

**Terzo aggiornamento semestrale – Fondo BNP “BNL Portfolio Immobiliare”**

---

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

**RELAZIONE INTRODUTTIVA**

31 dicembre 2013

---

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

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

## SOMMARIO

1.	EXECUTIVE SUMMARY .....	3
2.	INTRODUZIONE .....	4
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
3.	IL FONDO .....	5
4.	STATO ATTUALE .....	5
5.	DESCRIZIONE GENERALE DEL PATRIMONIO DEL FONDO .....	6
6.	IL MERCATO IMMOBILIARE .....	7
6.1	SCENARIO MACROECONOMICO .....	7
6.2	L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO .....	8
7.	LA VALUTAZIONE .....	11
7.1	TEORIA E PRASSI DEL SETTORE IMMOBILIARE .....	11
8.	ASSUMPTION .....	13
8.1	IL REPORT DI VALUTAZIONE .....	13
8.2	TASSI .....	13
8.3	FONTI ADOTTATE .....	14
8.4	CONSISTENZE .....	15
8.5	CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI .....	15
8.6	IL CRITERIO SINTETICO COMPARATIVO .....	15
8.7	IL CRITERIO REDDITUALE PER CAPITALIZZAZIONE DIRETTA .....	15
8.8	IL CRITERIO DEI FLUSSI DI CASSA SCONTATI, LA DCFA .....	15
8.9	IL CRITERIO PATRIMONIALE SEMPLICE .....	16
9.	CONCLUSIONI ED ANDAMENTO DEL FONDO RISPETTO ALLA PRECEDENTE SEMESTRALITA' .....	16
10.	NOTA CONCLUSIVA .....	17

## 1. EXECUTIVE SUMMARY

<b>Data di valutazione</b>	31/12/2013
<b>Descrizione della Proprietà</b>	<p>Patrimonio Immobiliare del Fondo BNL Portfolio Immobiliare alla data del 31/12/2013</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>€ 143.330.000,00</b>
<b>Valore di Mercato società estere</b>	<b>- € 14.851.795,64</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 31 dicembre 2013. 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.

## **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 Larga,	Galleria Commerciale
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 della SPI LA LOUVIERE II SA (0,036216% ) con sede in Belgio.

PARTECIPAZIONI	
UBICAZIONE	SOCIETA'
<b>Francia</b>	<b>49 RUE VIVIENNE SAS</b>
<b>Francia</b>	<b>CONSORTIUM VELIZY BUREAUX SAS</b>
<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

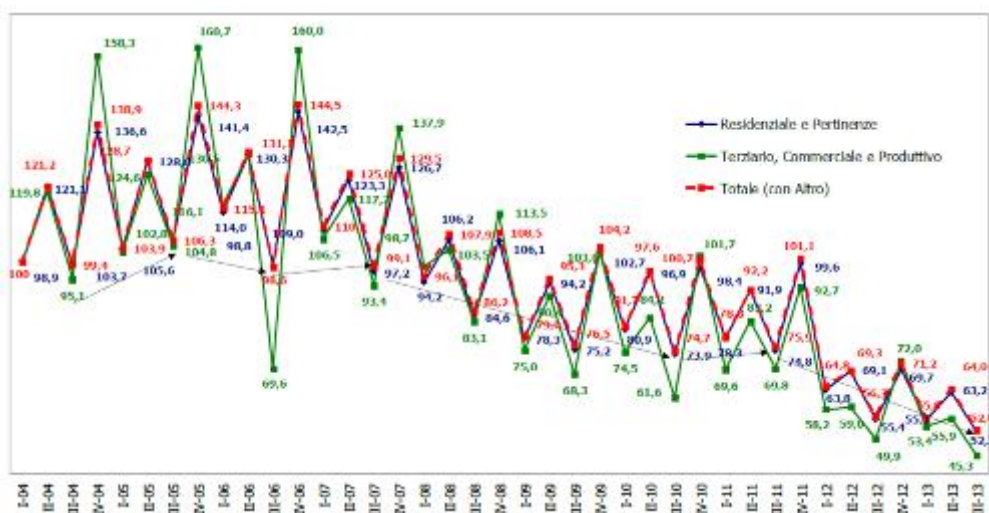
Le condizioni finanziarie globali hanno mostrato un miglioramento a partire dall'autunno 2012. Tuttavia, al contempo, le economie reali, al di fuori dell'Europa, hanno preso gradualmente a rafforzarsi. Nel 2013 si sono confermati i segnali di ripresa degli Stati Uniti, in Giappone e nelle economie emergenti. La forte intonazione espansiva delle politiche monetarie delle principali banche centrali ha contribuito a stabilizzare i mercati. Nei Paesi emergenti la domanda interna è stata sostenuta anche da misure di stimolo fiscale agli investimenti pubblici (Cina) e ai consumi privati (Brasile). Gli scambi commerciali mondiali, dopo aver sperimentato una pausa nei mesi estivi, sono tornati ad espandersi, pur se con dinamiche differenziate nelle varie aree: più robuste nelle economie asiatiche, meno vigorose nei paesi industriali, in particolare quelli europei. Nel quadro globale generalmente più favorevole, l'area euro è stata ancora contrassegnata da tendenze cicliche negative. Dopo la caduta del PIL nel quarto trimestre 2012, l'attività economica è rimasta fiacca, risentendo della debole domanda interna, anche nei paesi non colpiti dalla crisi del debito sovrano. Nella prima parte dell'anno è proseguito il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari nella zona euro, iniziato nell'estate del 2012. Vi ha contribuito in modo determinante l'approvazione del programma Outright Monetary Transactions (OMT) da parte della BCE. La sola previsione di una possibile implementazione di tale programma (acquisto di titoli pubblici in quantità potenzialmente illimitata a sostegno del Paese che ne faccia richiesta e sulla base di condizionalità) ha mutato alla radice il clima delle aspettative circa il grado di solidità della moneta unica, favorendo il ridimensionamento degli spread dei paesi sotto attacco rispetto alla Germania. Il diverso atteggiamento dei mercati, indotto dall'OMT, si è evidenziato in occasione di eventi, come la crisi del sistema bancario di Cipro e l'incertezza politica seguita alle elezioni italiane, che poco tempo prima avrebbe avuto ripercussioni decisamente peggiori. La decisione della BCE, pur efficace nel ridurre i premium risk sui debiti sovrani, non è stata, però, in grado di produrre un allentamento delle condizioni creditizie complessive delle economie in recessione. Se infatti il ridimensionamento degli spread ha favorito la diminuzione dei costi di approvvigionamento della liquidità da parte delle banche, i flussi di credito all'economia sono comunque rimasti estremamente selettivi risentendo dell'innalzamento del rischio di insolvenza, indotto dalla fase ciclica negativa che continua a coinvolgere imprese e famiglie. Le previsioni per il 2014 riflettono le recenti tendenze. Nello scenario internazionale, basato su stime di consenso dei previsori privati e degli organismi ufficiali, il prodotto lordo globale aumenterebbe del 3,3% con una media del 2013 in linea con il 2012, per poi crescere nel 2014. L'irrobustimento dell'economia mondiale sarebbe guidato dalla buona dinamica dei Paesi emergenti e dal graduale rafforzamento degli Stati Uniti. Complessivamente l'eredità del 2012 e la debolezza della prima parte del 2013 collocherebbero ancora in territorio negativo la variazione PIL del 2013. Nel 2014, il tasso di crescita della zona Euro si attesterebbe intorno all'1,1%. Sottostanti a tali dinamiche medie, persisterebbero forti differenze tra i Paesi dell'area della moneta unica. Alla crescita, pur molto contenuta, della Germania, si contrapporrebbe un'evoluzione più debole in Francia e, soprattutto, in Spagna e Italia. Tutte le componenti della domanda interna hanno contribuito a determinare la pesante flessione dell'economia italiana. Il maggior contributo negativo è venuto da una caduta dei consumi delle famiglie (-4% già nel 2012) senza precedenti nella storia del dopoguerra. Ad incidere molto è stata la marcata contrazione del reddito disponibile (-4,8% in termini reali) indebolito dal deterioramento del mercato del lavoro e dall'aumento della pressione fiscale diretta e indiretta. La contrazione del potere d'acquisto consistente nel 2012, giunge dopo un quadriennio di declino, cominciato nel 2007 anno rispetto al quale il reddito disponibile si attesta intorno al 10%. Le indicazioni congiunturali segnalano il persistere di andamenti sfavorevoli del potere d'acquisto e nei consumi delle famiglie anche nel corso della prima parte del 2013. Le tendenze di debolezza rimarrebbero confermate anche nella restante parte dell'anno che volge al termine. Le persistenti difficoltà di reddito, l'orientamento restrittivo delle politiche di bilancio ed il tentativo di ricostruire livelli di risparmio precedentemente erosi dovrebbero condizionare la dinamica complessiva dei consumi anche nel 2014. Al calo della domanda interna ha contribuito in misura consistente anche la caduta degli investimenti. Nel 2012 la spesa complessiva era già diminuita dell'8%, risentendo del progressivo deterioramento delle aspettative delle imprese, del peggioramento delle condizioni di finanziamento e di accesso al credito bancario e della marcata contrazione dei margini di profitto. Tutte le componenti della spesa per investimenti si sono ridotte: gli acquisti di

macchine ed attrezzature sono calati di oltre il 10%, gli investimenti in costruzione del 6,2%. Rispetto al 2007, la flessione complessiva degli investimenti è del 23%, in rapporto al PIL la quota è passata dal 21% al 18%. Gli indicatori congiunturali segnalano un permanente vincolo legato al credito, giudicato troppo oneroso dalle imprese soprattutto in rapporto ai ritorni sull'investimento e comunque di difficile accesso. Il razionamento creditizio è particolarmente sentito dalle imprese di minore dimensione, che hanno nei prestiti bancari la fonte principale di finanziamento. Dopo un 2013 ancora prevedibilmente in negativo, un recupero si potrebbe evidenziare nel 2014 influenzato da un allentamento del vincolo di liquidità, reso possibile dal pagamento dei debiti commerciali della Pubblica Amministrazione. Tuttavia, nel contesto di domanda interna declinante, un parziale sostegno all'attività economica potrebbe provenire (come già rilevato nella prima parte del 2013) dalla domanda estera. Nel 2012 l'avanzo della bilancia commerciale è stato pari a 11 miliardi di euro, valore record degli ultimi anni. Il miglioramento ha riflesso le involuzioni dell'attività produttiva e della domanda interna che hanno contribuito a contrarre le importazioni di beni e servizi. Ad influire positivamente sull'aumento del saldo commerciale ha anche contribuito il favorevole andamento delle esportazioni. Il consolidamento della crescita delle economie extra-europee dovrebbe sostenere le vendite italiane all'estero anche nel corso del 2014. Il saldo positivo negli scambi commerciali con l'estero dovrebbe consolidarsi arrivando a sfiorare circa il 43% del PIL. A fronte della significativa caduta della produzione, il mercato del lavoro continua a mostrare segni di deterioramento: la flessione dell'occupazione, di livelli notevoli, sembrerebbe confermare, anche sul complessivo 2013 un segnale negativo. Nel 2014 potrebbe cominciare a manifestarsi una lenta e graduale ripresa, seppure l'andamento sfavorevole dell'occupazione abbia interessato e continui ad interessare tutti i settori produttivi, con contrazioni particolarmente accentuate nelle costruzioni e nell'industria in senso stretto. L'aumento delle persone in cerca di lavoro potrebbe portare il tasso di disoccupazione verso il 12% nel 2013 (a fronte di un 10,7% complessivo per il 2012).

## 6.2 L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO

Secondo quanto riportato da Nomisma nel Rapporto sul Mercato Immobiliare 2013, in linea con una situazione economica di crisi, si profila un'ulteriore contrazione dei prezzi degli immobili. A pesare molto sul settore immobiliare è la difficoltà ad ottenere l'erogazione di mutui, che frena un mercato a cui manca liquidità per esprimere un effettivo potenziale di crescita. I mancati crediti alle famiglie, sono la principale causa della pesante contrazione negli acquisti di case, che ha avuto una flessione del 47,4% nel 2012 rispetto al 2011. Complessivamente nel 2012 i prezzi delle abitazioni hanno registrato una contrazione di oltre il 5%. Salvo interventi correttivi da parte del Governo, è presumibile un ulteriore calo dei prezzi nell'arco dei prossimi 12 mesi. La fase regressiva del mercato immobiliare italiano, iniziata negli anni precedenti, non sembra arrestarsi nemmeno nella prima parte del 2013. Secondo quanto riportato dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare di Agenzia del Territorio, nel III trimestre 2013 la flessione del mercato immobiliare ha continuato a rallentare. In termini di NTN gli scambi di unità immobiliare nel III trimestre 2013 sono stati 199.661 (-6,6% rispetto al III trimestre 2012). Nonostante il rallentamento, le variazioni continuano comunque a permanere negative portando il valore assoluto delle transazioni complessive al valore minimo dal 2004. Il segno negativo è stato rilevato in tutti i settori. Le flessioni maggiori si sono registrate nei comparti non residenziali con il terziario (1.935 NTN) che registra il calo più elevato (-11,7%), seguito dal settore produttivo (1.983 scambi, -9,4%) e infine dal segmento del commerciale (4.978 NTN, -8,2%). Le abitazioni, con 91.051 compravendite nel III trimestre 2013, portano il segno del residenziale al -5,1%, proseguendo così la riduzione dei tassi di decrescita in atto dall'inizio dell'anno. Le variazioni per il settore residenziale sono dunque ancora negative nelle rilevazioni del III trimestre, ma a tassi che indicano un rallentamento delle perdite, mentre, per gli altri settori, il calo torna ad aggravarsi nell'ultimo trimestre.





**Numero indice NTN trimestrale (Fonte: OMI)**

Di seguito, invece, lo storico delle variazioni percentuali tendenziali dei volumi di compravendita (NTN) in ogni trimestre dal 2004 e i volumi di compravendita (e le variazioni registrate) rispetto all'anno precedente:

NTN	III trim 2012	IV trim 2012	I trim 2013	II trim 2013	III trim 2013
Residenziale	95.989	118.205	94.503	108.618	91.051
Terziario	2.191	3.192	2.378	2.343	1.935
Commerciale	5.420	7.753	5.957	6.409	4.978
Produttivo	2.188	3.183	2.147	2.214	1.983
Partinenze	76.910	99.116	77.475	88.555	71.807
Altro	31.161	38.911	29.755	34.678	27.908
<b>Totale</b>	<b>213.860</b>	<b>270.359</b>	<b>212.215</b>	<b>242.817</b>	<b>199.661</b>

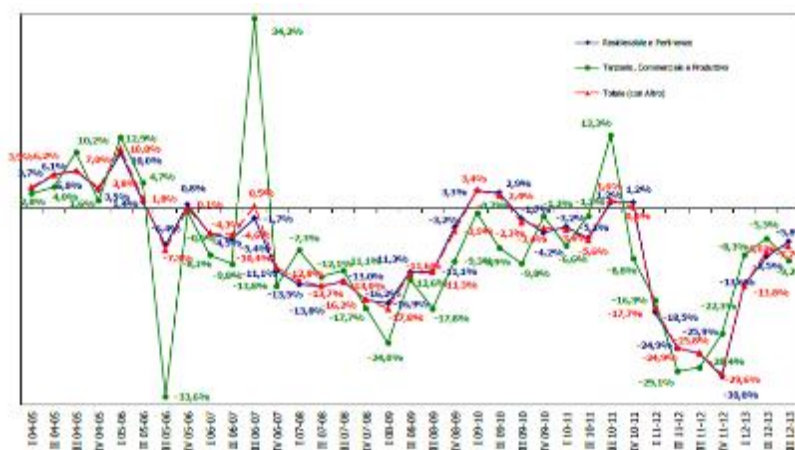
  

Var %	III trim 11-12	IV trim 11-12	I trim 12-13	II trim 12-13	III trim 12-13
Residenziale	-26,8%	-30,5%	-14,2%	9,3%	-5,1%
Terziario	-27,6%	-25,6%	-9,2%	-10,6%	-11,7%
Commerciale	-29,7%	-23,0%	8,7%	-2,7%	-8,2%
Produttivo	-25,8%	-17,1%	-5,9%	-6,5%	-9,4%
Partinenze	-24,8%	-29,4%	-12,9%	-7,5%	-6,6%
Altro	-24,5%	-29,2%	-16,5%	-3,8%	-10,4%
<b>Totale</b>	<b>-25,8%</b>	<b>-29,6%</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>-6,6%</b>

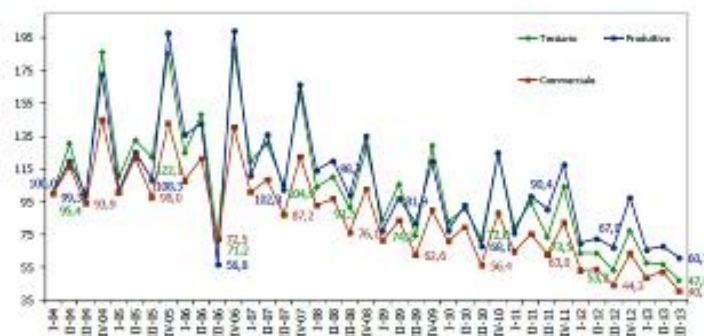
**Volumi di compravendita e relative variazioni (Fonte: OMI)**

Il timido miglioramento ipotizzato per la seconda parte del 2013 ha trovato parziale riscontro nelle dinamiche effettivamente registrate di rallentamento della diminuzione degli scambi. Tuttavia Si tratta di segnali piuttosto deboli in un contesto di perdurante fragilità e precarietà, non privo di rischi di nuove ricadute. L'uscita dalla recessione e le prospettive di irrobustimento, peraltro modesta, della crescita economica a partire dal 2014, hanno rappresentato il driver principale della spinta ribassista seppure ancora molto limitato. A determinare il tracollo dell'attività transattiva non è stata tanto una scelta consapevole di differimento degli acquisti da parte della domanda, in attesa di un miglioramento ciclico, quanto la decisione del sistema creditizio di rivedere radicalmente la propria disponibilità ad

accettare scommesse sulle capacità reddituali future. Il passaggio dagli eccessi pro-ciclici, all'asaperata selettività, ha avuto conseguenze devastanti sul settore immobiliare, vistosi privato, in pochi anni, di un sostegno divenuto imprescindibile, a fronte della precarietà dei redditi e della lentezza con cui i valori del comparto hanno saputo adeguarsi alle mutate condizioni di contesto. Con la revisione delle politiche creditizie attuata da alcuni istituti sul finire del primo semestre 2013, si è introdotto un elemento di sostanziale novità, in grado di attenuare l'atteggiamento auto-selettivo della domanda potenziale e, di conseguenza, garantire un minimo di ossigeno al mercato. L'indebolimento, seppure lieve, della spinta recessiva e le prospettive di stabilizzazione devono, dunque, essere poste in relazione più alle strategie creditizie che alle autonome dinamiche di crescita della domanda. Di seguito, lo storico delle variazioni percentuali tendenziali dei volumi di compravendita (NTN), in ogni trimestre, a partire dal 2004 e i volumi di compravendita (e le variazioni registrate) rispetto all'anno precedente per tutti i settori:



Serie delle variazioni % tendenziali NTN trimestrale, 2004-2013 (Fonte: OMI)



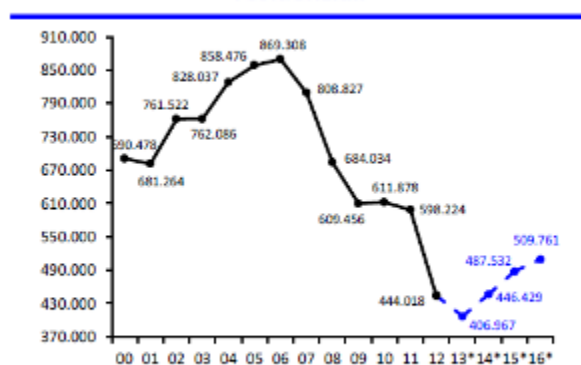
Andamento NTN (Numero transazioni normalizzato) trimestrale settori non residenziali, 2004-2013 (Fonte: OMI)

Nel III trimestre del 2013, rispetto allo stesso trimestre del 2012, tutti i settori sono in calo, con le perdite maggiori nel settore terziario che registra una diminuzione del -11,7%, mentre il settore produttivo perde il -9,4% e il commerciale diminuisce del -8,2%.

Dal 2004 tutti i settori mostrano una contrazione elevata delle vendite, calcolata su trimestri omologhi. Sono i settori commerciale e terziario a mostrare le maggiori sofferenze con un mercato degli scambi più che dimezzato, rispettivamente con un calo del -56,7% e -50,8% rispetto al III trimestre 2004. Infine il settore produttivo segna dal

2004 una contrazione del -38,8%. Da un'osservazione delle variazioni percentuali annue, registrate trimestralmente dal 2004, si evincono variazioni negative accentuate a partire dal 2009. Poche le eccezioni riscontrate: la lieve crescita del settore terziario nel IV trimestre del 2009, quella del settore produttivo riscontrata nell'ultimo trimestre del 2010, i rialzi del terziario e del produttivo nel II trimestre 2011 e infine le variazioni tutte positive registrate nel III trimestre del 2011. Nel 2013 si osserva anche per i settori non residenziali una decelerazione del trend, fortemente negativo nel corso del 2012, nonostante i tassi di calo riscontrati nel III trimestre 2013 risultino in aumento rispetto a quanto evidenziato nel II trimestre 2013. Secondo quanto riportato da Nomisma nel Rapporto sul Mercato Immobiliare 2013, in linea con una situazione economica di crisi, si profila un'ulteriore contrazione dei prezzi degli immobili. A pesare molto sul settore immobiliare è la difficoltà ad ottenere l'erogazione di mutui, che frena un mercato a cui manca liquidità per esprimere un effettivo potenziale di crescita. I mancati crediti alle famiglie, sono la principale causa della pesante contrazione negli acquisti di case, che ha avuto una flessione del 47,4% nel 2012 rispetto al 2011, confermando il trend negativo anche nel 2013. L'entità dei segnali di miglioramento sembra piuttosto modesta, ma potrebbe consentire di ritenere ormai superata la fase più acuta della seconda ondata di crisi. La progressiva attenuazione del calo delle compravendite residenziali e il deciso incremento degli investimenti corporate rispetto ai minimi dello scorso anno appaiono gli indicatori più significativi.

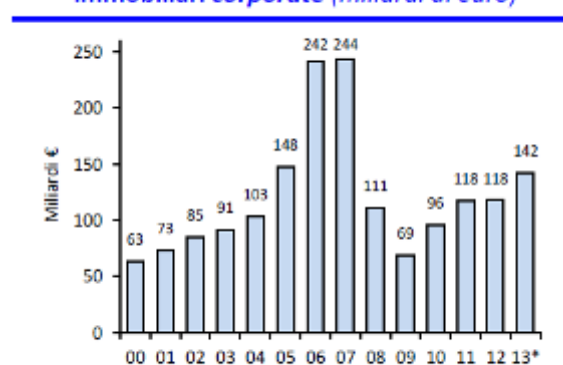
**Italia – Numero di compravendite residenziali**



(\*) Previsioni Nomisma

Fonte: Agenzia delle Entrate e Nomisma

**Italia – Volume degli investimenti Immobiliari corporate (miliardi di euro)**



(\*) Ultimo trimestre 2013: stima Nomisma

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati BNP Paribas RE,

## 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/utigli 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: 3,90% 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: 0,33%;
- 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 primo 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.

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

#### **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:

$$K = CNC + \Delta A + \Delta P$$

dove:

K = Patrimonio Netto Rettificato, cioè il risultato dell'applicazione del metodo analitico-patrimoniale;

$\Delta A$  = 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;

$\Delta P$  = 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 30/06/2013, 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.

BNL – Portfolio Immobiliare – Immobili residui					
UBICAZIONE	LOCALITA'	DESTINAZIONE	VALORE DI MERCATO AL 30.06.2013	VALORE DI MERCATO AL 31.12.2013	DELTA
Roma	Via Bianchini 60	Uffici	€ 10.307.000,00	€ 9.760.000,00	- € 547.000,00
Bologna	Via Mattei 102	Uffici	€ 12.372.600,00	€ 11.800.000,00	- € 572.600,00
Bologna	Via Larga	Galleria commerciale	€ 31.315.000,00	€ 30.330.000,00	- € 985.000,00
Agrate Brianza	Centro Colleoni – Pal. Liocorno	Uffici	€ 17.660.000,00	€ 16.900.000,00	- € 760.000,00
Agrate Brianza	Centro Colleoni – Pal. Pegaso	Uffici	€ 6.250.000,00	€ 6.040.000,00	- € 210.000,00
Gallarate	Centro Malpensa 1	Galleria commerciale	€ 15.340.000,00	€ 14.705.000,00	- € 635.000,00
Genova	Via Fieschi 17	Posti auto	€ 4.510.000,00	€ 3.215.000,00	- € 1.295.000,00
Milano	Via Bernina 10	Uffici	€ 28.535.000,00	€ 26.020.000,00	- € 2.515.000,00
Rozzano	Centro Milanofiori Pal. L-G	Uffici	€ 12.467.500,00	€ 11.305.000,00	- € 1.162.500,00



Villanova D'Albenga	Via Martiri 54	Logistico-industriale	€ 9.022.000,00	€ 8.155.000,00	- € 867.000,00
Pagny	Zone du Technoport	Logistico-industriale	€ 5.100.000,00	€ 5.100.000,00	€ 0,00

Per un totale di:

**€ 143.330.000,00**

**(Euro cento quarantatré milioni trecento trenta mila/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>€ 5.100.000</b>
Valore delle società	
<i>CONSORTIUM VELIZY BUREAUX SAS</i>	<b>€ 4.967,18</b>
<i>PAGNY BOURGOGNE SAS</i>	<b>€ 76.029,28</b>
<i>SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg S.à.r.l.</i>	<b>- € 14.851.795,64 (valore negativo)</b>
Valore delle quote detenute dal Fondo	
<i>SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg SARL (100%)</i>	<b>- € 14.851.795,64 (valore negativo)</b>
<i>SAS Consortium Velizy (0,000019%)</i>	<b>+ € 0,00</b>

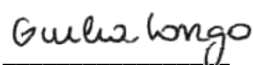
## 10. NOTA CONCLUSIVA

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



Arch. Giulia Longo