....	16
8.6	IL CRITERIO SINTETICO COMPARATIVO .....	17
8.7	IL CRITERIO REDDITUALE PER CAPITALIZZAZIONE DIRETTA .....	17
8.8	IL CRITERIO DEI FLUSSI DI CASSA SCONTATI, LA DCFA .....	17
8.9	IL CRITERIO PATRIMONIALE SEMPLICE .....	17
<b>9.</b>	<b>CONCLUSIONI ED ANDAMENTO DEL FONDO RISPETTO ALLA PRECEDENTE SEMESTRALITA'</b> .....	<b>18</b>
<b>10.</b>	<b>NOTA CONCLUSIVA</b> .....	<b>19</b>

## 1. EXECUTIVE SUMMARY

<b>Data di valutazione</b>	30/06/2014
<b>Descrizione della Proprietà</b>	<p>Patrimonio Immobiliare del Fondo BNL Portfolio Immobiliare alla data del 30/06/2014</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fabbricati a reddito, locati o destinati alla locazione</li> <li>- Partecipazioni Azionarie</li> </ul>
<b>Premessa di valutazione</b>	<p>Valore di Mercato</p> <p>“L’ammontare di moneta o mezzo equivalente che un compratore potrebbe ragionevolmente pagare e un venditore ragionevolmente accettare, se la proprietà fosse messa in vendita per un adeguato periodo di tempo e alla condizione che sia il compratore che il venditore abbiano pari conoscenza di ogni fatto pertinente il bene e pari volontà di vendere e acquistare.”</p>
<b>Localizzazione delle Proprietà</b>	Roma, Bologna, Villanuova d’Albenga, Milano, Agrate Brianza, Rozzano, Gallarate, Genova, Pagny.
<b>Valore di Mercato immobili residui</b>	<b>€ 112.410.000,00</b>
<b>Valore di Mercato società estere</b>	<b>€ 906.459,29</b>

## **2. INTRODUZIONE**

### **2.1 OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO**

Oggetto dell'attività valutativa è il Patrimonio Immobiliare del Fondo BNL Portfolio Immobiliare prevalentemente costituito da immobili a destinazione d'uso, terziaria, commerciale ed industriale/logistico e partecipazioni in società anche non quotate, aventi come oggetto l'acquisto la vendita, la locazione con facoltà d'acquisto, possesso e gestione di beni immobili.

Il portafoglio, che comprende immobili localizzati in Italia ed all'estero, alla data odierna è prevalentemente localizzato nel nord Italia, mentre una parte di minor rilevanza è localizzata in Francia.

Obiettivo del seguente incarico è la valutazione periodica dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari che compongono il patrimonio del Fondo che la Committenza può utilizzare nelle elaborazioni delle chiusure contabili semestrali.

### **2.2 DEFINIZIONE VALORE DI MERCATO**

Per "Valore Corrente di un Immobile" o "Valore di Mercato" si intende l'equo ammontare (prezzo) al quale un bene immobile, ad una certa data, potrebbe ragionevolmente essere trasferito da una parte cedente ad una acquirente, nessuna delle due forzate a vendere o comprare, entrambe pienamente a conoscenza di tutti i fattori di rilievo relativi alla proprietà in esame, dei suoi possibili usi, delle sue caratteristiche e delle esistenti condizioni di mercato.

Il prezzo di cessione del bene sarà pertanto determinato in condizioni normali di vendita, che si manifestano allorquando:

- la parte venditrice ha la reale intenzione di cedere il bene e non sia soggetta a circostanze di natura economico/finanziaria tali da condizionare la libera volontà di vendere;
- ci sia un ragionevole periodo di tempo, considerando il tipo di immobile e la situazione del mercato, per effettuare la commercializzazione del bene, condurre adeguate trattative di vendita e definire le relative condizioni contrattuali;
- i termini dell'operazione di cessione riflettano le reali condizioni del mercato immobiliare della zona ove è ubicato l'immobile;
- le offerte di acquisto rispettino le reali condizioni di mercato e non si tenga conto di quelle non allineate per l'apprezzabilità soggettiva dell'acquirente, il quale agisca secondo logiche tali da essere economicamente ininfluenti per il mercato.

### **2.3 LIMITI E VINCOLI**

Si ritiene necessario portare all'attenzione alcune fondamentali assunzioni alle quali abbiamo fatto riferimento nella redazione del presente elaborato:

- Fonti delle informazioni: il presente documento è stato redatto sulla base di informazioni fornite dalla Committenza. Qualora queste informazioni si rivelassero non corrette o parziali, la valutazione dell'immobile potrebbe subire variazioni e pertanto ci riserviamo la possibilità, se del caso, di rivederne le conclusioni;
- Consistenze: sono state desunte dalla documentazione fornita dalla Committenza, non sono state eseguite verifiche in fase di sopralluogo;
- Titoli di proprietà: la valutazione è basata sulle informazioni fornite dalla Committenza. Se non specificato il contrario, si è assunto che vi siano regolari titoli di proprietà e che non vi siano diritti di

terzi, obbligazioni, vincoli e/o pesi e/o liti in corso che possano o potranno incidere sul godimento del bene;

- Verifiche normative: fermo quanto assunto dalle informazioni fornite dalla Committenza, non sono state condotte analisi di impatto ambientale e si è assunto che gli immobili versino in condizioni non anormali, che non siano presenti resti archeologici, né materiali pericolosi o deleteri che potrebbero avere un effetto negativo sull'occupazione del sito, sulla eventuale promozione immobiliare o sui valori attuali o futuri dell'immobile;
- Spese: non si è tenuto conto di eventuali spese di vendita/acquisizione, cioè costi legali, fiscali e di agenzia. Gli immobili sono stati considerati nel loro stato attuale e non gravati da ipoteche e liberi da vincoli e legami di qualunque tipo, salvo quanto specificato nel seguito del documento;
- Tasse, imposte ed altri costi di cessione: i valori espressi nel presente documento non sono stati epurati da oneri ed imposte, così come da eventuali costi legali, di agenzia, ecc.

#### **2.4 UNITA' DI MISURA**

Nel presente documento le superfici sono indicate in metri quadrati (mq) ed i valori in Euro (€).

#### **2.5 DATA DI RIFERIMENTO**

Il presente lavoro intende riferirsi alla data del 30 giugno 2014. Ogni indicazione che emergerà nel lavoro, se non diversamente indicata, sarà quindi da riferirsi a tale data.

#### **2.6 SOPRALLUOGHI**

La nostra società ha effettuato i sopralluoghi presso i siti nel periodo tra settembre e dicembre 2013. I prossimi sopralluoghi sono previsti entro dicembre 2014.

### **3. IL FONDO**

La Società BNP REIM Italy Società di Gestione del Risparmio p.A., ha istituito un fondo comune di investimento immobiliare quotato in data 19 maggio 2001, denominato "BNL Portfolio Immobiliare - fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso", con deliberazione del Consiglio di Amministrazione in data 30 luglio 1999.

Il Patrimonio del Fondo è stato costituito mediante sottoscrizione di quote del valore nominale di 2.500,00 €.

La durata del Fondo è stata stabilita in anni 10 prorogato di tre ulteriori annualità, con scadenza al 31 dicembre 2013, la proroga è effettivamente entrata in vigore pertanto la nuova scadenza è fissata al 31 dicembre 2016.

### **4. STATO ATTUALE**

In base al regolamento, la dismissione del Patrimonio immobiliare del Fondo si sarebbe dovuta completare entro il 31 dicembre 2013, ai sensi dell'art. 14, comma 2.1, del regolamento di gestione del fondo approvato. Esiste la possibilità di ottenere un periodo di proroga pari ad un massimo di anni 3, previa delibera del Consiglio d'Amministrazione. Tale delibera è stata emanata il 19 luglio 2013 come di seguito riportato: *"il Consiglio di Amministrazione del 19 luglio u.s. ha deliberato il Periodo di Grazia, previsto dall'art. 2 dei Regolamenti dei Fondi, della durata di 3 (tre) anni, con scadenza al 31 dicembre 2016, al solo scopo di completare lo smobilizzo degli investimenti in portafoglio del Fondo "BNL Portfolio Immobiliare".*

## 5. DESCRIZIONE GENERALE DEL PATRIMONIO DEL FONDO

Il patrimonio immobiliare del Fondo è suddiviso in:

- Fabbricati a reddito, locati o destinati alla locazione
- Partecipazioni azionarie

Immobili a reddito: qui di seguito l'elenco degli immobili a reddito detenuti dal Fondo al 31/12/2013:

IMMOBILI A REDDITO		
UBICAZIONE	LOCALITA'	DESTINAZIONE
Roma	Via Mario Bianchini, 60	Uffici
Bologna	Via Mattei, 102	Uffici
Genova	Via Fieschi, 17	Posti auto
Villanova d'Albenga	Via Martiri, 54	Logistico
Agrate Brianza	Centro direzionale Colleoni palazzo Liocorno e Pegaso	Uffici
Gallarate	Via Lario, 37	Centro Commerciale
Milano	Via Bernina, 12	Uffici
Rozzano	Centro direzionale Milanofiori palazzo L e G	Uffici

IMMOBILI ESTERI		
UBICAZIONE	LOCALITA'	DESTINAZIONE
Pagny le Chateau	Zone du Technoport	Logistico

E' stata confermato dalla Proprietà il mantenimento in patrimonio del 100% delle quote di partecipazione nella SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg SARL (100%), mentre non sono state confermate le quote delle società 49 RUE VIVIENNE SAS e CONSORTIUM VELIZY BUREAUX SAS.

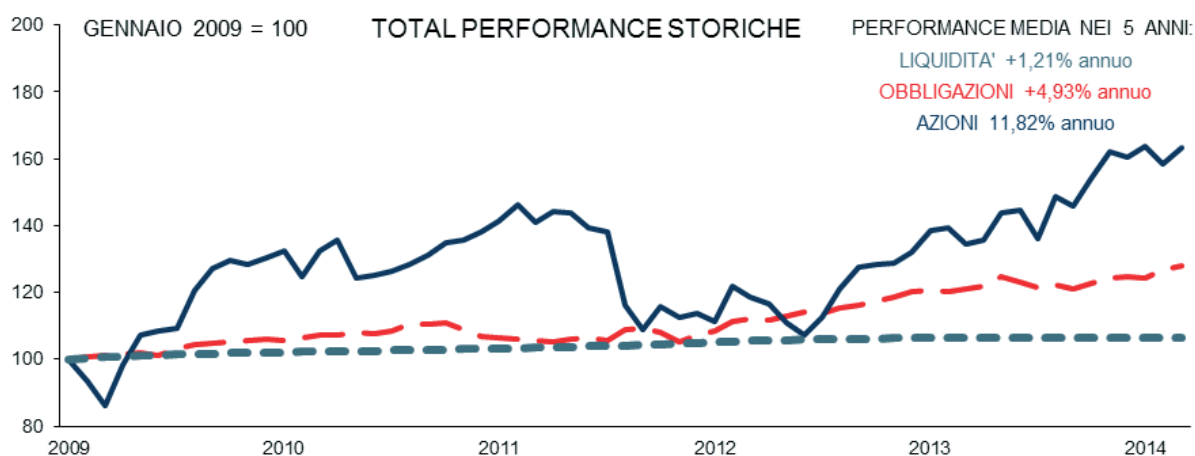
PARTECIPAZIONI	
UBICAZIONE	SOCIETA'
<b>Francia</b>	<b>PAGNY BOURGOGNE SAS</b>
<b>Luxemburg</b>	<b>SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg S.à.r.l.</b>

## 6. IL MERCATO IMMOBILIARE

### 6.1 SCENARIO MACROECONOMICO

Anche nel corso del 2014 continuerà la fase di moderata espansione globale. Il miglioramento dell'Eurozona, uscita dalla recessione nel secondo semestre 2013, e l'accelerazione della crescita negli Stati Uniti compenseranno l'andamento meno brillante di alcuni Paesi Emergenti, come Brasile, Cina e Russia. Nelle economie più mature (Stati Uniti ed Europa), il rischio inflazionistico è limitato dalla persistenza di un eccesso di capacità produttiva e da un mercato del lavoro ancora debole. La dinamica dei prezzi rimarrà modesta quasi ovunque, anche se i minimi sono stati ormai raggiunti. Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno anche nel 2014 condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero. In Giappone lo stimolo quantitativo potrebbe essere incrementato. La Fed cesserà gli acquisti di titoli entro la fine del 2014, ma senza toccare i tassi ufficiali. In Europa, la BCE ha sostanzialmente esaurito gli spazi di riduzione dei tassi, anche se un ultimo ritocco, così come l'adozione di altre misure di stimolo, non può essere del tutto escluso.

Il livello dei tassi Euribor è leggermente aumentato ma è destinato a rimanere contenuto nel 2014, complice una politica monetaria ancora molto accomodante da parte della BCE. I tassi Eurirs sono invece attesi in moderata salita per effetto di un miglioramento delle condizioni economiche e di una certa correlazione con i tassi di mercato americani, previsti in aumento.



*Nota: Base Numero Indice gennaio 2008=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a gennaio 2009. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da marzo 2009 a marzo 2014. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters Datastream.*

La politica monetaria fortemente espansiva della Banca Centrale Europea mantiene contenuta la redditività del comparto monetario. Anche il rendimento dei BOT è a livelli molto bassi, essendosi ridotto il differenziale rispetto ai Paesi core dell'Eurozona (come la Germania).

Per effetto della riduzione dei tassi da parte della BCE, i tassi Euribor sono rimasti su livelli compressi (0,1%-0,5%) su tutte le principali scadenze. I tassi BCE resteranno stabili o in ulteriore discesa, mentre non può essere escluso un ulteriore intervento straordinario. Si mantengono storicamente bassi anche i livelli dei tassi Eurirs. Il 2013 si è chiuso all'insegna di una ri-accelerazione trainata dai Paesi avanzati, mentre i Paesi emergenti sono frenati da problemi di surriscaldamento ciclico e instabilità finanziaria e politica. Nonostante le forti iniezioni di liquidità effettuate dalle

Banche centrali negli ultimi anni, le pressioni inflazionistiche appaiono o in regresso o irrilevanti. Per il 2014 vi sono aspettative di un altro anno di crescita moderata, sebbene più robusta rispetto al 2013, con minori divergenze fra Paesi e aree. La modesta ripresa economica iniziata nel secondo trimestre del 2013 si sta diffondendo anche ai Paesi colpiti dalla crisi del debito, inclusa l'Italia, in un contesto di rapido miglioramento delle condizioni finanziarie dopo tre anni di grande turbolenza. Nel 2014 il PIL salirà dell'1,1%. La ripresa per ora è trainata dall'export, ma comincia a muoversi anche la domanda interna, che nei prossimi trimestri inizierà a sostenere anch'essa la ripresa. L'inflazione rimarrà bassa (1,1% quest'anno e 1,4% il prossimo), sia per fattori esogeni (cambio forte, andamento dimesso delle quotazioni delle materie prime), sia per la debolezza della domanda. La politica monetaria si manterrà molto accomodante per lungo tempo; nuovi tagli dei tassi appaiono possibili, anche se lo spazio di manovra è ormai limitato a pochi punti base. La BCE ha già esteso la piena allocazione (cioè le aste di rifinanziamento ad ammontare illimitato) fino a metà 2015 e potrebbe adottare altre misure straordinarie, qualora si profilassero rischi di ricaduta recessiva.

Il rischio di deflazione sta alimentando l'ipotesi di una politica monetaria ancor più accomodante da parte della Banca Centrale Europea, tenendo i tassi Euribor su livelli ancora molto contenuti, seppur in leggera salita all'inizio del 2014. Il miglioramento delle condizioni economiche è tuttavia destinato a riflettersi leggermente al rialzo sui tassi Eurirs su tutte le principali scadenze ma l'entità sarà limitata dalla prosecuzione della politica monetaria ultra-espansiva da parte della BCE. La diversa fase ciclica degli Stati Uniti e la conseguente riduzione dello stimolo monetario da parte della Fed è alla base dell'atteso rafforzamento del dollaro, mentre lo yen appare destinato a un ulteriore indebolimento. Le quotazioni delle materie prime saranno influenzate dalla forza della crescita economica e dalle politiche monetarie, ma anche da condizioni specifiche dei singoli comparti, con i metalli industriali destinati a essere gli unici a registrare probabilmente un recupero dei prezzi.

Seppur in leggera salita dall'inizio dell'anno, nel corso del 2014 i tassi Euribor resteranno su livelli contenuti per effetto di una politica monetaria ancora molto accomodante da parte della BCE. Modesti aumenti potranno registrarsi per effetto di prospettive di graduale normalizzazione delle condizioni monetarie dal 2015. I tassi Eurirs, secondo le nostre previsioni, registreranno un moderato aumento in conseguenza della correlazione con i tassi d'interesse statunitensi e grazie al miglioramento delle condizioni economiche. Sulle scadenze brevi (2-5), i tassi Eurirs dovrebbero registrare aumenti di 0,1-0,2% entro settembre 2014, per poi risalire di altri 0,4% circa entro dicembre, per effetto di un aumento dei tassi cosiddetti "privi di rischio". Un incremento più contenuto nel corso del 2014 si dovrebbe registrare sulle scadenze decennale e trentennale (+0,1-0,2% circa entro settembre 2014), per effetto di aspettative d'inflazione sotto controllo e del tipico movimento dei tassi sulle diverse scadenze in fasi di aumento.

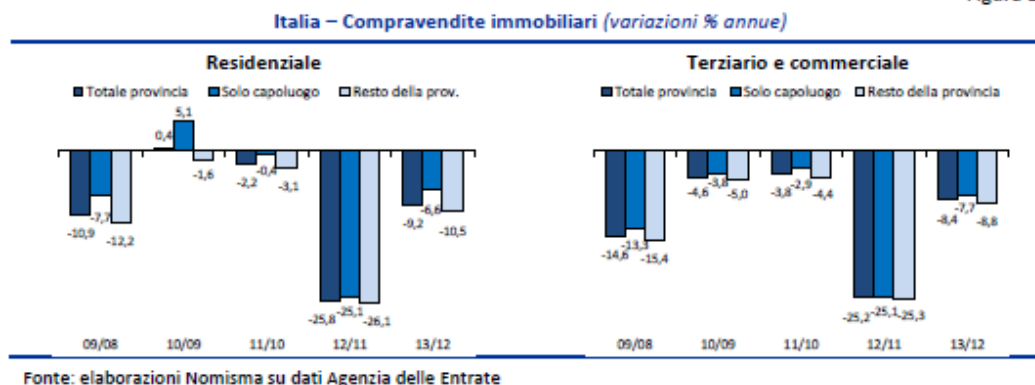
## **6.2 L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO**

Secondo il timido ottimismo che si era diffuso sul finire del 2013, con riferimento alle prospettive del settore immobiliare, ha trovato solo parziale conferma nelle effettive dinamiche registrate. Al notevole incremento degli investimenti corporate si è associata la perdurante debolezza del mercato al dettaglio.

L'attesa interruzione della flessione delle transazioni di unità immobiliari, sia residenziali che di impresa, non ha, infatti, avuto luogo, come si può desumere dai dati recentemente diffusi dall'Agenzia delle Entrate.



Figura 1



Il quarto trimestre dello scorso anno si è chiuso con una nuova intensificazione della flessione tendenziale, a conferma della fragilità del contesto economico e della conseguente debolezza delle capacità reddituali della domanda. Per trovare un riscontro alle aspettative rialziste, occorre ampliare l'orizzonte temporale di analisi ai primi mesi di quest'anno, quando qualche segnale, peraltro di modesta entità di intensificazione dell'attività transattiva, è stato finalmente registrato. L'assenza di segnali univoci e, più in generale, l'incertezza che tuttora caratterizza il contesto economico e le strategie allocative del sistema bancario, espongono il settore immobiliare a fluttuazioni all'interno di un quadro che si conferma comunque di tendenziale miglioramento. Il peso della componente creditizia nell'orientamento delle dinamiche future si conferma decisivo. Ad un persistente fabbisogno di finanziamento continua a contrapporsi una gestione dell'offerta, nella maggior parte dei casi, ancora prudente e selettiva. A pesare sulle erogazioni continua ad essere il retaggio in termini di sofferenze delle scelte eccessivamente espansive che aveva caratterizzato, connotandola, la fase ascendente del ciclo immobiliare, a cui si è aggiunto il conseguente inasprimento delle politiche di vigilanza a livello continentale. L'esito dell'Asset quality review, attualmente in corso, costituisce uno spartiacque nella definizione

delle strategie delle banche italiane nell'alimentazione del mercato immobiliare e nel soddisfacimento della consistente domanda compressa. L'esigenza di procedere ad un significativo innalzamento del tasso di copertura dei crediti deteriorati rappresenta una conseguenza pressoché inevitabile della revisione in atto. Si tratta di una prospettiva che si preannuncia non priva di ricadute per il mercato immobiliare, in ragione del graduale incremento delle erogazioni che potrà scaturire, come testimoniano le politiche creditizie di alcuni dei gruppi che, già oggi, hanno messo in conto robuste svalutazioni. La "pulizia" dei bilanci bancari rappresenta, infatti, un passaggio ineludibile sulla via del ritorno ad un maggior sostegno all'economia reale. L'approdo a tassi di copertura dei crediti non performing prossimi o addirittura superiori al 50%, rispetto ai consueti livelli del 35-40%, imporrà nei prossimi mesi al sistema bancario italiano nuovi consistenti aumenti di capitale, complessivamente quantificabili in poco meno di 10 miliardi di euro, per salvaguardare i coefficienti patrimoniali. Un costo decisamente elevato, in molti casi foriero di modifiche degli assetti proprietari, ma ormai non più differibile, alla luce della gravità delle insolvenze, da una parte, e dell'incapienza della maggior parte delle garanzie, dall'altra.

**Tavola 1**  
Qualità del credito: incidenza dei crediti in bonis e deteriorati sul totale e tassi di copertura<sup>(1)</sup>  
(valori percentuali e milioni di euro)

	Primi 5 gruppi <sup>(2)</sup>		Totale	
	Composizione percentuale	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Tasso di copertura
Crediti verso clientela (%)	100,0	6,7	100,0	6,1
di cui:				
- In bonis	84,8	0,6	85,3	0,6
- Deteriorati	15,2	41,0	14,7	38,5
sofferenze	8,5	55,5	7,8	54,4
incagli	4,6	24,9	4,8	22,9
ristrutturati	1,2	23,5	0,9	21,8
scaduti	1,0	10,9	1,2	9,2
Crediti verso clientela (mln €)	1.298.952		2.076.567	

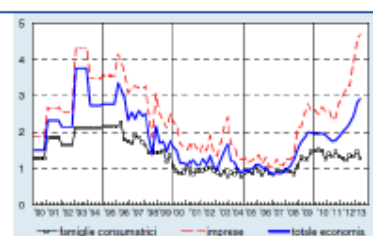
<sup>(1)</sup> Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda.

<sup>(2)</sup> Primi 5 gruppi: Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare.

Fonte: Banca d'Italia

**Figura 2**

Tasso di ingresso in sofferenza (valori %)<sup>(1)</sup>



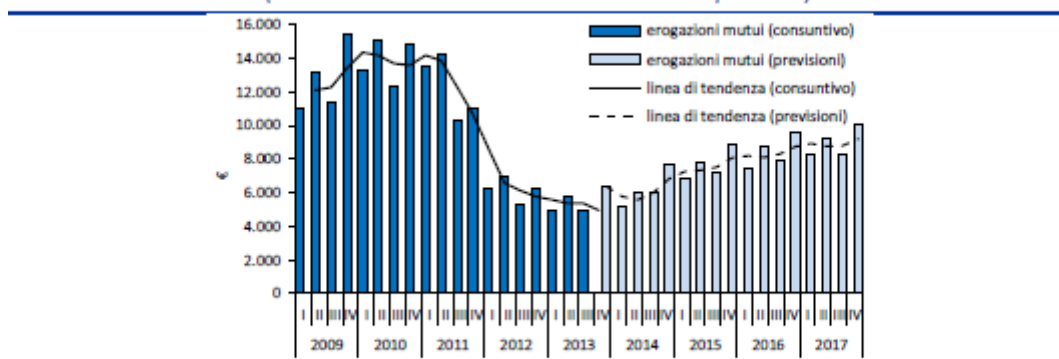
<sup>(1)</sup> Flusso trimestrale di sofferenze rettificate in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto delle sofferenze rettificate, alla fine del trimestre precedente; dati annuali fino al quarto trimestre 1996. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente, e riportati ad anno.

Fonte: Banca d'Italia

Lo scenario di parziale ripresa delle erogazioni, seppure su livelli nemmeno paragonabili ai picchi pre-crisi, che scaturisce dai modelli previsionali, appare coerente con il percorso di "normalizzazione" recentemente avviato. L'allentamento della rigidità allocativa non rappresenta, tuttavia, l'unica conseguenza della correzione in atto. L'abbattimento del valore dei "crediti problematici" finirà necessariamente per accelerarne il processo di dismissione, peraltro già parzialmente in atto, come testimonia l'attivismo dei fondi opportunistici. Si profila, dunque, un eccesso di offerta che avrà effetti tanto sul valore degli stessi crediti quanto su quello delle eventuali garanzie sottostanti, che sarà sottoposto ad un'ulteriore pressione spinta ribassistica. La lieve attenuazione della flessione delle quotazioni immobiliari, prima nelle aree urbane maggiori e ora confermata anche dalle dinamiche delle realtà di dimensioni intermedie, non deve, dunque, indurre a ritenere ormai esaurita la fase negativa. L'enorme mole di immobili in vendita, associata alle esigenze di realizzo di una quota crescente di offerta, è destinata ad esercitare sui prezzi una pressione di segno opposto rispetto a quella che potrebbe scaturire dal consolidamento dei timidi segnali di ripresa economica e di miglioramento degli indici di fiducia di famiglie e imprese. Se sul versante dei valori emergono indicazioni controverse, se non addirittura dicotomiche, che non consentono di escludere una nuova ondata recessiva, su quello delle transazioni le evidenze disponibili inducono a ritenere ormai intrapreso un cammino di graduale risalita, che si preannuncia comunque lento e non privo di insidie.

Figura 3

**Italia – Mutui erogati a famiglie consumatrici per l'acquisto di abitazioni**  
(dati trimestrali a consuntivo in milioni di euro e previsioni)



Nota: dati Banca d'Italia per consuntivo; stima Nomisma per quarto trimestre 2013 e previsioni Nomisma dal primo trimestre 2014 al 2017.

Fonte: elaborazione Nomisma su dati Banca d'Italia

Tavola 2

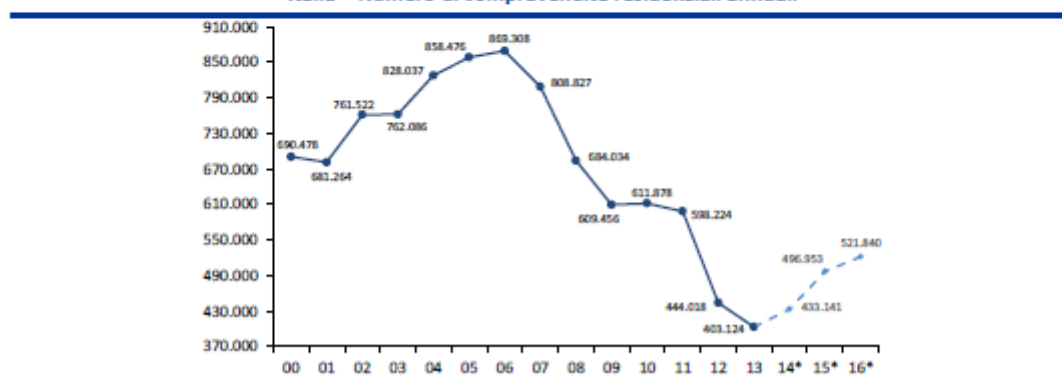
**Evoluzione dei prezzi e dei canoni degli immobili nell'ultimo anno (valori %)**

	PREZZI		CANONI	
	13 grandi città	13 città intermedie	13 grandi città	13 città intermedie
Abitazioni nuove	-4,8	-3,3	-3,0	-1,4
Abitazioni usate	-5,3	-3,7	-4,2	-2,1
Uffici	-5,5	-3,8	-3,7	-2,6
Negozi	-4,4	-3,7	-3,7	-4,0
Capannoni	-4,4	-5,3	-3,0	-1,4

Fonte: Nomisma

Figura 4

**Italia – Numero di compravendite residenziali annuali**

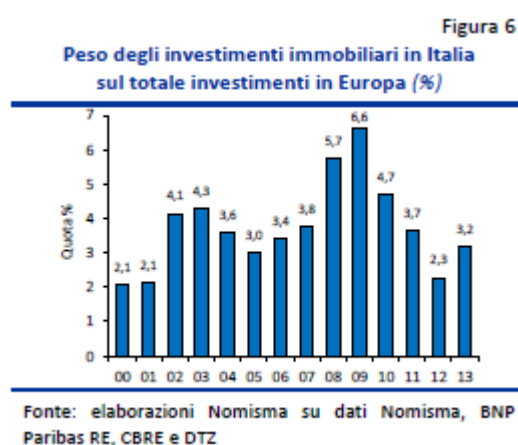
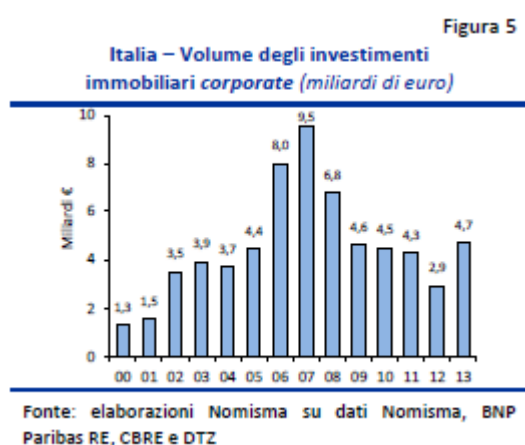


\* Previsioni Nomisma

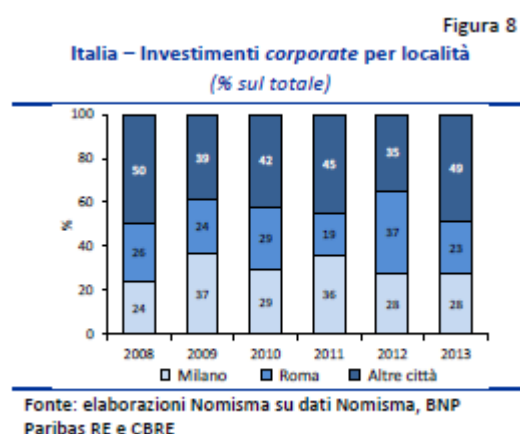
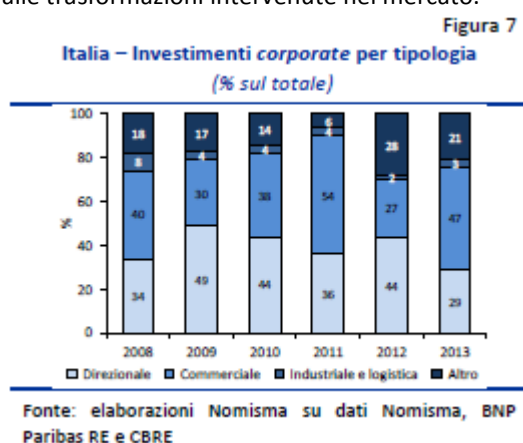
Fonte: Agenzia delle Entrate

L'interazione dei fattori esogeni ed endogeni sopracitati contribuirà, infatti, a modulare l'intensità della ripresa che, sulla base delle odierne proiezioni, si preannuncia tutt'altro che bruciante. Le quasi 404 mila compravendite di unità abitative del 2013 rappresentano il punto più basso di una curva, la cui tendenza, dopo il flesso di questi mesi, assumerà un'inclinazione progressivamente più spiccata senza, tuttavia, consentire fino al 2016 il superamento della soglia delle 500 mila transazioni, fino ad un paio di anni fa ritenuta incompressibile.

conclusioni non dissimili, nel complesso analoghe, è possibile giungere anche con riferimento al settore immobiliare corporate, con la sola eccezione che, a differenza del comparto retail, la ripresa dei volumi di investimento è un fenomeno già evidente nei dati a consuntivo del 2013. L'impennata delle operazioni, perlopiù ad opera di investitori stranieri, registrata sul finire dello scorso anno, ha rappresentato un indubbio punto di svolta, dopo la débâcle degli anni precedenti. Pur rimanendo marginale, il mercato italiano pare aver ritrovato appeal tra i Paesi periferici, come si evince dai numerosi deals conclusi.



Ad aver favorito il ritorno di interesse verso il nostro Paese hanno concorso il miglioramento delle prospettive economiche, con la conseguente stabilizzazione dei parametri finanziari, nonché le esigenze di realizzo di una parte dell'offerta fiaccata dalla crisi o, in taluni casi, costretta ad accelerare le dismissioni per l'approssimarsi a scadenza di taluni veicoli di investimento. Si tratta di un mercato in cui è notevolmente cresciuto il peso della componente opportunistica, a scapito di quella long term, con evidenti ricadute sia in termini di tipologia e qualità degli asset di interesse che, soprattutto, di valori di transazione. La ricomposizione dell'asset allocation non costituisce, dunque, l'unica conseguenza dell'esuberanza degli ultimi mesi che, se da un lato rappresenta un elemento indubbiamente positivo, dall'altro accelera il processo di repricing, fin qui, in genere, piuttosto timido e comunque inadeguato rispetto alle trasformazioni intervenute nel mercato.



La crescente incidenza delle transazioni che scontano tassi di capitalizzazione di gran lunga più elevati rispetto agli abituali riferimenti di mercato rischia di modificare in maniera sostanziale i benchmark da utilizzare in sede di

definizione del valore. Alla luce di ciò, il potenziale recessivo implicito nell'accelerazione del volume degli investimenti corporate appare, quindi, tutt'altro che trascurabile, soprattutto per i settori come quello terziario, che risultano sovra rappresentati nella distribuzione degli impieghi immobiliari, ma che, per contro, paiono penalizzati nelle strategie allocative più recenti.

Tavola 3

**13 grandi città – Previsioni dei prezzi medi degli immobili a valori correnti: confronto tra i le previsioni formulate a novembre 2013 e quelle di marzo 2014 (variazioni % annuali)**

	Abitazioni		Uffici		Negozi	
	Novembre 2013	Marzo 2014	Novembre 2013	Marzo 2014	Novembre 2013	Marzo 2014
2014	-3,1	-4,6	-3,9	-4,6	-3,1	-3,9
2015	-1,4	-1,1	-1,3	-1,4	-0,9	-1,1
2016	+0,8	+1,1	+0,7	+0,8	+0,9	+0,9

Fonte: Nomisma

In ultima analisi, se non vi sono dubbi che l'incremento dell'attività transattiva che ha finora interessato il mercato corporate, ma che nel corso dell'anno si estenderà a quello al dettaglio, rappresenti un elemento indubbiamente positivo, appare altrettanto evidente che la fragilità dell'attuale quadro congiunturale, associata al concreto rischio di correzioni non trascurabili del valore degli attivi, impongono prudenza nel ritenere avviata la fase di ripresa.

## 7. LA VALUTAZIONE

### 7.1 TEORIA E PRASSI DEL SETTORE IMMOBILIARE

Nella elaborazione del processo valutativo ci siamo attenuti ai principi ed ai criteri di generale accettazione facendo riferimento agli standard internazionali di valutazione (IVS) ed alla best practice professionale del campo estimativo.

Per quanto riguarda i criteri di valutazione, la prassi e la teoria valutativa del settore immobiliare rimandano a differenti approcci:

- *La valutazione al costo di costruzione*, che esprime il valore di un bene in funzione dei costi necessari per la sua riproduzione o sostituzione, opportunamente deprezzato in funzione dell'età, delle condizioni generali, dell'obsolescenza funzionale, economica o ambientale e di tutti gli altri fattori di vetustà considerati rilevanti. Il valore di un bene può identificarsi nel costo di ricostruzione deprezzato quando non esiste un mercato di beni analoghi ed il valore può essere espresso come costo attuale di ricostruzione. La determinazione del valore al costo di costruzione si estrinseca in tre momenti fondamentali: la valutazione dell'area, la stima del costo di costruzione dell'edificio e la stima dei fattori di apprezzamento/deprezzamento;
- *La valutazione per comparazione dei prezzi (criterio sintetico-comparativo)* che esprime il valore di un bene in funzione dei prezzi medi di vendita rilevati sui mercati locali tenuto conto delle caratteristiche specifiche dei singoli cespiti. I prezzi ai quali viene fatto riferimento sono ricavati da transazioni comparabili per tipologia, localizzazione e funzioni d'uso del bene. L'applicazione dell'approccio di comparazione deve operativamente prendere spunto da due obiettivi: la definizione di un campione di beni omogenei e la rilevazione dei prezzi di scambio; devono inoltre essere stimati i fattori di apprezzamento/deprezzamento; l'utilizzo di tale metodo si esplicita nella determinazione di valori medi al metro quadro desunti da transazioni di mercato;
- *La valutazione reddituale-finanziaria*, che determina il valore di un bene in funzione dei flussi di reddito o di cassa, che sarà in grado di generare. L'approccio reddituale si basa sull'assunto irrinunciabile che un acquirente razionale non è disposto a pagare un prezzo superiore al valore attuale dei benefici che il bene

sarà in grado di produrre. Tre sono le fasi operative di applicazione in questo approccio: determinazione dei benefici economici attesi, definizione del tipo di relazione algebrica che lega il valore al reddito, selezione di un tasso di attualizzazione/capitalizzazione.

I valori dei singoli immobili sono stati determinati utilizzando gli approcci ritenuti idonei in base al profilo d'investimento immobiliare a cui appartengono i beni oggetto delle presente stima, in conformità ai criteri ed alle modalità di valutazione indicate nel Provvedimento della Banca d'Italia del 8 maggio 2012, titolo V capitolo IV sez. II, paragrafo 2.5).

Discorso a parte per la valutazione delle partecipazioni di società nella quale, l'obiettivo della valutazione di un'azienda è la determinazione di un "valore generale" o "valore obiettivo", cioè di un valore che in circostanze normali, astrazione fatta delle parti in causa, dei loro particolari interessi e dello stato di cose esistente, può essere considerato come adeguato o normale.

Nella teoria e nella prassi si usa fare riferimento, per valutazione di aziende in funzionamento, a una pluralità di criteri metodologici da utilizzare in via congiunta o disgiunta, a seconda della applicabilità al caso specifico. Tali criteri possono essere ricondotti alle seguenti categorie fondamentali:

- *Criterio patrimoniale semplice*, in cui il valore scaturisce dalla contrapposizione delle attività opportunamente rivalutate e delle passività sulle quali viene espresso un giudizio di congruità. La rivalutazione delle attività può avvenire con diversi procedimenti, a seconda della tipologia dei beni di cui si tratta, del settore di appartenenza dell'azienda e delle caratteristiche tipiche dell'azienda stessa. Un caso particolare di questo metodo è quello del criterio patrimoniale complesso, che integra il patrimonio netto rettificato sopra descritto con una stima autonoma dei valori immateriali che contribuiscono alla formazione del reddito pur non aparendo in bilancio;
- *Criteri reddituali*, in cui il valore deriva da un processo di attualizzazione dei redditi attesi, ad un determinato tasso, rappresentativo sia della struttura dei tassi di interesse nel mercato finanziario, sia del grado di rischio caratteristico della attività da valutare;
- *Criteri misti*, che combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali e reddituali e nei quali al valore patrimoniale viene sommato algebricamente l'avviamento, positivo o negativo, derivante da un calcolo effettuato autonomamente;
- *Criteri di mercato*, applicabili soprattutto alle società con titoli quotati e alle valutazioni finalizzate al collocamento di titoli sul mercato che in genere tengono conto del rapporto prezzo/utili della società in questione nei confronti di un valore del rapporto giudicato ottimale, in quanto accettato dal mercato.

In assenza di parametri orientativi specifici (ad esempio quotazioni di borsa) del valore del capitale economico di un'azienda, la dottrina e la prassi professionale italiana si sono più frequentemente orientate verso l'utilizzazione del metodo patrimoniale e di quello reddituale.

La valutazione patrimoniale, secondo l'impostazione più diffusa, corrisponde ai prezzi che dovrebbero essere pagati per acquisire i singoli elementi che compongono il capitale dell'impresa (ad esempio, nelle imprese industriali, per ricostruire gli impianti, per formare il magazzino, ecc.); ovviamente tenendo anche conto, per alcuni beni già logorati dall'uso o già superati economicamente, di opportuni degni.

Il metodo patrimoniale presenta spiccate caratteristiche di obiettività, essendo legato solo all'accertamento di fatti e di considerazioni storiche od attuali. A ciò si aggiunga che è, per sua natura, analitico; esso cioè "spiega" il significato del valore dell'azienda in termini dei vari elementi del patrimonio (al contrario, il metodo reddituale esprime un valore unico ed astratto derivante da processi di attualizzazione o capitalizzazione di redditi attesi; un valore, quindi, che non si incorpora e non si materializza in singoli elementi).

La prassi professionale è solita utilizzare detta metodologia di valutazione con riferimento ad aziende ad alta intensità di capitale, quali, ad esempio, le immobiliari, le assicurative, le holding pure o di partecipazione.

## 8. ASSUMPTION

### 8.1 IL REPORT DI VALUTAZIONE

L'attività valutativa svolta verrà rappresentata mediante un report i cui contenuti sono sostanzialmente comuni per tutti gli asset. Riportiamo qui di seguito, a titolo esemplificativo e non esaustivo, gli argomenti trattati:

- Un executive summary che riporta le informazioni riepilogative dell'oggetto del report;
- Una parte introduttiva che definisce l'oggetto e la finalità dell'incarico, alcune definizioni limiti e vincoli;
- Una ricerca sul mercato immobiliare generale e locale per ogni asset;
- Una parte relativa alla descrizione generale dell'immobile comprendente l'inquadramento territoriale, la situazione urbanistico, catastale e locativa e l'analisi dei dati di mercato;
- Il procedimento di Valutazione ed i criteri adottati;
- Le conclusioni della valutazione.

Per la valutazione delle quote di Partecipazione in Società, date le caratteristiche dell'oggetto, è stata redatta una relazione di stima ad hoc.

### 8.2 TASSI

Per la valutazione del patrimonio del Fondo denominato "BNL Portfolio immobiliare" abbiamo provveduto a determinare due tipologie di tasso:

- **Tasso di Attualizzazione:** Il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa derivanti dall'operazione è costituito dal costo medio ponderato del capitale (WACC) calcolato ipotizzando una struttura finanziaria costituita al 40% da capitale proprio ed al 60% da capitale di debito in linea con i rendimenti attesi/richiesti dal mercato di riferimento.

Nel caso in oggetto, in considerazione dell'attività di gestione degli immobili, del mercato in cui si colloca l'iniziativa (sia in termini di destinazione d'uso che di location) e della variabilità delle tempistiche previste, sia per la locazione degli spazi che per la vendita, sono stati presi in considerazione (e supportati da indagini di mercato svolta sia presso investitori che istituti di credito) i seguenti fattori:

#### Per il ritorno sui mezzi propri:

- BTP con scadenza 2023: 2,86% pari alla durata dell'operazione ipotizzata aumentati di un periodo di anni tale da coprire l'intera tempistica di assorbimento ipotizzata ed eventuali allungamenti dovuti a fasi congiunturali del mercato;
- Un premio per il rischio specifico di ciascuna singola iniziativa;

#### Per il ritorno sui mezzi di terzi:

- Euribor a 6 mesi: 0,39%;
- Uno spread complessivo variabile tra i 3,50% ed i 6,50% in considerazione di:
  - Spread applicati in media dagli istituti di credito ad operatori medi del mercato;
  - Relativamente al punto precedente si sottolinea la difficoltà di accesso al credito;

E' stato considerato un tasso d'inflazione costante per il periodo di riferimento della Discount cash flow analysis pari al 2%, in linea con le attese su base decennale.

- **Tasso di Capitalizzazione:** i tassi di capitalizzazione adottati nella valutazione dei cespiti facenti parte del Fondo immobiliare in oggetto sono stati determinati per comparazione, più precisamente sono state condotte due differenti analisi:
  - la prima utilizzando la metodologia indiretta e quindi ottenendo il tasso dalla relazione tra canone d'affitto e valore ottenuto mediante indagine di mercato;
  - la seconda provvedendo ad intervistare alcuni tra i principali operatori del mercato sia locale che non, raccogliendo le loro impressioni a fronte della descrizione delle principali caratteristiche del bene.

### 8.3 FONTI ADOTTATE

Per la determinazione del valore degli immobili dell'intero portafoglio, è stata eseguita un'indagine di mercato per la definizione dei parametri entro i quali vengono concluse le compravendite di immobili a destinazione commerciale, logistico industriale e terziaria. Più precisamente la ricerca è avvenuta sia mediante siti internet di settore che attraverso interviste ad operatori locali. Per l'analisi dei comparables si è ovviamente tenuto conto dei seguenti parametri: location, dimensione, stato manutentivo, valore proposto o realmente transato.

Abbiamo inoltre provveduto a consultare le principali fonti ufficiali al fine rendere più completa la visione d'insieme del mercato locale. Nello specifico sono stati consultati i dati dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare dell'Agenzia del Territorio relativi al secondo semestre 2013 e i dati riportati sul Rapporto di Scenari Immobiliari relativo al mercato immobiliare italiano del 2013.

Il valore unitario imputato resta tuttavia un parametro deciso da Colliers RES che, presa visione dei comparables e delle fonti ufficiali, ha provveduto a pesare i dati per ottenere il corretto valore di mercato della struttura presa in esame.

L'analisi dei comparables e delle fonti ufficiali ha così portato alla determinazione di un valore di vendita e di un valore di locazione come riportato nelle singole schede di valutazione.

### 8.4 CONSISTENZE

Per ottenere le superfici commerciali degli immobili a reddito e quelli realizzati e accatastati, oggetto di valutazione, le consistenze messe a disposizione dalla Committenza sono state opportunamente ragguagliate attraverso l'applicazione di coefficienti stabiliti in base alla destinazione d'uso degli spazi. Non sono state eseguite verifiche in fase di sopralluogo.

### 8.5 CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

Il Patrimonio Immobiliare del Fondo BNL Portfolio Immobiliare, costituito da immobili a destinazione d'uso mista, terziario, commerciale e logistico, a reddito, locati o destinati alla locazione, si è ritenuto opportuno applicare congiuntamente il metodo sintetico-comparativo, il metodo reddituale per capitalizzazione diretta ed il metodo dei flussi di cassa scontati, DCF Analysis.

Per la partecipazione la metodologia di valutazione più appropriata è risultata essere quella patrimoniale.



### 8.6 IL CRITERIO SINTETICO COMPARATIVO

Si riporta di seguito il procedimento valutativo adottato:

- Determinazione della superficie commerciale;
- Determinazione del valore dell'immobile attraverso l'applicazione del prezzo unitario di vendita alla superficie commerciale.

$$\text{Valore di mercato} = \text{Superficie Commerciale} \times \text{Prezzo Unitario di Vendita}$$

### 8.7 IL CRITERIO REDDITUALE PER CAPITALIZZAZIONE DIRETTA

Questo metodo si sviluppa attraverso le seguenti fasi:

- Determinazione del reddito;
- Scelta del saggio di capitalizzazione;
- Determinazione del valore.

$$\text{Valore di mercato} = \text{Reddito} / \text{Saggio di capitalizzazione}$$

### 8.8 IL CRITERIO DEI FLUSSI DI CASSA SCONTATI, LA DCFA

Si riporta di seguito il procedimento valutativo adottato:

- Scelta del periodo di riferimento;
- Determinazione del reddito;
- Determinazione delle spese di gestione dell'immobile;
- Determinazione del saggio di capitalizzazione;
- Determinazione del saggio di attualizzazione;

$$\text{Valore di mercato} = \text{Reddito al netto delle spese di gestione} \times \text{Saggio di capitalizzazione} / \text{Saggio di attualizzazione}$$

### 8.9 IL CRITERIO PATRIMONIALE SEMPLICE

Detto metodo si presenta generalmente secondo la seguente formulazione:

$$K = \text{CNC} + \Delta A + \Delta P$$

dove:

K = Patrimonio Netto Rettificato, cioè il risultato dell'applicazione del metodo analitico-patrimoniale;  
ΔA = plusvalenze/minusvalenze delle attività aziendali, calcolate mettendo a confronto il valore corrente di ogni singola attività (materiale e/o immateriale) con il corrispondente valore netto di carico come risulta dal documento contabile utilizzato come base della stima. Dette rettifiche vengono assunte al netto del prelievo/risparmio fiscale figurativo o potenziale;  
ΔP = plusvalenze/minusvalenze delle passività aziendali, calcolate mettendo a confronto il valore corrente di ogni singola passività con il corrispondente valore di carico quale risulta dal documento contabile utilizzato come base della stima. Dette rettifiche vengono assunte al netto del prelievo/risparmio fiscale figurativo o potenziale.

L'applicazione del criterio in esame si sviluppa quindi attraverso le tre seguenti fasi:

- prima fase: determinazione del Patrimonio Netto Contabile;
- seconda fase: accertamento di eventuali plusvalenze e minusvalenze al netto del relativo effetto fiscale;
- terza fase: calcolo del Patrimonio Netto Rettificato, cioè del valore dell'azienda in base all'approccio metodologico in esame.

## 9. CONCLUSIONI ED ANDAMENTO DEL FONDO RISPETTO ALLA PRECEDENTE SEMESTRALITA'

In virtù di quanto sopra esposto, delle elaborazioni svolte ed in considerazione di quanto potuto accertare dalle analisi eseguite, è stato possibile verificare che le variazioni di valore rispetto alla precedente analisi semestrale del 31/12/2013, sono principalmente dovute ai seguenti fattori:

- le analisi di mercato svolte hanno mostrato che nonostante alcune leggere oscillazioni di valore l'aspetto più rilevante per la determinazione del valore finale è stato il rilascio degli spazi per scadenza contrattuale o la svalutazione dei valori di mercato. Un altro fattore che ha inciso sui valori degli asset è stato l'effetto dell'IMU, che è stata rivista, al rialzo, in tutti i comuni ove sono localizzati gli asset del fondo. Nel corso della valutazione si è inoltre tenuto conto delle capex sostenute che tuttavia non riteniamo abbiano prodotto scostamenti importanti in termini di valore, detti aspetti sono stati considerati e compresi nella determinazione del valore di mercato indicato nella valutazione.
- Si segnala inoltre la vendita della galleria commerciale sita in Via Larga, a Bologna, che è stata completata nel primo semestre del 2014 esercitando nei termini l'opzione di Put attiva sull'immobile.

BNL – Portfolio Immobiliare – Immobili residui					
UBICAZIONE	LOCALITA'	DESTINAZIONE	VALORE DI MERCATO AL 30.06.2014	VALORE DI MERCATO AL 31.12.2013	DELTA
Roma	Via Bianchini 60	Uffici	€ 9.210.000,00	€ 9.760.000,00	- € 550.000,00
Bologna	Via Mattei 102	Uffici	€ 11.185.000,00	€ 11.800.000,00	- € 615.000,00
Agrate Brianza	Centro Colleoni – Pal. Liocorno	Uffici	€ 16.685.000,00	€ 16.900.000,00	- € 215.000,00
Agrate Brianza	Centro Colleoni – Pal. Pegaso	Uffici	€ 5.800.000,00	€ 6.040.000,00	- € 240.000,00
Gallarate	Centro Malpensa 1	Galleria commerciale	€ 14.710.000,00	€ 14.705.000,00	€ 5.000,00
Genova	Via Fieschi 17	Posti auto	€ 2.910.000,00	€ 3.215.000,00	- € 305.000,00
Milano	Via Bernina 10	Uffici	€ 27.720.000,00	€ 26.020.000,00	€ 1.700.000,00
Rozzano	Centro Milanofiori Pal. L-G	Uffici	€ 11.305.000,00	€ 11.305.000,00	€ 0,00
Villanova D'Albenga	Via Martiri 54	Logistico-industriale	€ 8.035.000,00	€ 8.155.000,00	- € 120.000,00
Pagny	Zone du Technoport	Logistico-industriale	€ 4.850.000,00	€ 5.100.000,00	-€250.000,00

Per un totale di:

**€ 112.410.000,00**  
(Euro cento dodici milioni quattrocentodiecimila /00)

La tabella seguente evidenzia il valore delle quote detenute dal fondo nelle società estere:

Valore degli Immobili	
<i>Zone du Technoport, Pagny le Chateau (Francia)</i>	<b>€ 4.850.00,00</b>
Valore delle società	
<i>PAGNY BOURGOGNE SAS</i>	<b>€ -384.161,26</b>
<i>SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg S.à.r.l.</i>	<b>€ 906.459,29</b>
Valore delle quote detenute dal Fondo	
<i>SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg SARL (100%)</i>	<b>€ 906.459,29</b>
<i>SAS Consortium Velizy (0,000019%)</i>	<b>+ € 0,00</b>

## 10. NOTA CONCLUSIVA

La presente valutazione, redatta in relazione a specifico incarico conferitoci BNP REIM ITALY SGR p.A. del 30 agosto 2012, è stata prodotta in ossequio e per le finalità di cui al Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998 n. 58 ed al Decreto Ministeriale 24 maggio n. 228.

Il team di Colliers Real Estate Services Italia che ha preso parte al processo di valutazione del presente immobile è il seguente:

- Arch. Giulia Longo (Responsabile del processo di valutazione);
- Geom. Maurizio De Angeli
- Dott. Alessandro Gravinese
- Ing. Andrea Mancini
- Ing. Michele Salvati

Colliers Real Estate Services Italia Srl

*Giulia Longo*

Arch. Giulia Longo