

**SCENARI IMMOBILIARI®**

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA**  
**“UniCredito Immobiliare Uno”**  
**ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2010**

*Luglio 2010*

SEDE LEGALE: PIAZZA FRANCESCO MOROSINI, 12 – 00136 ROMA  
SEDE OPERATIVA: VIA VERZIERE, 11 – 20122 MILANO – TEL. 02/36564523 – FAX 02/36564791  
VIA LORENZO MAGALOTTI, 15 – 00198 ROMA – TEL. 06/8558802 R.A. – FAX 06/84241536  
VIA BERTINI, 3/A – 20154 MILANO - TEL. 02/33100705 – FAX 02/33103099  
SITO INTERNET: [www.scenari-immobiliari.eu](http://www.scenari-immobiliari.eu)

## *Indice*

### *INTRODUZIONE*

<i>1. Premessa</i>	<i>pag.</i>	<i>1</i>
<i>2. Andamento del mercato immobiliare</i>		<i>2</i>
<i>3. Criteri di valutazione delle partecipazioni</i>		<i>10</i>
<i>4. Definizione di valore corrente di mercato</i>		<i>13</i>
<i>5. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>		<i>15</i>
<i>6. Documentazione esaminata e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>		<i>16</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>		<i>16</i>
<i>8. Conclusioni</i>		<i>19</i>

### *ALLEGATI*

Milano, 15 luglio 2010

**SPETTABILE**  
**TORRE SGR SPA**  
Via Mario Carucci, 131  
00143 - Roma

### ***1. Premessa***

In relazione all'incarico ricevuto da **TORRE SGR SPA**, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2010, dei seguenti asset:

	<b>CITTA'</b>	<b>INDIRIZZO</b>
<b>Immobili</b>		
1	Roma	Via Boncompagni, 72
2	Stezzano	Viale Europa, 2
3	Milano	Bicocca
4	Milano	Via Tolstoj, 61
5	Verona	Via Mutilati, 3
6	Pordenone	Via Grigoletti, 72
7	Perugia	Piazza S. Marco
8	Trieste	Via Stock, 4
9	Trieste	Via Miramare, 1
10	Roma	Via Dehon
11	Milano	Via Larga
12	Piedimonte S. G.	Via Casilina
13	Terni	Via Narni, 99
14	Milano	F. Testi, 327
<b>Partecipazioni</b>		
1	Stremmata	
2	Emporikon	

## ***2. Andamento del mercato immobiliare***

### **LO SCENARIO**

#### **LO SCENARIO INTERNAZIONALE**

Il primo semestre del 2010 ha mostrato significativi segnali di ripresa nella maggior parte delle economie mondiali, sebbene ad un ritmo differenziato nelle diverse parti del mondo.

Cina, India e gli altri mercati asiatici emergenti, insieme a Brasile e Medio Oriente, giocano un ruolo cruciale nella ripresa. Al contrario, lo sviluppo economico in Europa, Stati Uniti e Giappone rimane incerto e sostenuto dal debito pubblico, che ha assunto proporzioni drammatiche sia in alcuni Paesi piccoli, come Grecia, Irlanda e Islanda, che in quelli più grandi, come Giappone, Gran Bretagna e Stati Uniti.

Nel 2010 il Pil dovrebbe aumentare dello 0,7 per cento sia nell'Unione europea che nell'area dell'euro, mentre si prevede un'inflazione dell'1,4 per cento nell'Unione europea e dell'1,1 per cento nell'area dell'euro.

In Europa permangono numerose problematiche, quali la debolezza della produzione industriale (che ha registrato una crescita marginale negli ultimi mesi e continua ad essere al di sotto di circa un quinto rispetto ai livelli precedenti la crisi), il calo delle esportazioni nella maggior parte dei Paesi, il crescente debito pubblico e, soprattutto, un tasso di disoccupazione in costante aumento, soprattutto tra i giovani. Le incertezze del mercato del lavoro, a loro volta, frenano la ripresa dei consumi privati e degli investimenti, anche nel settore immobiliare.

Il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che nel 2009 aveva registrato un calo di circa il 13 per cento rispetto al 2008, è in fase di ripresa e il 2010 si dovrebbe chiudere con un aumento intorno all'uno per cento. Pertanto il fatturato complessivo dovrebbe superare i 600 miliardi di euro. Il trend sarà più positivo a livello Eu27, con un aumento previsto intorno al 2,6 per cento.

I miglioramenti più evidenti riguardano il comparto residenziale, che era stato fortemente penalizzato dalla crisi del mercato del lavoro e dal calo dei consumi privati in quasi tutti i Paesi europei. Nonostante il rallentamento dell'attività edilizia e la presenza di abitazioni invendute, la ripresa del mercato è resa possibile da alcuni fattori, quali l'abbassamento dei tassi di interesse, l'atteggiamento meno restrittivo delle banche, le misure governative finalizzate al sostegno del mercato e al miglioramento dello scenario economico.

L'andamento migliore riguarda i Paesi scandinavi, dove i prezzi hanno già registrato qualche aggiustamento verso l'alto e nella seconda parte del 2010 si prevede un deciso incremento dell'attività. Altri mercati, quali Germania, Olanda e Francia si trovano in una situazione intermedia: hanno ormai superato la fase più bassa del ciclo e stanno attraversando un periodo di stabilità, ma dovranno attendere il 2011 per assistere ad una vera ripresa. La situazione peggiore è riscontrabile nelle Repubbliche Baltiche, dove il

crollo del mercato è stato particolarmente pesante, seguite da Spagna, Grecia e Irlanda. In questi Paesi la recessione non è ancora terminata ed i prossimi mesi vedranno ulteriori cali di transazioni, investimenti e quotazioni.

La ripresa del settore degli uffici è più lenta; in generale i prossimi mesi dovrebbero essere caratterizzati da una situazione di sostanziale stabilità nella maggior parte dei mercati, anche se si fanno ancora sentire gli effetti della crisi del mercato del lavoro. La domanda è debole ed è dominata dalla rinegoziazione dei contratti di locazione esistenti più che dalla stipulazione di nuovi contratti. Il crescente squilibrio tra domanda ed offerta ha spinto le vacancy rate verso livelli elevati. Nell'Europa occidentale, il trend peggiore è stato registrato da Madrid, Londra e Dublino, ma i crolli più gravi sono riscontrabili nelle città dell'Europa centrale ed orientale.

Il calo del potere di spesa ha avuto un impatto pesante sul settore commerciale: la domanda ha registrato una forte flessione in quanto le società sono concentrate sul contenimento dei costi di gestione e rimandano i progetti di espansione. Molti gruppi sono usciti dal mercato o hanno deciso di limitare la propria presenza in un numero più ristretto di mercati ed, in ogni caso, tendono a valutare con maggiore attenzione ogni decisione, allungando i tempi di chiusura dei contratti. Tuttavia, le prospettive per il secondo semestre 2010 sono positive, soprattutto con riferimento ai negozi nelle top location e ai centri commerciali situati in posizione strategica. Inoltre, si prevede un'ottima performance dei discount e degli outlet.

Il comparto industriale è in crisi, in quanto ha risentito del calo della produzione industriale e degli scambi commerciali in tutti i Paesi europei. Tuttavia, alcuni settori, quali quello alimentare e dei servizi logistici, hanno mantenuto un discreto livello di attività e guideranno la domanda di spazi industriali anche nel secondo semestre 2010. Grazie alla bassa volatilità del mercato industriale, la flessione dei canoni di locazione è stata modesta rispetto al comparto degli uffici, anche se la concessione di incentivi e sconti ha notevolmente abbassato le quotazioni reali. I prossimi mesi dovrebbero essere caratterizzati da una ripresa della domanda che, accompagnata da un'offerta limitata, contribuirà a conferire stabilità al mercato, ma un aumento dei canoni, in generale, sarà possibile solo a partire dal 2011. La performance migliore riguarderà i complessi logistici moderni ed efficienti, situati nei pressi dei porti e degli aeroporti delle città più importanti.

Il miglioramento della situazione del mercato immobiliare ha avuto riflessi positivi anche sul comparto del risparmio gestito; patrimonio detenuto dalle diverse forme di fondi nel mondo è aumentato di quasi il 7 per cento nel 2009 e dovrebbe crescere di un ulteriore 15 per cento entro la fine del 2010. Nonostante la flessione registrata l'anno scorso, i fondi continuano a mostrare rendimenti competitivi rispetto alla maggior parte degli altri strumenti finanziari.

Nel complesso, la seconda parte del 2010 dovrebbe consolidare i segnali di ripresa emersi a partire dall'ultimo trimestre 2009, nonostante le perduranti difficoltà di molti mercati. Nei prossimi mesi il volume di investimenti sarà limitato, in quanto la maggior parte delle società si dedicherà alla gestione e alla razionalizzazione del proprio patrimonio. Solo i grandi gruppi saranno in grado di espandere il proprio patrimonio, approfittando delle numerose occasioni presenti sui mercati internazionali.

## LO SCENARIO ITALIANO: UN QUADRO D'INSIEME

È prematuro dire che la crisi immobiliare è finita, ma è molto probabile che il peggio sia ormai alle spalle e che sia iniziata una lenta risalita.

Con il peggioramento delle Borse nel secondo trimestre dell'anno 2010, la propensione all'investimento in immobili è salita fortemente sia per le famiglie che per gli investitori istituzionali. Come si vede nella tabella sulle previsioni per il 2010, aggiornata da Scenari Immobiliari a giugno, si nota un rialzo del fatturato per l'intero anno del 3,6 per cento, superando i 113 miliardi di euro. Nessun comparto è negativo.

In ripresa il **residenziale**, con un previsto aumento delle compravendite tra il 5 e l'8 per cento per la fine dell'anno. Per il 2011 si può ipotizzare un ulteriore miglioramento negli scambi e anche un aumento delle quotazioni. La discesa dei prezzi si è fermata dopo il primo trimestre e attualmente la situazione è stabile in quasi tutti i settori. Riprendono leggermente anche le vendite nei nuovi cantieri dopo un lungo stop. Da un lato molti operatori hanno ribassato i listini e dall'altro c'è un più facile accesso al credito da parte dei potenziali compratori a reddito più basso.

Le aree che stanno crescendo di più sono:

a) **residenze di alta gamma**: la domanda, con anche una componente di rientro dallo scudo fiscale, era diventata più attiva già sul finire dello scorso anno, ed attualmente questo mercato sta dando netti segnali di ripresa. Va bene a Milano, Roma, Venezia e nelle località turistiche top

b) **capoluoghi medi del nord** (come Piacenza, Novara, Parma, Modena, Rimini) dove c'è una buona dinamica economica e si assiste ad una leggera ripresa dell'occupazione. Questo, unito anche al calo dei prezzi medi, sta facendo migliorare il mercato cittadino

c) **alcune città del sud**, come Lecce, Bari, Matera e Catania, dove si assiste ad un fenomeno di rientro delle famiglie dalle zone esterne verso il capoluogo.

In generale la domanda è più attiva rispetto alla seconda parte del 2009, stimolata sia da bassi tassi di interesse sui mutui che da una, relativa, maggiore disponibilità delle banche a concedere mutui. Comunque la percentuale mutuabile è sempre intorno al cinquanta per cento e quindi il numero di scambi ne risulta rallentato.

Guardando alle due principali città, il 2009 si è chiuso all'insegna di un ulteriore ridimensionamento di tutti i principali indicatori, ma nel 2010 si stima una stabilizzazione dei valori.

**A Roma** l'andamento delle compravendite residenziali si prevede ancora di lieve segno negativo. Anche il tasso di assorbimento, storicamente piuttosto elevato nella capitale, prosegue il trend negativo (nel 2009 si era fermato al 73 per cento); la stima per l'anno in corso è di un ulteriore lieve calo, più marcato per il comparto delle nuove costruzioni, a causa dell'aumentata offerta sul mercato. Relativamente ai prezzi, la città di Roma ha registrato nel 2009 una flessione moderata rispetto alla media delle altre città europee e per il 2010 è in corso una stabilizzazione delle quotazioni, con possibile aumento compreso tra l'1 e il 2,5 per cento nelle zone centrali.

**A Milano** il mercato immobiliare rappresenta uno dei cardini della trasformazione, ma nell'ultimo triennio gli effetti della recessione economica hanno coinvolto anche gli scambi di case nel capoluogo lombardo, con ripercussioni sui prezzi degli immobili e sul giro d'affari complessivo. La stima di Scenari Immobiliari per la fine dell'anno in corso è di una stabilizzazione del mercato, con ritorno ad una lieve crescita di tutti i valori. Il fatturato si prevede in aumento del 4 per cento circa; i prezzi cresceranno tra l'1,7 per cento della periferia e il 3,5 per cento del centro città, le compravendite aumenteranno in media del 2,5 per cento. Anche l'assorbimento complessivo invertirà il trend, passando dal 76 al 78 per cento.

## IL TERZIARIO

Nel **settore degli uffici** il primo semestre dell'anno è stato caratterizzato da una stabilizzazione dei canoni e dei prezzi medi, con un numero di scambi in lieve incremento rispetto al 2009. Si avvertono i segnali di un ritorno degli investitori italiani (anche per effetto delle risorse da scudo fiscale) ed esteri. Il fenomeno si è però fermato nel mese di giugno in attesa dell'evoluzione della manovra fiscale che ha penalizzato gli investitori esteri e rischia di compromettere lo sviluppo del mercato dei fondi immobiliari.

La domanda terziaria è stabile nel complesso, ma il numero di scambi nelle grandi città è in lieve calo rispetto al secondo semestre 2009. La domanda è alla ricerca soprattutto di immobili più funzionali e di classe A, o vicino.

**A Roma** nell'ultimo biennio il terziario di qualità ha riscontrato, rispetto ai risultati di altre grandi città, una maggiore dinamicità e una crescita più contenuta del tasso di vacancy. Le origini di tale risultato vanno rintracciate nella carenza dell'offerta capitolina: pochi nuovi progetti completati e immessi sul mercato, ancora minori quelli di classe A in top location. Gli uffici di grande pregio offerti hanno incontrato un collocamento piuttosto veloce e il mercato romano continua ad attrarre gli investitori, date le performance dei prezzi. Le location più interessanti, negli ultimi due anni, sono state i quartieri Parioli e Prati e la zona Eur - Torrino.

**A Milano** anche gli uffici di qualità hanno risentito di un allungamento dei tempi delle trattative e di un lieve aumento del tasso di vacancy, dovuti all'atteggiamento più cauto della domanda, in particolare da parte delle multinazionali estere, condizionata dall'esigenza del risparmio e della razionalizzazione degli spazi. Diverso il trend degli immobili trofeo che, costituendo una quota piuttosto esigua dell'offerta complessiva, hanno ottenuto performance positive (le uniche del comparto) ed elevati livelli di assorbimento, superiori alla media degli uffici di classe A. Per il 2010 si prevede un miglioramento di tutti i valori del comparto terziario/uffici, con le quotazioni delle top location in crescita di circa il 3 per cento, a fronte di una media cittadina non molto distante, attorno al 2 per cento.

Nei capoluoghi più piccoli il mercato è praticamente fermo con pochi scambi nel mercato dei piccoli studi o dati dal settore pubblico.

Le previsioni sulla seconda metà dell'anno sono condizionate dai possibili cambiamenti sulla manovra fiscale che potrebbero far ripartire gli investimenti dei fondi e degli investitori esteri, particolarmente attenti al settore degli uffici.

Prezzi di vendita e canoni di locazione hanno una leggera tendenza al rialzo per la fine del corrente anno.

## ANDAMENTO DEL FATTURATO IMMOBILIARE ITALIANO

(valore dei beni scambiati)

Paese	Mercato	2009		2010 <sup>(c)</sup>	
		Mln di euro	Var. % sul 2008	Mln di euro	Var. % sul 2009
Italia	Residenziale	89.500	-10,0	92.000	2,8
	Turistico	1.700	-32,0	2.000	17,6
	Terziario/uffici	7.100	-6,6	7.500	5,6
	Industriale	3.600	-20,0	3.900	8,3
	Commerciale	7.500	-2,6	7.900	5,4
	<b>TOTALE</b>		<b>109.400</b>	<b>-10,2</b>	<b>113.300</b>

<sup>(c)</sup> Previsione a fine anno

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI

In Italia come nel resto d'Europa i consumi delle famiglie nel primo semestre del 2010 hanno registrato andamenti altalenanti, in lento recupero nei primi mesi, in diminuzione nei successivi.

In particolare, ad aprile si è registrato una contrazione dell' 1,6 per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con una forte componente di riduzione nell'acquisto di beni (meno 2,2 per cento) mentre quella dei servizi è rimasta sostanzialmente stabile (più 0,4 per cento).

Tra le voci che hanno segnato le diminuzioni più forti: la domanda di beni e servizi per la mobilità (meno 14,8 per cento), influenzata negativamente sia dalla fine degli incentivi per l'acquisto di autovetture private che dal fermo per alcuni giorni del traffico aereo europeo; la domanda di servizi di ristorazione e pernottamento (meno 1,3 per cento); la voce abbigliamento e calzature (meno 0,6 per cento); infine, alimentari, bevande e tabacchi (meno 2 per cento). Di segno positivo invece, la domanda per beni e servizi destinati alla comunicazione (più 2,7 per cento), ricreativi (più 1,8 per cento) e per la casa (più 1,1 per cento).

La difficile ripresa dei consumi non ha scoraggiato i piani di sviluppo dei grandi gruppi della distribuzione presenti sulla penisola, sebbene si siano focalizzati soltanto su aree strategiche e con format commerciali innovativi. Le formule proposte si concentrano soprattutto nei centri commerciali, dotati di un ampio assortimento di negozi (che vanno dall'abbigliamento, alla tecnologia, all'arredamento includendo perfino servizi differenziati come ad esempio lo studio dentistico) ed ampie zone dedicate allo svago. Gli outlet continuano ad avere una buona accoglienza dal mercato, gli acquisti griffati a prezzi ridotti sono preferiti dal consumatore medio. Ne è un esempio l'apertura dell'outlet a Mondovì (Cn), oppure l'outlet di Caserta.

Il comune denominatore dell'attrattività per le nuove realizzazioni è l'ecosostenibilità, risparmi energetici e diminuzione delle emissioni di anidride carbonica sono le parole d'ordine per i nuovi sviluppi.

Il mercato immobiliare del commercio in Europa segue ancora nel primo semestre del 2010 l'andamento lento che lo aveva caratterizzato nella seconda parte del 2009. La domanda di spazi si mantiene costante e l'offerta di prodotto di qualità elevata scarseggia. In Italia il mercato segue pure passi lenti, con un numero di transazioni ridotte, sebbene alcune di notevole entità. Basti pensare all'investimento di oltre 400 milioni per l'acquisto di un centro commerciale esistente nell'area romana. Infatti, sono proprio i centri commerciali collocati nelle aree urbane quelli che continuano ad avere la maggior attrattività per gli investitori. Le difficoltà di finanziamento rappresentano un ulteriore ostacolo ad una crescita più sostenuta del settore.

Per quanto riguarda la piccola distribuzione, questa continua a soffrire la concorrenza della grandi strutture collocate fuori dai centri abitati, ad eccezione degli spazi collocati nelle migliori posizioni dei centri storici dove la domanda si mantiene elevata.

Tuttavia la fiducia nel mercato cresce, soprattutto per i prodotti di qualità elevata, il fatturato degli immobili commerciali è in leggero aumento e per fine anno è previsto un incremento di 5,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente, raggiungendo quota 7,9 miliardi di euro.

## **IL MERCATO DEGLI IMMOBILI PER LA LOGISTICA**

Il comparto dei servizi logistici in Europa attraversa una fase di difficoltà. La contrazione della produzione ha generato molti casi di insourcing (per bisogno di riallocare le risorse, sia di spazio che di personale) ed il brusco calo delle esportazioni e delle importazioni ha contratto sensibilmente il volume delle merci gestite. Si è intensificato il clima di esasperata competitività tra gli operatori ed il margine sui ricavi si è assottigliato. Hanno sofferto maggiormente la crisi le aziende specializzate nei settori più colpiti (come l'automotive), mentre hanno resistito meglio quelle multisettoriali, con ampia copertura territoriale.

In Italia in settore della logistica ha subito una contrazione, sebbene meno accentuata di quella del comparto produttivo, e differenziata tra i distinti settori. Più penalizzati il fashion, la meccanica, gli elettrodomestici, l'edilizia e l'automotive (eccetto la ricambistica). Meno colpiti il settore food, telecomunicazioni e farmaceutico e anche quello della Gdo, nonostante il calo generalizzato dei consumi. Anche il settore dell'elettronica di consumo e quello della telefonia hanno avuto andamenti positivi.

Il mercato degli immobili ad uso logistico è calato, sebbene dai sentiment rilevati dai principali protagonisti (aziende, produttori, operatori logistici, sviluppatori e investitori) sembra che il peggio sia ormai alle spalle.

Si sono ridotte le transazioni ed è cambiato il fabbisogno della domanda. Alcuni operatori si spostano, per contenimento dei costi, verso location più economiche. Altri, chiedono l'abbassamento dei canoni, rinegoziando i contratti in essere. La domanda per espansione o ampliamento è meno frequente.

I prezzi di vendita sono diminuiti del 6,5 per cento mentre i canoni di locazione si sono contratti in media del 7,5 per cento, con conseguente innalzamento dei rendimenti attesi.

Le previsioni del mercato degli immobili della logistica per fine anno sono di una sostanziale stabilità con tendenza ad un graduale miglioramento. Il fatturato per fine anno dovrebbe registrare una variazione positiva di 8,3 punti percentuali, rispetto all'anno precedente, raggiungendo quota 3,9 miliardi di euro.

## **IL MERCATO DEGLI IMMOBILI AD USO ALBERGHIERO**

Dopo un 2009 decisamente difficile per il turismo internazionale, il primo semestre del 2010 registra un lento recupero. L'incremento degli arrivi internazionali ha interessato tutto le macroregioni del mondo, Asia, Pacifico e Africa, ma Europa e Americhe hanno

registrato crescita più deboli, dovute ad una ripresa economica più contenuta. L'interruzione del traffico aereo europeo di metà aprile ha avuto conseguenze tutto sommato limitate per gli arrivi internazionali, il volume dei traffici di passeggeri è diminuito soltanto dello 0,5 per cento. Le maggiori ripercussioni invece sono state di carattere economico principalmente per imprese, linee aeree, aeroporti e operatori turistici.

Sebbene le previsioni per fine anno siano positive (più 3 o 4 per cento degli arrivi internazionali rispetto al 2009), il settore resta ancora indebolito da numerosi fattori che contraddistinguono l'attuale crisi globale: soprattutto una crescita economica più forte nelle economie emergenti ma più debole in quelle avanzate e l'aumento della disoccupazione nei mercati emissari di turismo.

In Italia l'andamento turistico complessivo si mantiene stabile, nonostante la variazione delle presenze siano state altalenanti, negative a gennaio, aprile e maggio, positive gli altri mesi. Per quanto riguarda il fatturato delle aziende ricettive si registra un calo generalizzato.

Il tasso di occupazione (Toc) si aggira intorno al 48,8 per cento (registrando un più 9,2 per cento rispetto all'anno precedente), con una minore performance per gli alberghi a 5 stelle (Toc di 44,9) mentre gli alberghi 4 stelle si collocano sopra la media (49,4 per cento) e quelli a 3 stelle si discostano di poco (48,7).

Il RevPar è di circa 55,41 a livello nazionale, con valori decisamente più alti per gli alberghi a 5 stelle, 107,86, e più bassi invece per le 4 e 3 stelle, 48,75 e 27,98 rispettivamente.

Il mercato immobiliare alberghiero a livello europeo si è contratto drasticamente nell'ultimo biennio: circa il venti per cento, rispetto al biennio precedente. La crisi economica globale ha colpito soprattutto gli esercizi ricettivi stagionali e gli alberghi di fascia medio bassa (3 stelle in giù), mentre hanno resistito meglio gli hotel di categoria più elevata (4 e 5 stelle), le strutture di nuova realizzazione e quelli collocati nelle città principali. Questo ha portato ad un incremento di offerta sul mercato di asset in sofferenza che dovrebbero creare uno scenario di nuove opportunità e dare una lenta ripresa al mercato. La leva finanziaria delle banche è scesa al 50 per cento ed il valore medio degli immobili si è contratto.

In Italia come nel resto d'Europa l'andamento ha seguito le stesse orme e le transazioni sono state molto limitate. Le grandi catene alberghiere hanno mantenuto i propri piani di sviluppo soprattutto concentrandosi principalmente sulle fasce alte (4 o 5 stelle).

Le previsioni per fine anno sono di sostanziale stabilità, con un aumento dell'interesse sul territorio italiano da parte di investitori internazionali e delle catene alberghiere non ancora presenti sulla penisola.

### **3. Criteri di valutazione delle partecipazioni**

Nella stima del valore delle partecipazioni si è fatto riferimento ai principi contenuti nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.4 del Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, che recita:

#### *2.4 Partecipazioni di fondi chiusi in società non quotate*

##### *2.4.1 Principi generali*

*La valorizzazione delle partecipazioni in società non quotate, in mancanza di prezzi di riferimento espressi dal mercato, richiede procedimenti di stima legati a una molteplicità di elementi. Detti procedimenti influenzano in modo significativo la determinazione del valore del fondo.*

*Ne consegue che, nella valutazione delle attività in esame, è posta ogni attenzione affinché il valore di dette attività rifletta le condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese partecipate, anche in chiave prospettica, tenuto conto che trattasi di investimenti effettuati in una logica di medio-lungo periodo.*

*Le presenti disposizioni non dettano rigidi criteri uniformi, ma delimitano, con l'indicazione di una serie di criteri operativi, un'area all'interno della quale è scelto, secondo autonoma valutazione, il metodo considerato più appropriato.*

##### *2.4.2 Criterio generale di valutazione*

*In generale, le partecipazioni in società non quotate sono valutate al costo di acquisto, fatto salvo quanto previsto nei paragrafi successivi.*

##### *2.4.3 Partecipazioni in imprese non immobiliari (6)*

*Trascorso un periodo che, di norma, non può essere inferiore a un anno dalla data dell'investimento, i titoli di imprese non quotate possono essere rivalutati sulla base dei criteri di seguito indicati:*

- a) *valore risultante da una o più transazioni - ivi compresi gli aumenti di capitale - successive all'ultima valutazione, sul titolo dell'impresa partecipata, a condizione che:*
  - *l'acquisizione dei titoli sia effettuata da un terzo soggetto non legato, in modo diretto o indiretto, né all'impresa partecipata, né alla società di gestione del fondo;*
  - *la transazione riguardi una quantità di titoli che sia significativa del capitale dell'impresa partecipata (comunque non inferiore al 2 per cento del medesimo);*
  - *la transazione non interessi un pacchetto azionario tale da determinare una modifica degli equilibri proprietari dell'impresa partecipata;*
- b) *valore derivante dall'applicazione di metodi di valutazione basati su indicatori di tipo economico-patrimoniale. Tali metodi prevedono, di norma, la rilevazione di determinate grandezze dell'impresa da valutare (es.: risultato*

*operativo, utili prima o dopo le imposte, cash flow) ed il calcolo del valore della medesima attraverso l'attualizzazione di tali grandezze con un appropriato tasso di sconto. Le grandezze possono essere un dato storico ovvero la loro proiezione futura. L'applicazione di tali metodi è ammissibile, in generale, a condizione che:*

- l'impresa valutata abbia chiuso per almeno tre esercizi consecutivi il bilancio in utile;*
  - le grandezze reddituali utilizzate siano depurate di tutte le componenti straordinarie e, se basate su dati storici, tengano conto del valore medio assunto da tali grandezze negli ultimi tre esercizi;*
  - il tasso di sconto o di attualizzazione utilizzato sia la risultante del rendimento delle attività finanziarie prive di rischio a medio-lungo termine e di una componente che esprima il maggior rischio connesso agli investimenti della specie. Tale ultima componente va individuata tenendo conto del tipo di produzione dell'impresa, dell'andamento del settore economico di appartenenza e delle caratteristiche patrimoniali e finanziarie dell'impresa medesima;*
- c) è inoltre possibile, in presenza di imprese che producono rilevanti flussi di reddito, ricorrere a metodologie del tipo "price/earnings", ponendo però una particolare attenzione affinché il rapporto utilizzato sia desunto da un campione sufficientemente ampio di imprese simili a quella da valutare per tipo di produzione, caratteristiche economico-finanziarie, prospettive di sviluppo e posizionamento sul mercato.*

#### *2.4.4 Partecipazioni non di controllo in società immobiliari*

*Trascorso un periodo che, di norma, non può essere inferiore a un anno dall'acquisizione da parte del fondo, alle partecipazioni non di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili va attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo.*

*Al fine di tener conto nella valutazione della partecipata di ulteriori componenti economicamente rilevanti rivenienti, ad esempio, dalle caratteristiche della struttura organizzativa, da specifiche competenze professionali, ecc., il valore del patrimonio netto può essere rettificato, alla luce di un generale principio di prudenza, sulla base del valore risultante:*

- a) da transazioni riguardanti quantità di titoli significative rispetto alla partecipazione detenuta dal fondo e a condizione che tale trasferimento sia effettuato da un terzo soggetto non legato, in modo diretto o indiretto, né all'impresa partecipata né alla società di gestione del fondo;*
- b) dall'applicazione di metodi di valutazione basati su indicatori di tipo economico-finanziario.*

## 2.4.5 Partecipazioni di controllo in società immobiliari

*Alle partecipazioni di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili va attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo.*

*Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato i criteri di valutazione descritti al successivo par. 2.5 "Beni immobili". Le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano, rispettivamente, un aumento o una diminuzione del patrimonio netto contabile della partecipata medesima, tenendo anche conto dei possibili effetti fiscali. Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento del bilancio ed il momento della valutazione.*

## 2.4.6 Disposizioni comuni

*In tutti i casi descritti nel presente par. 2.4, ad eccezione del par. 2.4.5, le caratteristiche degli elementi di tipo reddituale utilizzati ai fini dell'eventuale rivalutazione della partecipazione (grandezze utilizzate, tassi di attualizzazione e di rendimento considerati, orizzonte temporale adottato, ipotesi formulate sulla redditività dell'impresa valutata, rapporto "price/earnings" utilizzato, ecc.) e la metodologia seguita dovranno essere sottoposte a verifica almeno semestralmente e illustrate in dettaglio per ciascun cespite nella relazione semestrale e nel rendiconto del fondo. Inoltre, ove attraverso l'adozione dei metodi in questione si pervenga a risultati che si discostano in maniera significativa dal valore corrispondente alla frazione di patrimonio netto della partecipata di pertinenza del fondo, tale differenza deve essere opportunamente motivata.*

*Per tenere conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni risultanti dall'utilizzo dei metodi sopra descritti dovrà essere, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25 per cento.*

*Le partecipazioni in società non quotate devono essere oggetto di svalutazione in caso di deterioramento della situazione economica, patrimoniale o finanziaria dell'impresa ovvero di eventi che del pari possano stabilmente influire sulle prospettive dell'impresa medesima e sul presumibile valore di realizzo dei relativi titoli (es.: difficoltà a raggiungere gli obiettivi di sviluppo prefissati, problemi interni al management o alla proprietà). Si provvede alla svalutazione in presenza di riduzioni del patrimonio netto delle partecipate.*

#### ***4. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili***

Nella stima del valore corrente di mercato degli immobili si è fatto riferimento ai principi contenuti nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, che recita:

##### *2.5 Beni immobili*

*Ciascun bene immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria; tale circostanza è opportunamente illustrata dagli amministratori nella relazione semestrale e nel rendiconto di gestione del fondo.*

*Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività.*

*Sono caratteristiche di tipo intrinseco quelle attinenti alla materialità del bene (qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc.), di tipo estrinseco quelle rivenienti da fattori esterni rispetto al bene, quali ad esempio la possibilità di destinazioni alternative rispetto a quella attuale, vincoli di varia natura e altri fattori esterni di tipo giuridico ed economico, quali ad esempio l'andamento attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione dell'immobile.*

*Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:*

- il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla sua situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l'operazione;*
- siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, condurre le trattative e definire le condizioni del contratto;*
- i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;*
- l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.*

*Il valore corrente degli immobili può essere determinato:*

- 1. ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche*

*morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;*

- 2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa. Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;*
- 3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno. Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente è determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione ed il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte.*

*Alternativamente, il valore dei cespiti è determinato sulla base del valore corrente all'atto in cui gli stessi sono concessi in locazione, ridotto della differenza maturata tra il valore corrente di cui sopra e il valore di riscatto alla conclusione della locazione.*

*Per gli immobili in corso di costruzione, il valore corrente può essere determinato tenendo anche conto del valore corrente dell'area e dei costi sostenuti fino alla data della valutazione ovvero del valore corrente dell'immobile finito al netto delle spese che si dovranno sostenere per il completamento della costruzione.*

*Il valore corrente dell'immobile è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.*

*Il valore corrente dei diritti reali immobiliari è determinato applicando, per quanto compatibili, i criteri di cui al presente paragrafo.*

## 5. Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili

### Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

Il Discounted Cash Flow, o DCF, è il criterio di calcolo del valore immobiliare basato sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo: 10, 15-20 anni.

Alla base di questo criterio è il concetto che l'investitore è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene.

Il grado di rischio dell'investimento immobiliare deriva direttamente da tutti gli elementi (tipologia, ubicazione, stato locativo, dimensioni, ecc.) che caratterizzano il bene.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello (rappresentato da una tabella) che descrive su un arco di tempo prefissato quella che, in effetti, è un'operazione immobiliare: acquisizione al tempo 0, valorizzazione per N anni, e alienazione all'ultimo anno.

Il valore di acquisizione (che rappresenta il nostro obiettivo come valutatori) è costituito dalla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati e del valore attualizzato del bene al termine dell'arco temporale.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione
3. determinazione del più probabile valore finale del bene

Per l'elaborazione di questa analisi è stato necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali ad esempio:

- situazione locativa con canoni attuali, adeguamenti previsti da contratto, scadenze, morosità, clausole contrattuali particolari ecc.;
- costi per lavori di manutenzione straordinaria;
- ammontare annuo dell'Imposta Comunale sugli Immobili.

Qualunque tipo di modello si fonda su ipotesi che permettono di effettuare una simulazione:

- alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato: se l'importo del canone in essere è minore o uguale, la locazione viene considerata costante (salvo adeguamento indice Istat) fino alla seconda scadenza, momento in cui il canone, in ogni caso, viene adeguato al mercato; le unità immobiliari rimaste libere vengono quindi riaffittate a valori locativi correnti; se invece alla

prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, si ipotizza direttamente l'adeguamento al mercato, considerando probabile una rinegoziazione favorevole al conduttore;

- a fine modello, si simula la vendita dell'immobile stimandolo per capitalizzazione del reddito netto di allora (valore di uscita); il valore finale verrà cioè determinato nel seguente modo:

$$V_{finale} = (\text{reddito netto ultimo anno}) / (\text{tasso di uscita})$$

- il tasso di uscita sarà determinato in funzione del tasso di attualizzazione utilizzato nell'intero modello e delle condizioni di mercato prevedibili all'ennesimo anno.

Nell'elaborazione del modello è inoltre necessario fare delle ipotesi di carattere quantitativo relativamente a:

- evoluzione del mercato immobiliare nei prossimi anni (andamento dei prezzi di vendita e dei canoni di locazione);
- tempi medi necessari per la locazione delle unità sfitte o liberate;
- costi di adeguamento sulla base delle possibili richieste di nuovi conduttori per le unità da locare;
- costi di gestione.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari. Questo tasso viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

Tale tasso è il frutto di un calcolo di ponderazione tra mezzi di terzi (Debito) e mezzi propri (Equity).

### Metodo della trasformazione

Si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow, o DCF), positivi e negativi, generabili da un'operazione immobiliare in un periodo che copre tutte le fasi dell'intervento: dall'inizio della costruzione alla fine della commercializzazione.

Alla base di questo criterio è il concetto che un promotore immobiliare è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche e di localizzazione del bene, le quali influenzano il grado di rischio dell'operazione immobiliare.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello che descriva l'operazione immobiliare.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione

Per l'elaborazione di questa analisi è necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali:

- ricavi, ottenibili dalla vendita del prodotto finito
- costi suddivisi tra quelli di costruzione, spese generali, costi di commercializzazione e management, oneri amministrativi.

Riguardo al modello DCF, è necessario sottolineare che in esso si ipotizza una distribuzione temporale delle fasi di costruzione e commercializzazione in funzione delle destinazioni d'uso.

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari.

Questo tasso viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

I flussi di cassa sono attualizzati ad un tasso nominale, ipotizzando una struttura finanziaria composta in parte da mezzi propri (equity) e in parte da mezzi di terzi.

Per la parte equity, il tasso viene determinato dalla composizione di quattro distinti fattori:

- il rendimento al lordo delle imposte per investimenti privi di rischio (titoli di Stato), simbolizzato  $R_{free}$ ;
- l'inflazione attesa;
- l'illiquidità;
- il premio legato al rischio specifico.

Per la parte di debito, il tasso viene determinato dalla composizione di quattro distinti fattori:

- Euribor 6 mesi;
- l'inflazione attesa;
- spread;

## **6. Documentazione esaminata e soggetti responsabili dei processi valutativi**

Per la valutazione degli immobili non si è realizzata (come da incarico) una due diligence tecnica, ma è stata utilizzata la documentazione fornita direttamente dai soggetti proprietari, e precisamente:

- *regolamento del fondo*
- *documentazione relativa agli atti catastali e di provenienza*
- *planimetrie*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 30 giugno 2010*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *elenco degli eventuali contenziosi con i conduttori*
- *elenco delle eventuali morosità attuali e di quelle passate, ancorché risolte*
- *elenco delle spese e/o progetti (manutenzione od altro) già deliberate a carico della proprietà*
- *tabella ICI*

I soggetti responsabili dei diversi processi di valutazione sono: Mario Breglia, Giuseppe Montagna, Maurizio Sinigagliesi, Franco Breglia, Francesco Stenta e Francesca Zirnstein.

## **7. Limiti della presente relazione**

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

- a) non sono stati effettuati collaudi statici o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- b) i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati attinti dal mercato immobiliare, sulla base di rilevazioni dirette, utilizzando i principali prezzari a disposizione oltre che la *Bancadati-ScenariImmobiliari*;
- c) il computo delle superfici e la determinazione dei canoni di locazione in essere sono stati effettuati sulla base della documentazione fornitaci dalla proprietà;
- d) nel corso dei sopralluoghi *(effettuati tra il 25 giugno e il 9 luglio 2010)* è stata effettuata solo una verifica sommaria sia della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici che dello stato di conservazione e di manutenzione degli immobili;
- e) le certificazioni urbanistiche, catastali, di provenienza e le altre documentazioni fornite dalla proprietà sono state assunte come veritiere.

## 8. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2010, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene che i più probabili valori correnti di mercato degli *asset* presenti nel Fondo Immobiliare “UniCredito Immobiliare Uno”, siano i seguenti:

	CITTA'	INDIRIZZO	VALORE al 30/06/2010 (€)
<b>Immobili</b>			
1	Roma	Via Boncompagni, 72	148.800.000
2	Stezzano	Viale Europa, 2	68.000.000
3	Milano	Bicocca	69.400.000
4	Milano	Via Tolstoj, 61	3.400.000
5	Verona	Via Mutilati, 3	4.300.000
6	Pordenone	Via Grigoletti, 72	5.800.000
7	Perugia	Piazza S. Marco	4.700.000
8	Trieste	Via Stock, 4	4.500.000
9	Trieste	Via Miramare, 1	4.600.000
10	Roma	Via Dehon	16.000.000
11	Milano	Via Larga	20.400.000
12	Piedimonte S. G.	Via Casilina	22.500.000
13	Terni	Via Narni, 99	6.800.000
14	Milano	F. Testi, 327	26.100.000
<b>Partecipazioni</b>			
1	Stremmata		76.500.000
2	Emporikon		1.600.000
	<b>TOTALE</b>		<b>483.400.000</b>

Milano, 15 luglio 2010

Dott. Ing. Giuseppe Montagna  
