



Quinto aggiornamento semestrale – Fondo BNP “BNL Portfolio Immobiliare”

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

RELAZIONE INTRODUTTIVA

31 dicembre 2014

PREPARATO DA:
Colliers Real Estate Services Italia S.r.l. con
socio unico

PREPARATO PER:
BNP Paribas REIM SGR S.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	14
7.1	TEORIA E PRASSI DEL SETTORE IMMOBILIARE	14
8.	ASSUMPTION	15
8.1	IL REPORT DI VALUTAZIONE	15
8.2	TASSI	16
8.3	FONTI ADOTTATE	17
8.4	CONSISTENZE	17
8.5	CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI	17
8.6	IL CRITERIO SINTETICO COMPARATIVO	17
8.7	IL CRITERIO REDDITUALE PER CAPITALIZZAZIONE DIRETTA	18
8.8	IL CRITERIO DEI FLUSSI DI CASSA SCONTATI, LA DCFA	18
8.9	IL CRITERIO PATRIMONIALE SEMPLICE	18
9.	CONCLUSIONI ED ANDAMENTO DEL FONDO RISPETTO ALLA PRECEDENTE SEMESTRALITA'	19
10.	NOTA CONCLUSIVA	20

1. EXECUTIVE SUMMARY

Data di valutazione	31/12/2014
Descrizione della Proprietà	<p>Patrimonio Immobiliare del Fondo BNL Portfolio Immobiliare alla data del 31/12/2014</p> <ul style="list-style-type: none"> - Fabbricati a reddito, locati o destinati alla locazione - Partecipazioni Azionarie
Premessa di valutazione	<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>
Localizzazione delle Proprietà	Roma, Bologna, Villanuova d’Albenga, Milano, Agrate Brianza, Rozzano, Gallarate, Genova, Pagny.
Valore di Mercato immobili residui	€ 109.595.000,00
Valore di Mercato società estere	- € 946.129,37

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 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 31/12/2014:

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 palazzi 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'
Francia	PAGNY BOURGOGNE SAS
Luxemburg	SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg S.à.r.l.

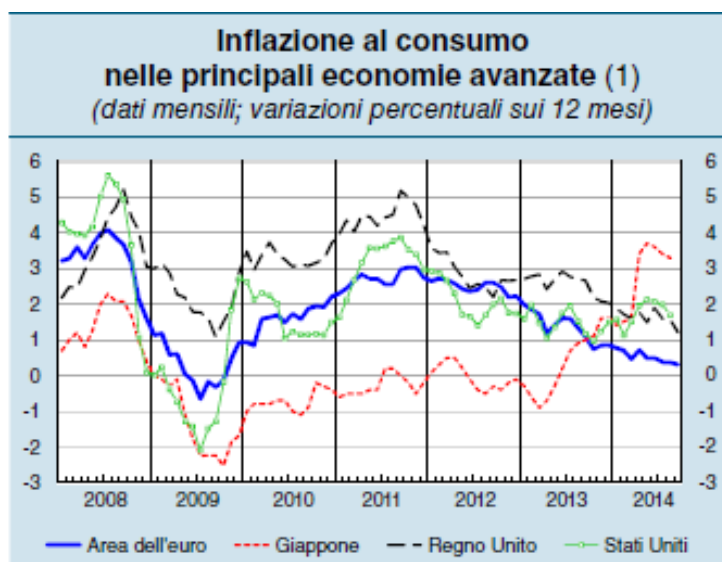
6. IL MERCATO IMMOBILIARE

6.1 SCENARIO MACROECONOMICO¹

L'attività economica mondiale sta deludendo le aspettative. Dopo una crescita nel primo semestre del 2014 inferiore alle previsioni, si prospetta una ripresa incerta, modesta e limitata ad alcune aree. Il commercio mondiale ha risentito nella prima parte dell'anno della flessione delle importazioni dei paesi emergenti; sulla base delle stime delle istituzioni internazionali, che potrebbero però rivelarsi ottimistiche, gli scambi dovrebbero riprendere quota nei prossimi mesi. Rispetto allo scorso luglio sono aumentati i rischi di un indebolimento dello scenario macroeconomico internazionale. La crescita economica prosegue anche se non decolla: l'accelerazione di alcuni paesi compensa il rallentamento di altri, e a livello globale il ritmo dell'espansione rimane blando. La ripresa economica europea si è andata indebolendo nel corso degli ultimi mesi, mentre la drastica revisione al ribasso delle previsioni per gli Stati Uniti, dovuta a fattori transitori, maschera una performance nel complesso positiva. I paesi emergenti non sfuggono allo scenario di rallentamento, per alcuni di essi (Brasile, Russia, Turchia) molto marcato. La ripresa si consolida dunque negli Stati Uniti e nel Regno Unito ma rallenta nei principali paesi emergenti.

Le proiezioni dell'FMI, diffuse in ottobre, indicano che la crescita del prodotto mondiale sarebbe pari al 3,3 per cento quest'anno e al 3,8 nel 2015. Rispetto a quanto prefigurato in luglio, le stime sono state riviste lievemente al ribasso, a causa di peggiori prospettive di crescita nell'area dell'euro e in Giappone, solo in parte compensate dal miglioramento di quelle negli Stati Uniti. Nel confronto con lo scorso luglio i rischi di un rallentamento dell'economia mondiale si sono acuiti: l'incertezza è aumentata, con l'aggravarsi della crisi tra Russia e Ucraina e l'insorgere di nuove tensioni in Medio Oriente. Nel medio termine pesa il rischio che un periodo prolungato di bassa inflazione in alcuni paesi avanzati ostacoli il ritorno ai livelli di crescita pre-crisi.

La dinamica dei prezzi rimarrà modesta quasi ovunque. Tuttavia, la diversa velocità della ripresa e gli andamenti valutari stanno facendo divergere sempre più gli andamenti dei prezzi. L'inflazione è in risalita negli Stati Uniti e in Giappone, mentre si prevede che rimarrà bassa ancora per molto tempo nell'Eurozona. I movimenti valutari dovrebbero presto portare a un'inversione delle tendenze per Stati Uniti ed Eurozona.



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

¹ Fonte: Banca d'Italia

Il lento processo di “uscita” dalla “grande crisi” per l’Eurozona sta incontrando difficoltà, soltanto in parte riconducibili alle conseguenze della crisi russo-ucraina. La ripresa economica ha perso slancio nel corso dell’estate: l’Italia non riesce ad uscire dalla fase recessiva, la Francia sta attraversando una fase di sostanziale stagnazione, e ora anche l’economia tedesca è tornata a rallentare. Come risultato, le previsioni di crescita sono state tagliate sia per il 2014, sia per il 2015. Il calo dell’inflazione superiore alle attese è spiegato in larga parte da energia e alimentari, con il contributo del tasso di cambio. Il contributo del cambio da negativo dovrebbe tornare ad essere moderatamente positivo nei prossimi mesi. In prospettiva, però, la ripresa dell’inflazione all’1,2% nel 2015, dallo 0,6% del 2014, potrebbe essere frenata dall’ampiezza della capacità produttiva inutilizzata. Le misure adottate dalla BCE fra giugno e settembre sono state superiori alle attese; hanno contribuito alla stabilizzazione del cambio, alla compressione dei tassi monetari e a un maggiore sganciamento dai tassi americani. Nei prossimi mesi l’attenzione sarà concentrata sull’implementazione delle misure più importanti (TLTRO e programma di acquisto delle cartolarizzazioni di crediti bancari). Il passo più radicale di un programma esteso di acquisti di titoli di stato potrebbe essere considerato se gli sviluppi macroeconomici mettessero in discussione lo scenario di ripresa reale e di ritorno dell’inflazione verso l’obiettivo del 2%.

Il Consiglio direttivo della BCE ha reso l’orientamento della politica monetaria ancora più accomodante; in settembre ha ridotto i tassi ufficiali, portando quello sulle operazioni di rifinanziamento principali allo 0,05 per cento e quello sui depositi presso l’Eurosistema a -0,20. La riduzione dei tassi ufficiali si è prontamente trasmessa alle condizioni monetarie e finanziarie e al tasso di cambio. Nella media di settembre il tasso Eonia è diminuito di circa 10 punti base rispetto al valore medio osservato in giugno, collocandosi poco al di sotto dello zero all’inizio di ottobre; quello sui prestiti interbancari a tre mesi senza garanzia (Euribor) si è ridotto di 15 punti base, allo 0,08 per cento. Il cambio dell’euro si è deprezzato del 6 per cento rispetto al dollaro e del 3 per cento in termini effettivi nominali.



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 settembre 2009 a settembre 2014. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters Datastream

6.2 L’ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO²

Dopo la stabilizzazione dell’attività nella seconda metà del 2013, l’economia italiana è tornata a indebolirsi in primavera per il calo degli investimenti. Nel terzo trimestre il PIL avrebbe segnato una nuova lieve flessione. A fronte di un modesto miglioramento della spesa delle famiglie, l’accumulazione di capitale risente dell’accresciuta incertezza circa l’andamento della domanda e del permanere di ampi margini di capacità inutilizzata. La debolezza dell’attività si ripercuote sull’inflazione, marginalmente negativa in agosto e settembre (-0,2 e -0,1 per cento sui dodici mesi,

² Fonte: OMI, Nomisma, Scenari immobiliari

rispettivamente). È rimasta positiva al netto delle componenti più volatili come i prezzi dei beni energetici e alimentari, ma è comunque scesa, raggiungendo in agosto il valore più basso mai registrato (0,4 per cento). Vi sono segnali di miglioramento delle condizioni del credito, ma non sono generalizzati. Il costo dei prestiti è diminuito, rispondendo alla riduzione dei tassi ufficiali; si sono stabilizzate le erogazioni di mutui alle famiglie, mentre continua la flessione del credito alle imprese. Secondo i sondaggi le difficoltà di accesso al credito bancario si attenuerebbero, ma restano elevate per le imprese di minore dimensione. L'attività produttiva nell'industria e nelle costruzioni risente dell'incertezza circa le prospettive della domanda. Nel corso dell'estate gli indicatori di fiducia, fino ad allora in continuo miglioramento, sono lievemente peggiorati in tutti i principali comparti produttivi. L'accumulazione di capitale stenta ancora a ripartire. Resta debole l'attività nel settore delle costruzioni. Nel bimestre luglio-agosto la produzione edile è scesa dello 0,7 per cento rispetto al secondo trimestre. Nella rilevazione Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore i giudizi sulle prospettive a breve termine formulati dalle imprese del settore sono peggiorati, ma risultano ancora meno pessimistici rispetto alla fine dello scorso anno.

Le compravendite di abitazioni, dopo la caduta registrata dall'avvio della crisi globale, restano stabili sui bassi livelli raggiunti alla fine del 2012, seppur con oscillazioni tra un periodo e l'altro. Nel secondo trimestre di quest'anno, al netto della stagionalità, sono scese, compensando però l'aumento del periodo precedente derivante dalla riduzione delle imposte catastali e di registro. Si è di nuovo attenuata la flessione dei prezzi delle abitazioni (-0,6 per cento sul primo trimestre).

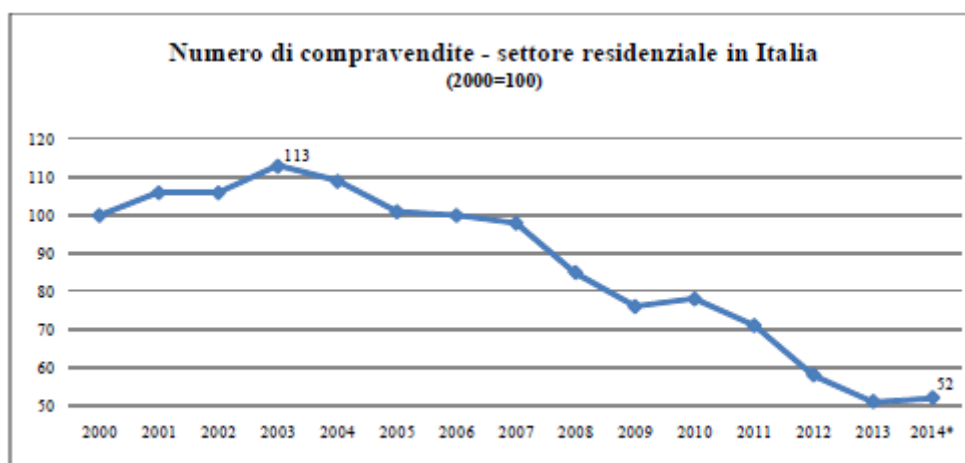
Il mercato immobiliare italiano ha assistito a una attenuazione della fase negativa che lo caratterizzava ormai da anni, anche se ha continuato a subire l'influenza di fattori sfavorevoli che hanno portato a una contrazione in tutti i comparti, sebbene in misura meno marcata rispetto all'anno precedente. Il mercato ora è fortemente polarizzato, diviso fra alcuni comparti con performance brillanti da un lato e settori di mercato che accusano maggiormente l'impatto di una forte percezione di rischio da parte degli investitori. L'economia si è contratta oltre il previsto. La domanda interna è rimasta fragile a causa della debolezza dei consumi, frenati dalla disoccupazione in costante aumento. L'erogazione di credito alle famiglie per l'acquisto di un'abitazione è diminuita, nonostante la domanda di mutui sia aumentata, indicando la fragilità economica di chi desidera acquistare casa e non riesce a soddisfare i requisiti richiesti dagli istituti di credito. L'instabilità politica e la mancanza di riforme necessarie alla crescita hanno tenuto in bilico la percezione del rischio Paese. La ripresa del mercato immobiliare stenta a decollare. Confermata dai dati positivi relativi al primo trimestre 2014 e dall'aumento dei mutui erogati, in realtà è troppo presto per leggere nei numeri un'inversione di tendenza. Sul mattone ancora pesano le stime al ribasso sul Pil e i tassi di interesse ai minimi storici applicati dalle banche. Ecco perché diventa fondamentale, per chi vende o acquista immobili, conoscere quali sono i fattori che maggiormente influenzano l'andamento delle compravendite e dei prezzi del mattone in questo contesto di mercato.

Nonostante la complessità del quadro sociopolitico ed economico che ha caratterizzato la penisola negli ultimi dodici mesi, si è assistito ad un ritorno dell'interesse per il mercato immobiliare italiano da parte degli investitori esteri, particolarmente attivi dalla seconda metà del 2013. Si è passati da un mercato completamente ingessato a uno decisamente più dinamico, grazie ad una generalizzata diminuzione del valore degli immobili ed un aumento medio dei rendimenti. L'interesse è rivolto soprattutto a investimenti a basso rischio con un ritorno interessante, in confronto agli altri Paesi europei. Si è verificata una sostituzione degli investitori di lungo periodo con quelli di breve periodo. È importante sottolineare che le transazioni effettuate dagli investitori esteri sono state realizzate soprattutto in ottica di fiducia della ripresa nei prossimi tre o cinque anni, anziché sulla percezione di una risalita del mercato già avviata.

Il mercato immobiliare italiano nel II trimestre 2014 presenta nuovamente un segno negativo, con un tasso tendenziale riferito al totale delle compravendite pari a -3,6%. Si rammenta, però, che il dato positivo dello scorso trimestre (+1,6%) era imputabile soprattutto agli effetti della traslazione ai primi mesi del 2014 della stipula degli atti di compravendita, potendo in tal modo avvalersi del più vantaggioso regime delle imposte di registro, ipotecaria e catastale in vigore dal 1° gennaio 2014. Il calo delle compravendite, se confrontato con i tassi tendenziali nei trimestri antecedenti quelli interessati dall'effetto del nuovo regime fiscale (ante IV trimestre 2013), risulta attenuato in tutti i settori.

La contrazione del comparto residenziale, alimentata principalmente dalle difficoltà di accesso al credito, nonostante sia stata più morbida rispetto al crollo del 2012, ha influito pesantemente sull'andamento negativo del mercato immobiliare in generale. Tuttavia si avvertono segnali di risveglio, principalmente nelle grandi città, mentre i piccoli centri mostrano ancora pesanti debolezze. Si tratta di spiragli positivi che riguardano soprattutto il prodotto usato, le nuove costruzioni invece manifestano ancora un'elevata sofferenza. La domanda presente è quella di sostituzione, mentre è quasi inesistente quella per investimento. Sono attive quasi sempre le famiglie di fascia media, desiderose di acquistare una casa per cogliere le opportunità proposte a quotazioni vantaggiose. L'offerta è abbondante, le nuove costruzioni rimangono a lungo sul mercato in seguito ai costi elevati di realizzazione e per i quali è difficile concedere ulteriori sconti.

La perdita dei volumi di compravendita di abitazioni, registrata a livello nazionale, si presenta con segni discordi e intensità diverse se si distingue il mercato nei capoluoghi da quello nei comuni minori, in ciascuna area geografica. In particolare le compravendite di abitazioni nei capoluoghi, 36.885 NTN nel complesso nazionale, sono in rialzo dell'1,8% rispetto al II trimestre 2013 conservando, pertanto, il segno positivo guadagnato nello scorso trimestre, quando però il rialzo era ben più elevato, +8,8%, ma imputabile per larga parte al rinvio di parte dei rogiti ai primi mesi del 2014. Nei comuni minori il mercato, dopo il rialzo del I trimestre (+1,7%), torna in campo negativo e, con 70.710 NTN, segna un calo del -2,4%.



* Previsione
Fonte: Scuarini Immobiliari

I prezzi hanno proseguito la discesa iniziata nel 2008, arrivando a perdere in media il venticinque per cento in sei anni. La flessione media è stata del due per cento (valori nominali) nel corso del 2013, con cali più marcati nelle piccole città, dove in media le abitazioni hanno perso il 3,5 per cento del loro valore, rispetto alle grandi città, dove i cali sono stati nell'ordine dell'uno per cento. Tale repricing proseguirà ancora nel corso del 2014, seppure in misura meno marcata, avvicinandosi al punto di possibile inversione di tendenza che potrebbe avvenire nel corso del 2015, almeno per quanto riguarda i centri urbani più attivi.

Tra le città che più hanno limitato la caduta dei prezzi ci sono Venezia, Roma, Bologna, Milano e Firenze, vale a dire i centri principali del centro nord, le grandi città con maggiore dinamismo e attrattività. Si confermano segnali negativi sul fronte dei prezzi invece per le principali città del sud e delle isole: Cagliari, Bari, Catania, Palermo e Napoli hanno fatto registrare cali importanti nelle quotazioni, in particolare nelle zone periferiche, con diminuzioni medie annue fino al sette/otto per cento. L'offerta di nuovo risulta in continuo calo, come si evince anche dai dati relativi al rilascio di permessi di costruire per nuove abitazioni, con una flessione del 37 per cento nel primo semestre del 2013 rispetto

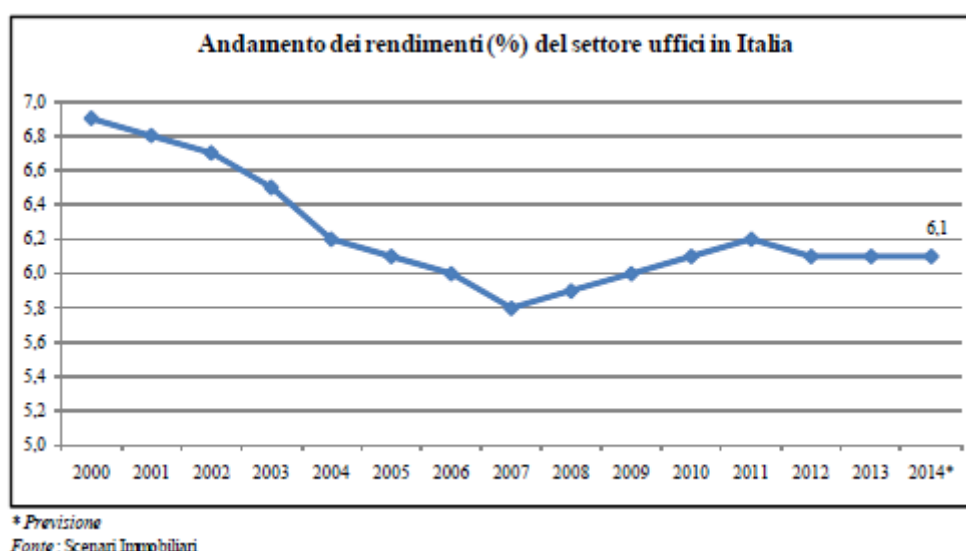
allo stesso periodo dell'anno precedente (fonte Istat), scendendo sotto la soglia delle 15mila nuove abitazioni a trimestre.

Il mercato immobiliare degli uffici è strettamente legato alla situazione economica e risulta quindi tra quelli che più soffrono il lungo periodo di recessione che ha colpito il paese. Nonostante il perdurare di una situazione difficile per le imprese e per le famiglie, la seconda parte del 2013 ha visto qualche segnale positivo, con un ritorno di interesse per l'Italia da parte anche di investitori internazionali. È proseguita anche lo scorso anno la tendenza alla riorganizzazione e alla razionalizzazione degli spazi occupati dalle imprese, alla ricerca di un contenimento dei costi generali di manutenzione e di un risparmio dei costi energetici. Così come prosegue la tendenza alla rinegoziazione dei canoni di affitto, con i proprietari che tendono a concedere sconti importanti per trattenerne un inquilino sicuro.

Il mercato degli uffici prosegue dunque la crisi iniziata nel 2008, dopo il lieve rimbalzo del 2011, con un importante calo del fatturato anche nel 2013, circa il nove per cento in meno rispetto all'anno precedente. Complessivamente gli immobili ad uso ufficio hanno movimentato un giro d'affari di 5,9 miliardi a livello nazionale, dato che segna un ritorno indietro di circa dieci anni, ai livelli del 2003. Nel 2013 si è registrata una ulteriore discesa delle quotazioni degli uffici nelle principali città italiane, con un calo del tre per cento dei valori medi nominali e un calo del 3,6 dei canoni, con una stabilità dei rendimenti medi al 6,1 per cento.

Analizzando più nel dettaglio l'andamento dei prezzi nei capoluoghi di provincia, si osserva che solo Milano e Roma non hanno visto il segno meno nelle variazioni annuali, con un più 0,1 per cento per il capoluogo lombardo e una stabilità delle quotazioni per la capitale. Nel corso dell'anno il fatturato dovrebbe subire ancora un leggero calo, attorno all'1,7 per cento. Tuttavia, il mercato degli uffici italiano sta tornando interessante per gli investitori stranieri, grazie anche a un possibile miglioramento dell'economia e a una maggiore stabilità politica. Gli investimenti privilegiati riguarderanno la fascia alta del mercato, ovvero gli immobili di elevata qualità, in nuovi complessi direzionali e con una buona accessibilità. Milano rimane la città che attrae la maggior quantità di investimenti, seguita da Roma che però ha un mercato limitato in relazione alle dimensioni della città e con uno stock prevalentemente costituito da immobili datati.

I rendimenti medi sono rimasti costanti nel 2013, pari al 6,1 per cento, e si prevede una stabilità anche per l'anno in corso. Il tasso di assorbimento medio degli uffici ha toccato la quota più bassa degli ultimi anni, pari al 35 per cento totale e al 33 per cento per il nuovo, ma le previsioni per il 2014 sono di una leggera ripresa.



Il settore terziario, che comprende le unità immobiliari censite in catasto come uffici e istituti di credito, con 2.182 NTN mostra nel II trimestre 2014 un tasso tendenziale del -6,9% proseguendo in tal modo il trend negativo che vede il

comparto in perdita per l'undicesimo trimestre consecutivo. Tra le diverse aree geografiche la contrazione maggiore si riscontra al Centro, -22,3%, segue il Sud con un calo del 4,3% e infine il Nord perde il 2,2% degli scambi del settore.

Nel corso dei primi sei mesi del 2014, il mercato direzionale nazionale ha mostrato dunque un arretramento rispetto a quanto osservato nel corso dello stesso periodo del 2013. Rispetto agli 1,3 miliardi di euro investiti a consuntivo dell'anno precedente, i circa 340 milioni di euro registrati nel primo semestre non paiono garantire il raggiungimento di livelli analoghi. In aggiunta, tutte le transazioni si sono concentrate pressoché interamente sul mercato di Milano e, dunque, senza una ripresa degli altri mercati cittadini, e in particolare di quello di Roma, il totale investito rischia di attestarsi su livelli inferiori rispetto al passato. Alla luce di tali dinamiche, la ripresa osservata nel corso del 2013 sembra essersi temporaneamente attenuata nel segmento degli uffici.

L'andamento del mercato immobiliare commerciale ha rispecchiato a tutto campo le dinamiche economiche negative che hanno contraddistinto il 2013 e la prima parte del 2014, seguendo la scia decrescente dei principali indicatori, protrattasi quasi per l'intero anno con un'attenuazione dei fenomeni solo nell'ultimo trimestre. Il comparto continua ad essere fortemente penalizzato dal persistere della riduzione dei consumi, che risentono a sua volta della contrazione del reddito disponibile (calato di oltre tre punti percentuali dal 2010 ad oggi) e dalle problematiche occupazionali in costante aumento (con un tasso di disoccupazione arrivato al 12,9 per cento).

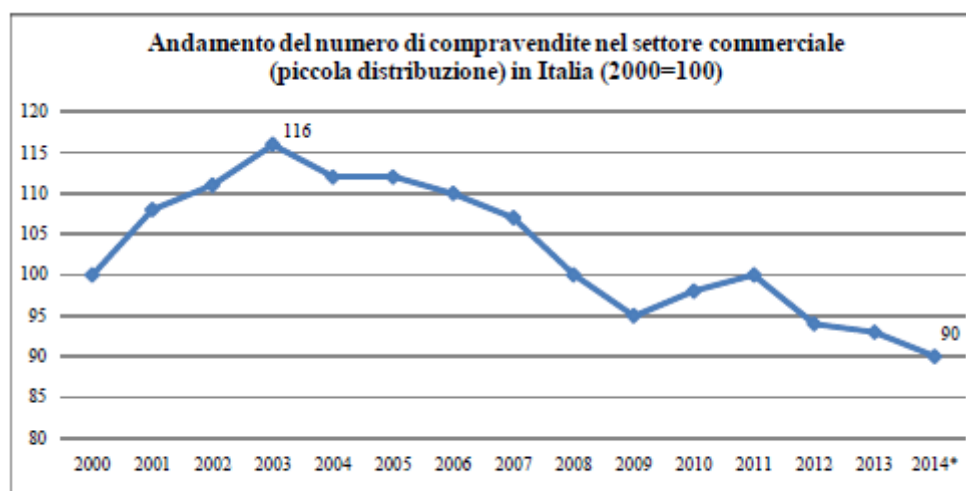
Ad agosto 2014 l'indice destagionalizzato delle vendite al dettaglio (valore corrente che incorpora la dinamica sia delle quantità sia dei prezzi) segna una lieve diminuzione (-0,1%) rispetto al mese precedente. Nella media del trimestre giugno-agosto 2014, l'indice mostra una flessione (-0,6%) rispetto ai tre mesi precedenti. Nel confronto con luglio 2014, le vendite segnano una diminuzione sia per i prodotti alimentari (-0,1%) sia per quelli non alimentari (-0,2%). Rispetto ad agosto 2013, l'indice grezzo del valore totale delle vendite registra una diminuzione del 3,1%. Variazioni tendenziali negative si registrano per le vendite sia di prodotti alimentari (-3,7%) sia di prodotti non alimentari (-2,5%). Con riferimento alla forma distributiva, nel confronto con il mese di agosto 2013 le vendite diminuiscono sia per le imprese della grande distribuzione (-2,7%) sia per quelle operanti su piccole superfici (-3,4%). Nei primi otto mesi del 2014, l'indice grezzo diminuisce dell'1,3% rispetto allo stesso periodo del 2013. Una variazione negativa si è registrata sia per le vendite di prodotti alimentari (-1,3%) sia per quelle di prodotti non alimentari (-1,2%).

Quindi anche nel primo mese del pieno godimento del bonus Irpef di 80 euro, incassato a fine maggio, e nei mesi successivi, il commercio continua a dare segnali di sofferenza. La discesa segue il balzo segnato nel mese di maggio, quando erano stati raggiunti i massimi da circa tre anni. Un vantaggio ora completamente annullato (siamo di nuovo ai livelli di giugno). Inoltre il clima di fiducia nelle imprese manifatturiere, cuore pulsante dell'industria, segna ad agosto una flessione decisa, passando a 95,7 da 99,1 di luglio. È il livello più basso da un anno preciso. La fiducia scende anche negli altri settori: nelle costruzioni, nei servizi di mercato e nel commercio al dettaglio. I dati Istat sulle vendite al dettaglio di giugno dimostrano dunque come il bonus da 80 euro introdotto in busta paga dal governo Renzi si sia rivelato un flop e non ha prodotto alcun risultato sul fronte dei consumi e delle vendite.

È in corso una polarizzazione delle abitudini di consumo in relazione al tipo di struttura. Gli acquisti si realizzano, da un lato, nei centri commerciali di grandi dimensioni, in grado di offrire esperienze, dove la frequenza è occasionale (in media una volta al mese), dall'altro, si comprano i beni nei negozi di prossimità con un'assiduità molto più elevata. Per i centri commerciali si sono attenuate le riduzioni dei fatturati. Nel 2013 la contrazione è stata del 2,6 per cento, rispetto all'anno precedente (nel 2012 era stata del 3,2 per cento, in confronto al 2011). Tuttavia si sono registrate differenziazioni per tipologia di prodotto. Si sono calmierati le contrazioni per alcuni prodotti, che nel 2012 invece erano state più intense, quali, abbigliamento (meno 1,9 per cento anziché meno 2,5 per cento), cultura e tempo libero (meno 1,4 per cento al posto di meno 5,5 per cento) ed elettronica (meno 5,1 invece di meno 7,4 per cento). Si sono intensificati le diminuzioni dei fatturati per altri prodotti, che nel 2012 non presentavano particolari livelli di sofferenza, quali, cura della persona (meno 1,9 per cento anziché più 0,2 per cento) e ristorazione (meno 0,7 per cento al posto di un più 0,8 per cento). Si tratta di un allentamento verificatosi per i centri meglio performanti, ovvero strutture nuove o di recente ammodernamento, con un ampio bacino d'utenza, dotate di buona accessibilità e fornite di un elevato livello di servizi. Per tutti gli altri centri le sofferenze sono state maggiori e di conseguenza il livello di turnover di insegne è stato più elevato. L'ambiente urbano rappresenta attualmente un'area importante per lo sviluppo del commercio. La Gdo in passato si era estesa principalmente in periferia o fuori città, attualmente cerca di collocarsi nell'area urbana, andando ad incrociare le abitudini dei consumatori che preferiscono realizzare gli acquisti

in città, riducendo al massimo tempo e costi di eventuali spostamenti. In relazione alla domanda, si assiste ad un orientamento dei marchi ad avere una vetrina con il proprio brand, escludendo completamente l'intermediazione. In questo caso, le collocazioni preferite sono le principali vie di passaggio, i punti nevralgici e le piazze più rinomate delle principali città. Per questi spazi commerciali la domanda è elevata e l'offerta scarsa, con conseguente tenuta delle quotazioni oppure innalzamento per le posizioni più ricercate.

Il mercato immobiliare commerciale è caratterizzato dalla stessa polarizzazione che contraddistingue i consumi, discretamente attivo nelle zone prime delle aree urbane e nei centri commerciali performanti, quasi fermo nelle aree secondarie o periferiche e nelle strutture meno competitive. Tuttavia, dalla seconda parte del 2013 si è registrato un crescente interesse da parte degli investitori internazionali, che hanno indirizzato le proprie scelte verso il real estate commerciale. L'elevata liquidità disponibile a livello globale ha trovato attrattività nel prodotto retail di qualità superiore. Lo dimostrano le transazioni effettuate nel corso del 2013, fatte da investitori internazionali su centri commerciali importanti. L'andamento del mercato immobiliare commerciale nel 2013 è stato mediamente più vivace in termini di fatturato, più calmierato in relazione ai metri quadrati. Questo principalmente perché sono stati oggetto di transazioni importanti asset con valori di mercato elevati. Nel complesso il fatturato del comparto ha registrato una contrazione di meno quattro per cento, rispetto al valore dell'anno precedente, raggiungendo quota 7,2 miliardi di euro. Maggiore è stata la contrazione per il commerciale piccola distribuzione, con una variazione di meno 8,3 per cento (per un fatturato pari a 2,2 miliardi di euro), mentre ha fatto meglio la grande distribuzione, meno 2,0 per cento (scendendo da 5,1 a 5 miliardi di euro).



* Previsione

Fonte: Scenari Immobiliari

Le quotazioni sono scese mediamente, a livello nazionale, del 4,1 per cento nei prezzi di vendita e del 5,5 per cento nei canoni di locazione. Le variazioni sono state più accentuate nelle piccole città (meno 4,6 per cento nei prezzi e meno 6,6 per cento nei canoni di locazione), rispetto alle città intermedie (meno 4,2 per cento e meno 5,6 per cento rispettivamente per prezzi e canoni di locazione). Per le grandi città la diminuzione è stata più contenuta (meno 3,4 e meno per cento per i prezzi e meno 4,4 per cento per i canoni di locazione), ad eccezione delle posizioni prime dove i valori sono rimasti sostanzialmente stabili, oppure in alcuni casi in leggero aumento. Per fine 2014 si attende un rallentamento della discesa, con un fatturato atteso sostanzialmente stabile per la grande distribuzione, in leggera diminuzione per la piccola distribuzione (meno 2,2 per cento) dovuto ad un'ulteriore diminuzione delle transazioni delle piccole metrature.

Nel II trimestre del 2014, come già riportato, il settore commerciale riprende la serie negativa in corso dal IV trimestre 2011, interrotta solo nello scorso trimestre, con un calo pari a -5,1% rispetto al II trimestre 2013. La flessione riguarda tutte le aree territoriali, con il Sud che segna il calo maggiore, -9%, il Centro che mostra una perdita del -8,8%, e infine il Nord che registra un lieve tasso di calo, -0,7%. Il dato positivo è il risultato dei rialzi registrati a Milano (+20,1%), Torino (+12,5%, già in crescita nel I trimestre 2014), Genova (+34,6%) e Firenze (+0,3%). Continuano a diminuire i volumi di compravendita di immobili commerciali a Roma (-7,4%), mentre ritornano in campo negativo i mercati nelle città di Napoli (-8,4%), Palermo (-19,5%) e Bologna (-2,6%) dopo i rialzi registrati nel primo trimestre dell'anno.

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 apparendo 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 2024: 1,91% 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: 0,18%;
- 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 2014 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.

Valore di mercato = Superficie Commerciale x 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 30/06/2014, 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 e della TASI, che però è stata adottata solo da alcuni comuni. 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 31.12.2014	VALORE DI MERCATO AL 30.06.2014	DELTA
Roma	Via Bianchini 60	Uffici	€ 8.890.000,00	€ 9.210.000,00	- € 320.000,00
Bologna	Via Mattei 102	Uffici	€ 10.610.000,00	€ 11.185.000,00	- € 575.000,00
Agrate Brianza	Centro Colleoni – Pal. Liocorno	Uffici	€ 16.675.000,00	€ 16.685.000,00	- € 10.000,00
Agrate Brianza	Centro Colleoni – Pal. Pegaso	Uffici	€ 5.795.000,00	€ 5.800.000,00	- € 5.000,00
Gallarate	Centro Malpensa 1	Galleria commerciale	€ 14.690.000,00	€ 14.710.000,00	- € 20.000,00
Genova	Via Fieschi 17	Posti auto	€ 2.870.000,00	€ 2.910.000,00	- € 40.000,00
Milano	Via Bernina 10	Uffici	€ 27.320.000,00	€ 27.720.000,00	- € 400.000,00
Rozzano	Centro Milanofiori Pal. L-G	Uffici	€ 11.295.000,00	€ 11.305.000,00	- € 10.000,00
Villanova D'Albenga	Via Martiri 54	Logistico-industriale	€ 7.850.000,00	€ 8.035.000,00	- € 185.000,00
Pagny	Zone du Technoport	Logistico-industriale	€ 3.600.000,00	€ 4.850.000,00	-€ 1.150.000,00

Per un totale di:

€ 109.595.000,00
(Euro cento nove milioni cinquecento novantacinque 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>	€ 3.600.000,00
Valore delle società	
<i>PAGNY BOURGOGNE SAS</i>	- € 1.568.879,38
<i>SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg S.à.r.l.</i>	- € 946.129,37
Valore delle quote detenute dal Fondo	
<i>SAC Portfolio Immobiliare Luxembourg SARL (100%)</i>	- € 946.129,37

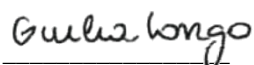
10. NOTA CONCLUSIVA

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 con socio unico

A handwritten signature in black ink that reads "Giulia Longo". The signature is written in a cursive, flowing style.

Arch. Giulia Longo