

**DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO**  
**DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE**  
**“TECLA – FONDO UFFICI”**  
**ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2006**

**GENNAIO 2007**

**CBRE**  
CB RICHARD ELLIS  
PROFESSIONAL SERVICES

## INDICE

ARGOMENTO	PAGINA
<b>PREMESSA</b>	<b>1</b>
<b>DEFINIZIONE DEL VALORE DI MERCATO</b>	<b>3</b>
<b>CRITERI DI VALUTAZIONE</b>	<b>4</b>
Metodo del Discount Cash Flow	4
Incidenza dei contratti locativi in essere	5
Metodologie operative	5
<b>DUE DILIGENCE</b>	<b>5</b>
<b>ASSUNZIONI DI PROGETTO</b>	<b>6</b>
Indicatori monetari	6
Tempi	6
Tassi utilizzati	6
Contratti di locazione in essere	7
Superfici	7
Generalità	7
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>8</b>
<b>CONSEGUENZE DELL'APPROVAZIONE DELLA LEGGE n. 248/06 DEL 4 AGOSTO 2006</b>	<b>8</b>
<b>LIMITI DELLA PRESENTE RELAZIONE</b>	<b>9</b>
<b>NOTA FINALE</b>	<b>9</b>

Milano, 11 Gennaio 2007

Spettabile  
**Pirelli & C. Real Estate SGR S.p.A.**  
**Tecla Fondo Uffici**  
**Fondo Comune d'investimento immobiliare**  
**Di tipo chiuso**  
Via G. Negri, 10  
20123 - MILANO

CONTRATTO N. 3291

**DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO DEL PATRIMONIO  
IMMOBILIARE "TECLA - FONDO UFFICI", ALLA DATA DEL 31  
DICEMBRE 2006**

**PREMESSA**

In conformità alle Vostre istruzioni, abbiamo preso in considerazione gli immobili rientranti nel perimetro del Fondo Comune di investimento immobiliare "Tecla - Fondo Uffici" ubicati in:

Città	Indirizzo
TORINO	VIA BERTOLA, 34
NOVARA	PIAZZA G. MATTEOTTI,2/4
BERGAMO	VIA T. TASSO,121
TORINO	MEZZENILE 11
TORINO	STRADA DEL LIONETTO, 6
GENOVA	VIA G. MACAGGI, 12
PISTOIA	PIAZZA S. FRANCESCO/ VIA DEL MOLINUZZO,5
MILANO	VIA ALSERIO, 3
IVREA	VIA JERVIS 9 ICO EX TRASPORTI
CAGLIARI	VIA BOIARDO,12
LECCE	VIA PALMIERI,29
TARANTO	VIA MASACCIO,26
NAPOLI	VIA STADERA,66

---

BENEVENTO	VIA FLORA,74
CATANIA	VIA ALA,SNC
PALERMO	VIA UGO LA MALFA,99
PALERMO	VIA MANZONI,2/8
MILANO	VIA PLANA,38
MILANO	VIA ROVIGO,10
MILANO	VIA STELVIO,15/17
MILANO	VICOLO BELFIORE,13/2
MILANO	VIA MAGOLFA,10
MONZA	VIA MOLISE,SNC
CASSINA DE PECCHI (MI)	STRADA PRIVATA PER CASCINA MALPAGA
BANCHETTE	VIA PAVONE 6 CASERMA CARABINIERI
IVREA	VIA PAVONE 1 CASERMA VVF
ROMA	VIA BARTOLOMEO MARLIANO,27
ROMA	VIA SANNIO,17/23
ROMA	VIA A. MACINGHI STROZZI,36
ROMA	VIA DELLE CONCE,SNC
ROMA	VIA FONTEBUONO,90
ROMA	VIA DELLA BUFALOTTA,241
ROMA	VIA E. CHIANESI
IVREA	CORSO RE UMBERTO, 25 - CASA CAVEGLIA
ROMA	VIA C.COLOMBO, 90
ROMA	VIA DEL SERAFICO, 200
ROMA	VIA DEL TRITONE, 142
VIMODRONE	V.LE DELLE INDUSTRIE
POZZUOLI	VIA CAMPI FLEGREI 34
BUSTO ARSIZIO	VIA A. DA BRESCIA,SNC
PAVIA	VIA TAEGIO N,3
UDINE	PIAZZA VENERIO,1
TREVISO	VIA DANDOLO, 12
LA SPEZIA	VIA DA PASSANO, 30
SAN REMO	VIA G. BOREA,SNC
RAVENNA	VIA A. TESTI RASPONI,8
PARMA	VIA PO,7
GROSSETO	VIA MANETTI, 4
SALERNO	VIA LANZALONE,50
MILANO	VIA SUZZANI, 119
MILANO	VIA VILLANI,1
MILANO	VIA MOSCOVA, 47

---

---

ROMA	VIA DEI MILLE,23
ROMA	VIA DEL TINTORETTO
MILANO	L.GO CAIROLI, 2 (porzione non ricettiva)

---

al fine di determinare il loro più probabile valore di mercato, alla data del 31 Dicembre 2006.

#### **DEFINIZIONE DEL VALORE DI MERCATO**

Per valore di mercato si intende il miglior prezzo al quale la vendita di un bene immobile potrà ragionevolmente ritenersi come incondizionatamente conclusa, contro corrispettivo in denaro, alla data della valutazione, presupponendo:

- a) che la parte venditrice abbia la reale intenzione di alienare i beni;
- b) che, anteriormente alla data della stima, ci sia stato un ragionevole periodo di tempo (considerando la tipologia del bene e la situazione del mercato) per effettuare una adeguata commercializzazione, concordare il prezzo e le condizioni di vendita e per portare a termine la vendita;
- c) che il trend di mercato, il livello di valore e le altre condizioni economiche alla data di stipula del preliminare del contratto di compravendita siano identici a quelli esistenti alla data della valutazione;
- d) che eventuali offerte da parte di acquirenti per i quali la proprietà abbia caratteristiche tali da farla considerare come “fuori mercato” non vengano prese in considerazione.

## **CRITERI DI VALUTAZIONE**

In sede di stima ci siamo attenuti a metodologie e principi valutativi di generale accettazione.

Il portafoglio valutato è costituito da interi immobili a prevalente destinazione direzionale locati in gran parte a primario operatore della telefonia ed ubicati, quasi sempre, nei centri storici delle principali città di provincia ma con significative presenze nelle città di Roma e Milano.

Considerata quindi la tipologia edilizia, la metodologia valutativa da noi ritenuta più appropriata è stata individuata nell'applicazione dei "flussi di cassa scontati" (o Discount Cash Flow).

### **Metodo del Discount Cash Flow**

La valutazione attraverso il flusso di cassa è stata effettuata atualizzando i canoni derivanti dalle locazioni; al termine dei relativi contratti o tempi di locazione contrattuali, si è previsto di intervenire con opere di ristrutturazione per riconvertire l'immobile o rinnovarlo, al fine di poterlo ottimizzare e locare, successivamente, a valori di mercato congrui; il reddito così ottimizzato e normalizzato è stato capitalizzato.

Sia i costi di riconversione che il valore finale capitalizzato sono stati atualizzati a tassi (diversi per ogni singolo asset) che considerano i rischi derivanti dalla specifica casistica esaminata.

Il risultato di tale operazione porta a stabilire il valore attuale di ogni singolo immobile quale facente parte di un portafoglio immobiliare a reddito.

Gli elementi considerati sono:

- reddito lordo annuo derivante dai contratti di locazione;
- indicizzazione canoni attuali;
- tempi di occupazione degli spazi previsti dal contratto di locazione (piano di utilizzo);
- Costi di gestione degli immobili locati (ICI, amministrazione, assicurazione, ecc);
- uso alternativo ottimale (Higt & Best use);
- investimenti necessari alla riconversione;
- tempi di riconversione e di messa a reddito, considerando altresì le situazioni urbanistiche attuali ed i relativi vincoli;
- previsione di rivalutazione dei valori immobiliari (Capital gain)
- canoni di locazione di mercato per inquilini diversi dagli attuali;
- tassi di atualizzazione e capitalizzazione per ciascun immobile in funzione anche dei vincoli riscontrati nella "Due Diligence" a suo tempo effettuata.

Con tutti i sopracitati elementi si è sviluppato il flusso di cassa per ciascun immobile per determinare il “Valore di mercato”.

#### **Incidenza dei contratti locativi in essere**

Ai fini della presente valutazione abbiamo recepito le indicazioni contenute nei contratti locativi sia per quanto attiene ai canoni che per la loro indicizzazione nel tempo, sia infine la durata dei contratti stessi.

#### **Metodologie operative**

Al fine di accertare il valore, CB Richard Ellis Professional Services ha effettuato ispezioni a ciascun immobile per rilevare, oltre alle informazioni ricevute (consistenza, destinazioni d'uso), la situazione immobiliare alla data attuale (qualità, condizioni, caratteristiche, ecc.).

Contestualmente si è provveduto a rilevare informazioni sul mercato locale per poter determinare i dati rilevanti (canone locativo e prezzi correnti, livelli di domanda e offerta, attese degli operatori), necessari per lo sviluppo delle considerazioni di stima.

Tali dati sono stati riferiti alle diverse destinazioni funzionali dell'immobile, sia attuali, per determinare il canone congruo, sia future, per redigere la massima valorizzazione dell'asset, sulla base del massimo e migliore utilizzo.

Il massimo e migliore utilizzo viene definito come la condizione che, tra tutti gli usi ragionevoli, probabili e legali, fisicamente possibili e finanziariamente fattibili, è in grado di conferire il massimo valore alla proprietà.

I dati riscontrati sul mercato immobiliare locale sono stati opportunamente calibrati onde adattarli alle specifiche caratteristiche delle proprietà in oggetto, ed utilizzati per poter focalizzare, per ognuna, la desiderabilità ed appetibilità sul mercato medesimo.

Nei casi in cui abbiamo riscontrato carenze nello stato di conservazione degli immobili, abbiamo provveduto ad effettuare opportuni abbattimenti in linea con gli usi e consuetudini del mercato.

#### **DUE DILIGENCE**

Per completare la valutazione degli assets si è eseguita una “Due Diligence” degli immobili; l'indagine si è svolta presso le apposite “Data Room” attrezzate nelle sedi di Roma, Milano e Torino al fine di determinare e verificare la presenza di eventuali vincoli contenuti in:

- atti di acquisto
- atti di esproprio
- atti concessori e licenze edilizie
- convenzioni urbanistiche
- atti d'obbligo unilaterali
- contratti con pubbliche amministrazioni

- conformità di destinazione urbanistica
- certificati di agibilità

e, soprattutto, vincoli servitù, pesi o gravami che possano limitare il libero uso degli assets, e conseguentemente deprimerne il valore.

Dei rilievi effettuati si è tenuto conto per l'esecuzione delle valutazioni immobiliari, valutando l'incidenza di quanto riscontrato sull'apprezzamento dei singoli immobili.

La verifica ha permesso di riscontrare diverse situazioni sia per quanto attiene l'origine dei singoli immobili, sia per la iter amministrativo/concessorio nei confronti delle Pubbliche Amministrazioni, sia infine per la situazione urbanistica attuale dei singoli immobili.

### **ASSUNZIONI DI PROGETTO**

#### **Indicatori monetari**

Gli indicatori monetari utilizzati (prezzi, costi, canoni) derivano dalle indagini di mercato effettuate sia direttamente in loco, sia con il supporto della nostra banca dati che di pubblicazioni del settore, e sono riferibili alla data della presente valutazione.

Si tenga conto che le considerazioni sopra riportate sviluppano ipotesi di flussi (costi-ricavi) computati a **valori correnti**.

#### **Tempi**

Nello sviluppo delle considerazioni valutative, oltre al periodo di reddito garantito dai contratti di locazione in essere o dal permanere di Telecom, si sono considerati i tempi di ristrutturazione e rimessa a reddito e alienazione, ipotizzando l'intervento di soggetti operatori, finalizzato alla ricerca della massima valorizzazione degli immobili.

Ne discende, conseguentemente, che ogni immobile valorizzato presenta un diverso periodo di messa a regime, così come diversa può essere il destino d'uso da perseguire.

#### **Tassi utilizzati**

Anche per quanto attiene i tassi, nello sviluppo dello studio valutativo vale il discorso impostato per i tempi operativi: ogni immobile presenta una sua valenza analizzata singolarmente.

I tassi presi a base della valutazione sono stati i seguenti:

- tasso di attualizzazione del canone percepito;
- tasso di attualizzazione della rimessa a reddito/operazione di alienazione;
- tasso di capitalizzazione dei canoni finali dopo la messa a regime.



Ognuno di questi tassi esprime, ricomprendendole, le quote parte di spread, illiquidità e rischio settore, considerando un equity del 50,00% sul capitale investito.

### **Contratti di locazione in essere**

Nella presente valutazione abbiamo recepito le informazioni forniteci dal Cliente in merito ai dati economici dei contratti in essere.

### **Superfici**

La presente valutazione è basata sulle indicazioni e documenti ricevuti dalla proprietà. Abbiamo proceduto alla misurazione diretta degli immobili al fine di verificare la congruità degli elaborati grafici utilizzati per la determinazione della consistenze immobiliari.

### **Generalità**

E' prassi in Italia effettuare valutazioni di cespiti immobiliari al lordo dei costi di cessione.

Ne consegue che non abbiamo dedotto alcun costo che potrebbe emergere in fase di cessione, quali imposte, costi legali e di agenzia, ecc.

Non abbiamo effettuato alcun accantonamento o deduzione a fronte di imposte e tasse dirette od indirette, ad eccezione dell'applicazione del disposto della Legge n. 248/06 del 4 agosto 2006, che prevede l'introduzione di un'imposta di Registro pari al 1% del canone che grava al 50% sul locatario ed al 50% sul conduttore.

Ogni immobile è stato valutato individualmente e non come facente parte di un portafoglio immobiliare.

In Italia non è infrequente, in quanto spesso fiscalmente vantaggioso, che trasferimenti di immobili avvengano tramite cessione del capitale di società immobiliari. Le nostre valutazioni non tengono conto di tale possibilità, ove questa esista.

E' spesso riscontrato nella pratica che si verifichino pagamenti differiti nel tempo, con evidenti effetti sull'effettivo prezzo di cessione. La valutazione dà per assunto il pagamento completo per contanti o equivalente alla data della valutazione.

Pertanto anche nei casi in cui è stato da noi ipotizzato il frazionamento quale migliore metodologia di vendita, non si è tenuto conto dell'effetto finanziario derivante dai pagamenti dei prezzi delle singole unità.

## **CONCLUSIONI**

Sulla base dei criteri e metodologie soprascritte, si esplicita di seguito il valore di Mercato, alla data del 31 Dicembre 2006, del patrimonio immobiliare (considerato asset by asset) di cui in oggetto, risulta esprimibile complessivamente in:

**€ 805.260.000,00 (€ ottocotocinquemilioniduecentosessantamila/00 ),**

## **CONSEGUENZE DELL'APPROVAZIONE DELLA LEGGE n. 248/06 DEL 4 AGOSTO 2006**

Nella valutazione, al 31 Dicembre 2006, degli immobili rientranti nel perimetro del portafoglio immobiliare costituente il Fondo Tecla, non trovano applicazione gli effetti delle norme previste dalla Legge n. 248/06 del 4 agosto 2006, che ha modificato il regime delle imposizioni immobiliari ai fini Iva e delle imposte di Registro, Ipotecarie e Catastali per le transazioni di compra-vendita.

La legge prevede per le operazioni di compravendita immobiliare l'esenzione Iva ed un'imposta del 11% ( 7% Registro 3% Ipotecaria e 1% Catastale) con possibilità di optare per regime di imponibilità Iva, nel qual caso va applicata in aggiunta un'imposta del 4% (3% Ipotecaria e 1% Catastale) e imposta fissa di Registro pari a € 168. Le imposte Ipotecarie e Catastali sono da calcolarsi sul valore catastale dell'immobile, e sono dimezzate nel caso dei fondi immobiliari. Sulle locazioni immobiliari l'imposta di Registro passa dalla precedente quota forfetaria di € 168 ad una quota percentuale pari al 1% del canone.

L'applicazione dei disposti di detta Legge riteniamo possa avere un'influenza marginale sul valore attuale degli immobili, soprattutto nel caso dei Fondi immobiliari.

Difficilmente valutabile ma sicuramente penalizzante è l'influenza indiretta che potrebbe avere sull'intero mercato immobiliare il clima d'incertezza e di sfiducia che si è determinato tra gli operatori e gli investitori (soprattutto internazionali), a seguito dell'impatto della versione iniziale del Decreto Legge n. 223/06 che, introducendo l'esenzione IVA nelle transazioni immobiliari, istituiva di fatto l'impossibilità di recupero dell'IVA sulle stesse, con retroattività sulle operazioni effettuate negli ultimi 10 anni e conseguente immediata restituzione, se pur rateizzabile, dell'IVA eventualmente già recuperata pro-rata.

Il peso fuori dal comune di queste misure impositive, previste dal Decreto nella sua forma iniziale, e l'aspettativa di probabili nuovi interventi correttivi sulla Finanza Pubblica (quale l'aumento della tassazione sulle rendite finanziarie più volte paventato), hanno di fatto prodotto un brusco arresto, nel trimestre estivo, delle transazioni immobiliari.

Dal mese di Novembre 2006 le transazioni immobiliari sono ripartite senza particolari conseguenze nei prezzi di transazione ma un concreto apprezzamento delle conseguenze di tale effetto sui valori immobiliari non potrà che avvenire dopo un congruo periodo di assestamento; riteniamo tuttavia assai probabile che la stasi e l'incertezza riscontrata

nella scorsa estate siano considerabili solo temporanee e che il mercato possa aver, sostanzialmente, assorbito l'aggravio impositivo derivante dalla Legge n. 248/06.

#### **LIMITI DELLA PRESENTE RELAZIONE**

La presente relazione di stima è stata effettuata secondo le istruzioni ricevute, ciononostante vi sono alcuni limiti inerenti alla relazione stessa che è nostro preciso dovere segnalarVi, come qui di seguito riportato.

Tali aspetti andranno ulteriormente analizzati in quanto non considerati dal presente rapporto:

- a) Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente illustrato.
- b) Le indicazioni delle indagini di mercato da noi effettuate sul locale mercato immobiliare sono a nostro parere rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione. Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta propri di alcuni delle attività esaminate e tali da modificare, ma non sensibilmente, l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento.

La nostra valutazione è basata sulle indicazioni e documenti ricevuti dalla proprietà; i dati di locazione sono stati forniti dalla proprietà; le superfici sono state da noi elaborate con verifica della congruità degli elaborati grafici mediante misurazione diretta dei fabbricati.

#### **NOTA FINALE**

La presente valutazione è stata prodotta esclusivamente per la Vostra Società.

Può essere utilizzata per scopi aziendali anche per operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni, ecc..

Infine, né tutto né parte del presente rapporto, né alcun riferimento ad esso possono essere pubblicizzati all'esterno, senza la nostra approvazione del contesto e delle modalità relative.

In fede.

**P. Angelo Castelnuovo**  
**(Presidente)**

