

DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO
DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE
DEL FONDO "BNP PORTFOLIO IMMOBILIARE"
ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2011

GENNAIO 2012

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 |
| Tassi utilizzati | 5 |
| Contratti di locazione in essere | 6 |
| Superfici | 7 |
| Generalità | 7 |
| CONCLUSIONI | 7 |
| LIMITI DELLA PRESENTE RELAZIONE | 9 |
| NOTA FINALE | 9 |

Milano, 27 Gennaio 2012

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

CONTRATTO N. 5535

**DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE
DEL FONDO "BNP PORTFOLIO IMMOBILIARE", ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE
2011****PREMESSA**

In conformità alle Vostre istruzioni, nel rispetto dei requisiti d'indipendenza ed onorabilità previsti dall'art. 17 del DM 24 maggio 1999 n° 228 e con criteri di valutazione in aderenza a quanto disposto dalla Sezione II, Capitolo IV, Titolo V del provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005 e successive modifiche e/o integrazioni, 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 Bianchini 60 |
| MILANO | Via Bernina 12 |
| GENOVA | Via Fieschi 17 |
| GALLARATE (VA) | Via Lario 37 |
| BOLOGNA | Via Mattei 102 |
| BOLOGNA | Via Larga (Galleria) - Put & Call |
| AGRATE BRIANZA (MI) | Via Paracelso 2/4/6 - Palazzo Liocorno |
| BRUXELLES (B) | Rue Charles Lemarie 1 - Parc Seny |
| 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 |
| AGRATE BRIANZA (MI) | Via Colleoni - Palazzo Pegaso |

al fine di determinare il loro più probabile valore di mercato, alla data del 31 dicembre 2011.

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 stessa;
- 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 nelle 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 d'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 all'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 sopraccitati 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, CBRE Valuation S.p.A. 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 deprimerne 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, 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 di questi due fattori determina lo spread sull'equity.

Per remunerazione del capitale di terzi (debt) s'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 un'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 2011 i dati fondamentali considerati sono stati i seguenti:

- Mezzi propri (equity): 50% del capitale investito
- Indice Rendistato: 6,80%
- Indice IRS a 15 anni: 2,87%
- Inflazione programmata: 2,30%

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 sui 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

Spesso in Italia si effettuano valutazioni di cespiti immobiliari senza considerare i costi di cessione.

Ne consegue che non abbiamo considerato 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 d'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 2011, del patrimonio immobiliare (considerato asset by asset) di cui in oggetto, così esprimibile:

| Città | Indirizzo | Valore di Mercato al 31/12/2011 |
|-------------------------|--|---------------------------------|
| VILLANOVA (SV) | Via Martiri 54 | 14.190.000 |
| ROZZANO (MI) | Milanofiori 50 + pal L e G | 17.410.000 |
| ROMA | Via Bianchini 60 | 13.090.000 |
| MILANO | Via Bernina 12 | 19.050.000 |
| GENOVA | Via Fieschi 17 | 18.490.000 |
| GALLARATE (VA) | Via Lario 37 | 15.290.000 |
| BOLOGNA | Via Mattei 102 | 14.870.000 |
| BOLOGNA | Via Larga (Galleria) | 35.934.182 |
| AGRATE BRIANZA (MI) | Via Paracelso 2/4/6 - Palazzo Liocorno | 19.350.000 |
| BRUXELLES (B) | Rue Charles Lemarie 1 - Parc Seny | 19.890.000 |
| PARIS (F) | 49 Rue Vivienne | 28.690.000 |
| VELIZY VILLACOUBLAY (F) | 47-53 Avenue de L'Europa | 8.500.000 |
| PAGNY LE CHATEAU (F) | Interporto di Pagny zone de Technopore | 6.880.000 |
| LA LOUVIERE (B) | Interporto di La Louviere loc. Brichare - Magna Park | 4.830.000 |
| AGRATE BRIANZA (MI) | Via Colleoni - Palazzo Pegaso | 6.770.000 |
| TOTALE € | | 243.234.182 |

Il Valore sopra espresso nella tabella conclusiva per l'immobile di Bologna via Larga, essendo stato firmato un contratto con opzione di PUT & CALL, esercitabile dal 30.06.2010 al 31.12.2013, non è il Valore di Mercato dell'immobile, espresso nella scheda analitica, ma il risultato dei calcoli necessari, specificati in dettaglio nel Contratto stesso, per avere il Valore di PUT & CALL.

- Per gli immobili all'estero il Valore di Mercato si riferisce al valore al netto dei costi e delle imposte di trasferimento come prassi nei mercati locali. I Valori di Mercato Lordi, da Noi determinati relativamente a tali immobili sono così riepilogabili:

| Città | Indirizzo | Valore Lordo € |
|-------------------------|--|----------------|
| BRUXELLES (B) | Rue Charles Lemarie 1 - Parc Seny | 20.400.000 |
| PARIS (F) | 49 Rue Vivienne | 30.590.000 |
| VELIZY VILLACOUBLAY (F) | 47-53 Avenue de L'Europa | 8.660.000 |
| PAGNY LE CHATEAU (F) | Interporto di Pagny zone de Technopore | 7.340.000 |
| LA LOUVIERE (B) | Interporto di La Louviere loc. Brichare - Magna Park | 4.950.000 |

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 segnalarVi, 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.

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.

CBRE VALUATION S.p.A.

Francesco Abba
(Amministratore Delegato)

