

APPENDICE

- **Dichiarazione di K2Real ai sensi del Paragrafo 130 e del Capitolo 2h del documento ESMA/2013/319, relativa al Documento di Valutazione al 31 marzo 2015.**
- **Rendiconto sintetico del Documento di Valutazione al 31 marzo 2015 rilasciato da K2Real ai sensi del Capitolo 1a (Property Companies) del documento ESMA/2013/319.**
- **Dichiarazione di Praxi ai sensi del Paragrafo 130 e del Capitolo 2h del documento ESMA/2013/319, relativa al Documento di Valutazione al 31 marzo 2015.**
- **Rendiconto sintetico del Documento di Valutazione al 31 marzo 2015 rilasciato da Praxi ai sensi del Capitolo 1a (Property Companies) del documento ESMA/2013/319.**
- **Bilancio relativo agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011.**
- **Dichiarazione di K2Real ai sensi del Paragrafo 130 e del Capitolo 2h del documento ESMA/2013/319, relativa al Documento di Valutazione al 30 giugno 2015.**
- **Rendiconto sintetico del Documento di Valutazione al 30 giugno 2015 rilasciato da K2Real ai sensi del Capitolo 1a (Property Companies) del documento ESMA/2013/319.**
- **Dichiarazione di Praxi ai sensi del Paragrafo 130 e del Capitolo 2h del documento ESMA/2013/319, relativa al Documento di Valutazione al 30 giugno 2015.**
- **Rendiconto sintetico del Documento di Valutazione al 30 giugno 2015 rilasciato da Praxi ai sensi del Capitolo 1a (Property Companies) del documento ESMA/2013/319.**

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA VOLUTAMENTE BIANCA]

Dichiarazione di K2Real ai sensi del Paragrafo 130 e del Capitolo 2h del documento ESMA/2013/319, relativa al Documento di Valutazione al 31 marzo 2015



Milano, 02 Aprile 2015

Rif. MF-14-0029

Spett.le SORGENTE RES S.p.A.
Via Vittor Pisani, 19
20124 Milano

Oggetto: - Sorgente RES - Dichiarazione ai sensi del Capitolo 2h e del Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319

Spettabile Sorgente RES S.p.A. - SIIQ (la "Società").

La sottoscritta K2Real - Key To Real S.r.l., dichiara che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi sono state redatte in conformità ai Paragrafi 128 e ss. - società immobiliari del documento ESMA 2013/319.

In particolare, secondo quanto previsto dal Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319, si precisa che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi:

- (i) sono state redatte da un esperto indipendente che: a) non detiene titoli emessi dalla Società o da ogni altra società appartenente allo stesso gruppo né è titolare di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli della Società; b) non era dipendente della Società e non percepisce dalla Società alcuna forma di compenso ad eccezione di quella connessa con l'incarico; c) non è membro di alcun organo della Società; d) non intrattiene rapporti con gli intermediari finanziari coinvolti nell'offerta o nella quotazione dei titoli della Società; e) non è socio, amministratore o sindaco di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, ovvero lo è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico; f) non è legato alla società che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico; g) non è parente o affine entro il quarto grado dei soci, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi; h) non si trova in una situazione che può comprometterne comunque l'indipendenza nei confronti della società che conferisce l'incarico;

K2REAL - Key To Real S.r.l. - con sede legale: via Meravigli, 15 - 20123 Milano (MI) - tel. +39 02 85411285 - fax +39 02 85411287 - www.k2real.com
Capitale sociale euro 100.000 i.v. - R.G. e R.I. Milano 04622310961 - P.I. 04622310961 - A.R.A. Milano - 1382211



- (ii) riportano le date di sopralluogo sui beni immobili oggetto di valutazione;
- (iii) forniscono tutti gli elementi rilevanti e necessari in ordine alla valutazione della proprietà;
- (iv) sono datate e comprensive di certificazione della data di valutazione per ciascuna proprietà non superiore a 1 anno rispetto alla data di pubblicazione del prospetto informativo;
- (v) riportano un'apposita tabella in cui viene rappresentato separatamente il numero di immobili in proprietà piena e quelli in nuda proprietà nonché gravati da ipoteca o altro genere di garanzia, peso o contenzioso, assieme al valore aggregato delle rispettive valutazioni;
- (vi) compiono un confronto, spiegandone le differenze, tra la valutazione attuale di detti immobili, come risultante dalla perizia di valutazione/sintesi e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato, ove redatto.

La sottoscritta si impegna a rinnovare la suddetta dichiarazione, nei medesimi termini e con il medesimo tenore di cui sopra, anche con riferimento a eventuali successive perizie di valutazione ed alle corrispondenti sintesi che saranno dalla medesima redatte in relazione alla Società.

Con la presente, inoltre, la sottoscritta rilascia alla Società il proprio consenso irrevocabile ed incondizionato all'inserimento nel prospetto informativo relativo alla Società ed alla pubblicazione integrale e/o parziale della sintesi della propria perizia di valutazione e di propri documenti destinati alla Società, secondo la normativa applicabile ed in conformità a richieste da parte di Autorità.

Con i migliori saluti:

K2REAL – Key to Real

Real Estate Partners
Chartered Surveyors

Tania Gaudenzi
Managing Partner

Rendiconto sintetico del Documento di Valutazione al 31 marzo 2015 rilasciato da K2Real ai sensi del Capitolo 1a (Property Companies) del documento ESMA/2013/319





Abstract

Milano, 15 Aprile 2015

Spett.le SORGENTE RES S.p.A. - SIIQ

Via V. Pisani n. 19

20124 Milano

Spettabile Sorgente RES S.p.A. - SIIQ (la "Società"),

la sottoscritta K2Real - Key To Real S.r.l., dichiara che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi sono state redatte in conformità ai Paragrafi 128 e ss. - società immobiliari del documento ESMA 2013/319.

In particolare, secondo quanto previsto dal Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319, si precisa che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi:

- (i) sono state redatte da un esperto indipendente che: a) non detiene titoli emessi dalla Società o da ogni altra società appartenente allo stesso gruppo né è titolare di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli della Società; b) non era dipendente della Società e non percepisce dalla Società alcuna forma di compenso ad eccezione di quella connessa con l'incarico; c) non è membro di alcun organo della Società; d) non intrattiene rapporti con gli intermediari finanziari coinvolti nell'offerta o nella quotazione dei titoli della Società; e) non è socio, amministratore o sindaco di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, ovvero lo è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico; f) non è legato alla società, che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico; g) non è parente o affine entro il quarto grado dei soci, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi; h) non si trova in una situazione che può comprometterne comunque l'indipendenza nei confronti della società che conferisce l'incarico;
- (ii) riportano le date di sopralluogo sui beni immobili oggetto di valutazione;

Data Ric: 31/12/2014 e Data Ric: 31/03/2015

9



Abstract

- (iii) forniscono tutti gli elementi rilevanti e necessari in ordine alla valutazione della proprietà;
- (iv) sono datate e comprensive di certificazione della data di valutazione per ciascuna proprietà non superiore a 1 anno rispetto alla data di pubblicazione del prospetto informativo;
- (v) riportano un'apposita tabella in cui viene rappresentato separatamente il numero di immobili in proprietà piena e quelli in nuda proprietà nonché gravati da ipoteca o altro genere di garanzia, peso o contenzioso, assieme al valore aggregato delle rispettive valutazioni;
- (vi) compiono un confronto, spiegandone le differenze, tra la valutazione attuale di detti immobili, come risultante dalla perizia di valutazione/sintesi e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato, ove redatto.

Con i migliori saluti.

K2REAL – Key to Real

Real Estate Partners
Chartered Surveyors


Tania Gough – MRICS
Managing Partner



Abstract

INDICE

1.	OGGETTO DELL'ANALISI	4
1.1.	Inquadramento generale	4
1.2.	Gravami o altri vincoli pendenti sugli assets	7
2.	DEFINIZIONE BASI DI VALORE	13
3.	ASSETS IMMOBILIARI	16
3.1.	Limiti della Relazione	16
3.2.	Approcci di Valutazione	19
3.3.	Valuation assumptions	21
3.3.1.	Valuation assumption asset soggetto di valorizzazione	26
4.	ASSETS MOBILIARI	29
4.1.	Limiti della Relazione	29
4.2.	Approcci di valutazione	29
4.3.	Valuation Assumptions	30
5.	CONFRONTO TRA VALORE DI STIMA E ULTIMO VALORE A BILANCIO	32
6.	CONCLUSIONI DI STIMA	39
6.1.	Assets immobiliari	39
6.2.	Assets mobiliari	41

Allegato A – Modus operandi Et Condizioni al contorno

Allegato B – Disclaimer Et General Agreement

Data RIT: 31/12/2014 e Data RIT: 31/03/2015

3



Abstract

1. OGGETTO DELL'ANALISI

1.1. Inquadramento generale

In conformità agli incarichi conferiti, per l'espletamento dell'attività di Valutazione di due portafogli, K2Real-Key to Real S.r.l. ha effettuato due attività di valutazione, applicando in sede di analisi principi e criteri generalmente accettati nella prassi estimativa, e riconosciuti dalle direttive di carattere generale stabilite dalla Banca d'Italia, che si conformano, nella fattispecie, alle guidelines che sottendono gli standard internazionali IVS/RICS, con particolare riferimento ai principi enunciati in seno al cosiddetto "Red Book" i.e. "Standard professionali di valutazione RICS – Gennaio 2014" che rappresenta la versione in lingua italiana di riferimento.

La prima attività di Valutazione, alla Data di Riferimento del 31/12/2014, ha riguardato un patrimonio composto da un portafoglio di n. 4 assets e n. 2 partecipazioni societarie, come di seguito individuati nelle tabelle A e B; la seconda attività di Valutazione, alla Data di Riferimento del 31/03/2015, ha riguardato un patrimonio composto da un portafoglio di n. 10 assets immobiliari, come di seguito individuato nelle tabelle C.

Tabella A – Assets immobiliari oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 31/12/2014

Dati e informazioni generali di ogni asset immobiliare oggetto di analisi Data Rif. 31/12/2014					
N°	Descrizione e Indirizzo	Stato giuridico	Indirizzo Foto censuaria	Valore Netto (Valore Netto 2014)	Partecipazione (Valore Netto 2014)
1	[RM-000261] Roma - Via Piarini, 20 [RIL] Loc. Centro storico [Tecnologia] Centro storico	Finco proprietà	Rottino	8.910	419
2	[RM-000480] ROMA - Via Zani, 79-80 [Tecnologia] Centro storico [Tecnologia] Centro storico	Finco proprietà	Tecale	4.991	881
3	[SA-000111] Bari - Lungomare Nazario Sauro, 7 [Tecnologia] Centro storico [Tecnologia] Centro storico	Finco proprietà	Rottino	8.733	1.100
					10.290

Dati e informazioni generali di ogni asset immobiliare oggetto di analisi Data Rif. 31/12/2014					
N°	Descrizione e Indirizzo	Stato giuridico	Indirizzo Foto censuaria	Valore Netto (Valore Netto 2014)	Partecipazione (Valore Netto 2014)
1	[EC-000015] NEW YORK - 17th Avenue, 17A [Tecnologia] Finco proprietà [Tecnologia] Finco proprietà	Finco proprietà	Tecale	17.045	0
					17.045

Tabella B - Partecipazioni oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 31/12/2014

Dati e informazioni generali di ogni asset immobiliare oggetto di analisi Data Rif. 31/12/2014					
N°	Descrizione e Indirizzo	Stato giuridico	Indirizzo Foto censuaria	Valore Netto (Valore Netto 2014)	Partecipazione (Valore Netto 2014)
1	[EC-000001] FLATIRON RES INC.	Finco proprietà	EC-000001	Propertyholding	[Borsa]
2	[IT-000020] SAN MANAGEMENT S.p.A.	Finco proprietà	SC-000111	Finco proprietà	[Borsa]

Data Rif. 31/12/2014 e Data Rif. 31/03/2015

4



Abstract

Tabella C – Assets immobiliari oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 31/03/2015

Assets (Assets, Immobiliari) e Assets (Assets, Immobiliari) di tipo: Data Rif. 31/03/2015					
N°	Descrizione e Indirizzo	Stato Asset	Indirizzo e Città	Area (mq)	Valore (€)
1	IM-000128 MILANO - Via Solferino, 28 Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	1.400	3.375
2	IM-000154 ROMA - Via del Tritone, 133 Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	4.221	4.501
3	IM-000156 ROMA - Piazza del Gesù Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	-	-
4	IM-000158 ROMA - Piazza del Gesù Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	-	-
5	IM-000160 ROMA - Piazza del Gesù Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	-	-

Assets (Assets, Immobiliari) e Assets (Assets, Immobiliari) di tipo: Data Rif. 31/03/2015					
N°	Descrizione e Indirizzo	Stato Asset	Indirizzo e Città	Area (mq)	Valore (€)
6	IM-000112 ROMA - Via del Gesù, 1 Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	1.400	3.375
7	IM-000146 MILANO - Via Cavour, 3 Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	1.400	3.375
8	IM-000148 MILANO - Via Cavour, 3 Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	1.400	3.375
9	IM-000150 MILANO - Via Cavour, 3 Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	1.400	3.375
10	IM-000152 MILANO - Via Cavour, 3 Ufficio (Office Building) Tipologia: Ufficio (Office)	Asset in gestione	Italia	1.400	3.375

Il portafoglio immobiliare, alla Data di Riferimento del 31/12/2014, come illustrato nella tabella A, si compone di assets di tipologia income producing building, a destinazione direzionale e ricettiva, e risulta essere quasi interamente locato (ca. 2% vacancy) in prevalente condizione di monotenancy. Alla Data di Riferimento del 31/12/2014, con riferimento invece alle partecipazioni societarie, riportate nella tabella B, la società FLATIRON RES, Inc detiene il 20% della società Michelangelo Flatiron Building Investment LLC, la quale detiene indirettamente¹ il 37,179% dell'immobile Flatiron, sito a New York, nella 5th Avenue (Cod. K2Real EE-000075) e di conseguenza possiede il 7,4358% dell'asset immobiliare suindicato; mentre la società GAN MANAGEMENT S.r.l. ha per oggetto "l'attività di gestione, conduzione e locazione di alberghi, complessi alberghieri e turistici".

¹ L'asset in oggetto risulta essere la capacità edificatoria in compensazione da un terreno edificabile in Roma, via Buonvisi, da realizzarsi nell'area di atterraggio di Roma, Ponte Galeria. La volumetria realizzabile è pari a 73.097 mc.

² L'asset in oggetto risulta essere la capacità edificatoria in compensazione da un terreno edificabile in Roma, via Buonvisi, da realizzarsi nell'area di atterraggio di Roma, Ponte Galeria. La volumetria realizzabile è pari a 77.741,68 mc.

³ L'asset in oggetto risulta essere la capacità edificatoria in compensazione da un terreno edificabile in Roma, via Buonvisi, da realizzarsi nell'area di atterraggio di Roma, Ponte Galeria. La volumetria realizzabile è pari a 7.438 mc.

⁴ Per il tramite delle società Michelangelo (LLC) Flatiron Building LLC e Flatiron Newmark Partners LLC.

Data Rif. 31/12/2014 e Data Rif. 31/03/2015

- 8 -



Abstract

in genere, di attività di ristorazione, ricreative, sportive nell'ambito degli stessi complessi alberghieri, o comunque, ad essi annessi [...]". Ad oggi la struttura alberghiera di riferimento è l'Albergo delle Nazioni, sito sul Lungomare Nazario Sauro, ad angolo con Piazza Diaz, un hotel 5 stelle realizzato nel 1932 dall'Arch. Alberto Calza Bini e dotato di 115 camere. Coerentemente alle informazioni fornite, la società è infatti titolare di un contratto di locazione immobiliare ultravennale della summenzionata struttura. Si precisa inoltre che la stessa società ha stipulato un contratto di affitto di azienda con un gestore alberghiero.

Il portafoglio immobiliare, alla Data di Riferimento del 31/03/2015, illustrato nella tabella C, si compone di assets prevalentemente di tipologia income producing building, a destinazione commerciale e direzionale, e risulta essere quasi interamente locato (ca. 39% vacancy), in prevalente condizione di monotenancy. Fanno eccezione gli assets "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", "RM-001549_Roma, Paglian Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea" che sono i diritti edificatori, generati da un'area divenuta inedificabile, che atterrano su tre aree distinte del Comune di Roma. La volumetria realizzabile risulta a prevalente destinazione residenziale; in ragione della loro natura, i tre asset non possono essere oggetto di locazione.

Ref. Oggetto sociale (Registro Imprese)

Data Ref: 31/12/2014 e Data Ref: 31/03/2015

6



Abstract

1.2. Gravami o altri vincoli pendenti sugli assets

Per completezza informativa si riportano nella tabella a seguire eventuali gravami o altri vincoli pendenti sugli asset oggetto dell'analisi.

Tabella D – Assets immobiliari oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 31/12/2014

ASSET IMMOBILIARE	PIENA PROPRIETÀ / DIRITTO DI SUPERFICIE / CONTRATTO DI LEASING	GRAVAMI O ALTRI VINCOLI PENDENTI
[RM-000765] Roma – Via Palermo	Plena proprietà	Risultano trascritti: - ipoteca iscritta presso l'Agenzia del territorio di Roma I in data 9 ottobre 2008 al n. 25049 di formalità dell'importo di Euro 90.000.000,00 (di cui Euro 45.000.000,00 per il capitale) a favore della Banca Popolare di Bari - Società Cooperativa per Azioni a garanzia delle obbligazioni di cui all'atto di finanziamento dell'importo di Euro 45.000.000,00 ricevuto dal Notaio Luca Amato di Roma in data 8 ottobre 2008 n. 28569 di repertorio, registrato all'Agenzia delle Entrate di Roma V in data 8 ottobre 2008 al n. 21304 Serie 1 I; in data 14 dicembre 2011 con atto ricevuto dal Notaio Luca Amato di Roma n. 34448/11.023 di repertorio registrato all'Agenzia delle Entrate di Roma V in data 21 dicembre 2011 al numero 25.700 Serie 1 I la Banca Popolare di Bari - Società Cooperativa per Azioni ha ridotto l'importo del finanziamento da Euro 45.000.000,00 a Euro 39.900.000,00 e rimodulato il piano di rimborso (detto atto è stato annotato a margine dell'iscrizione ipotecaria di cui sopra in data 23 dicembre 2011 al numero 24174 di formalità); in data 16 luglio 2014 con atto ricevuto dal Notaio Cesare Duaglia di Roma n. 5641 di Repertorio, in corso di registrazione, l'importo del finanziamento è stato ulteriormente ridotto da Euro 39.900.000,00 a Euro 34.000.000,00; - locazione ultra novennale trascritta presso l'Agenzia del Territorio di Roma I in data 4 luglio 2013 al n. 50579 di formalità in favore della IMCO S.r.l. con sede in Noci (BA) in forza dell'atto in data 28 giugno 2013 n. 143.076/55.786 di repertorio, registrato all'Agenzia delle Entrate di Roma I in data 4 luglio 2013 al n. 18.881 Serie 1 I e trascritto

¹ Ai fini valutativi è stato assunto che le eventuali ipoteche gravanti sull'immobile alla Data di Riferimento dell'analisi possano essere cancellate attraverso procedure ordinarie.

Data Rif. 31/12/2014 e Data Rif. 31/03/2015

7



Abstract

		all'Agenzia del territorio di Roma I in data 4 luglio 2013 al n. 50.579 di formalità.
[RM-001480] Roma - Via Zara	Piena proprietà	Nessun vincolo o gravame trascritto.
[BA-000111] Bari - Lungomare Nazario Sauro (Hotel Grande Albergo delle Nazioni)	Piena proprietà	Risultano trascritti: - vincolo ai sensi del D.Lgs. 22.1.2004 n. 42 con provvedimento del Ministero per i Beni Culturali ed Ambientali - Direzione Regionale della Regione Puglia - in data 14 settembre 2006 trascritto alla Conservatoria dei R.R.I. di Bari il 23 maggio 2007 al. 19942 di formalità; - locazione ultra novennale trascritta il 12 luglio 2012 al n. 20800 di formalità in dipendenza di atto autenticato nelle firme dal Notaio Nicola Cinotti di Roma, in data 18 giugno 2012, rep. 140452 a favore di BHS.

Tabella E - Partecipazioni societarie oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 31/12/2014

PARTECIPAZIONI	PIENA PROPRIETÀ / DIRITTO DI SUPERFICIE / CONTRATTO DI LEASING	GRAVAMI O ALTRI VINCOLI PENDENTI
[EE-500001] FLATAIRON RES Inc.	Piena proprietà (100% delle azioni)	Non sussistono vincoli o gravami trascritti
[IT-500030] GAN MANAGEMENT S.r.l.	Piena proprietà (100% delle azioni)	Non sussistono vincoli o gravami trascritti

Tabella F - Assets immobiliari oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 31/03/2015

ASSET IMMOBILIARE	PIENA PROPRIETÀ / DIRITTO DI SUPERFICIE / CONTRATTO DI LEASING	GRAVAMI O ALTRI VINCOLI PENDENTI
[BA-000112] Bari - Via Dioguardi, 1	Contratto di leasing immobiliare ¹	Non sussistono vincoli o gravami trascritti
[MI-002248] Milano - Via Cuneo, 2	Contratto di leasing immobiliare ²	Risulta trascritta: - locazione ultra novennale trascritta il 22 gennaio 2008 al n. 2734 di formalità a favore di Upim S.r.l. (già Rinascenza S.r.l.).

¹ Oggetto del contratto di leasing è un asset immobiliare in piena proprietà.

² Si veda nota 7



Abstract

(MI-002249) Milano – Corso San Gottardo, 29-31	Contratto di leasing immobiliare¹	Risultano trascritte: - locazione ultra novennale trascritta il 22 gennaio 2008 al n. 2733 di formalità a favore di Upim S.r.l. (già Rinascente S.r.l.); - servitù a favore di Upim S.r.l. (già Rinascente S.r.l.) sulla particella 323 sub 708 per uscita di sicurezza o emergenza verso via Gentilino a fine prevenzione incendi²;
(MI-002250) Milano – Via Spadari, 2	Contratto di leasing immobiliare³	Risulta trascritta: - locazione ultra novennale trascritta il 22 gennaio 2008 al n. 2732 di formalità a favore di Upim S.r.l. (già Rinascente S.r.l.);
(MI-002428) Milano – Via Senato, 28	Piena proprietà	Risultano trascritte: - ipoteca iscritta in data 11 dicembre 2006 al n. 22078 di formalità per Euro 100.000.000,00+ a garanzia di un mutuo di Euro 50.000.000,00+ concesso alla conferente da ING REAL ESTATE FINANCE ESPANA E.F.C. S.A. – sede di Milano – con atto a rogito del Notaio Maurizio Misurale di Roma in data 4 dicembre 2006 rep. n. 175731; - trascrizione di cessione di pegni in data 4 maggio 2009 al n. 13858 di formalità a favore di ING REAL ESTATE FINANCE ESPANA E.F.C. S.A. – sede di Milano in dipendenza di atto a rogito del Notaio Maurizio Misurale in data 24 aprile 2009 rep. n. 194673; - con atto a cure Notaio Cesare Quaglia in data 8 luglio 2014 rep. 43, racc. 30, le predette ipoteche e cessioni di pegni sono state assentite di cancellazione, dovendosi pertanto considerare le relative iscrizioni comunque non pregiudizievoli; - nella medesima data dell'8 luglio 2014 sono stati altresì sottoscritti i seguenti atti, tutti autenticati nelle firme dal Notaio Quaglia di Roma (i) rep. 39- racc.26 portante concessione di mutuo di Euro 13.000.000,00, (ii) rep. 40 - racc-27 portante iscrizione di ipoteca per Euro 26.000.000 trascritto in data 11 luglio 2014 al n. 5426 di formalità e (iii) rep. 45, racc.32

¹ Si veda nota 7

² La presenza di tale servitù non limita in modo sostanziale l'uso del bene e non si ritiene di impatto ai fini valutativi

³ Si veda nota 7



Abstract

		portante cessione di pignoni trascritto in data 11 luglio 2014 al n. 26592 di formalità¹⁾; – vincolo ai sensi della Legge 1089/39 (oggi D.Lgs. 22.1.2004 n. 42) giusta decreto del Ministero della Pubblica Istruzione in data 22 febbraio 1961 trascritto il 9 maggio 1961 al n. 17792 di formalità.
[MI-002429] Milano – Via Pisani, 19	Contratto di leasing immobiliare²⁾	Non sussistono vincoli o gravami trascritti.
[RM-001547] Roma – Via del Tritone, 132	Piena proprietà	Risultano trascritti: – atto d'obbligo a rogito del Notaio Nicola Cinotti di Roma in data 14 novembre 2007 rep. n. 125418, trascritto il 16 novembre 2007 al n. 90115 di formalità con il quale la proprietà si è impegnata in favore del Comune di Roma a a) mantenere permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso e la consistenza dell'intero edificio, così come riportato nella planimetria allegata al summenzionato atto; b) a destinare e mantenere permanentemente una superficie di metri quadrati 433,58 a parcheggio privato ed una superficie di metri quadrati 363,57 a parcheggio privato di uso pubblico a servizio dei residenziali, così come risulta nella planimetria allegata al summenzionato atto, assumendosene a propria cura e spese la ordinaria e straordinaria manutenzione e sistemazione; – atto d'obbligo a rogito del Notaio Nicola Cinotti del 16 gennaio 2008 rep. n. 126015, trascritto il 18 gennaio 2008 al n. 3681 di formalità con il quale la proprietà si è impegnata a destinare e mantenere permanentemente una superficie di metri quadrati 973,19 a parcheggio privato asservito in forma pertinenziale all'immobile, così come risulta nella planimetria allegata al summenzionato atto, assumendosene a propria cura e spesa la ordinaria e straordinaria manutenzione e sistemazione; – atto d'obbligo a rogito Notaio Cesare Chiaglia del 19 novembre 2014 rep. 192, trascritto il 24 novembre 2014 al n. 125365 di formalità con il

¹⁾ Si veda nota 6.

²⁾ Si veda nota 7.



Abstract

		quale: a) Il Fondo Caravaggio di Sorgente SGR, quale proprietario di porzioni del piano terra, primo, secondo, terzo, quarto e quinto del fabbricato si è impegnato a mantenere, per le porzioni di sua proprietà, permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso "servizi alle persone"; b) Palazzo del Tritone 132 S.r.l., proprietaria di porzioni del piano primo interrato e secondo interrato, si è impegnata a mantenere, per le porzioni di sua proprietà, permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso "autorimessa interrata"; - atto d'obbligo a rogito Notaio Cesare Quaglia del 24 febbraio 2015 rep. 188. Trascritto il 3 marzo 2015 al n. 19062 di formalità con il quale: a) Il Fondo Caravaggio di Sorgente SGR, quale proprietario di porzioni del piano terra, primo, secondo, terzo, quarto e quinto del fabbricato si è impegnato a mantenere per le porzioni di sua proprietà, permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso a "servizi uffici privati"; b) Palazzo del Tritone 132 S.r.l., quale proprietaria di porzioni del piano primo interrato e secondo interrato, si è impegnata a mantenere, per le porzioni di sua proprietà, fatta eccezione per quanto attiene al sub 572, permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso "autorimessa interrata". Risulta altresì essere stata costituita in favore di Acea servizi perpetua per il collocamento e l'esercizio dei cavi e delle apparecchiature elettriche necessarie per la distribuzione dell'energia elettrica giunto atto autenticato nelle firme a cura Notaio Gasparini del 19 luglio 2011, rep. 4082-racc. 1792, registrato all'Agenzia delle Entrate Roma 1 in data 1 agosto 2011, serie 1T n. 30110, trascritta in data 3 agosto 2011, al n. 90467 - Registro Generale, e n. 56189 - Registro Particolare¹⁰. In aggiunta ai gravami di cui sopra sussistono: - giusto contratto di finanziamento con MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. a rogito del notaio Nicola Cinotti in data 13 dicembre 2011 repertorio n. 138885-racc. 53602;
--	--	--

¹⁰ Si veda nota 10.



Abstract

		= ipoteca in favore di MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. per la somma complessiva di Euro 28 milioni iscritta in data 11 gennaio 2012 al n. 332 di Registro Particolare e 3752 Registro Generale¹⁾; = cessione pro-solvendo ad MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. dei crediti rivenienti dal contratto di locazione relativo all'immobile di Via del Tritone 132 (contratto di locazione del 28 luglio 2011 rep. presso Agenzia delle Entrate di Roma 1 il 9 agosto 2011 al n. 3356, serie T) trascritta in data 11 gennaio 2012 al n. 2918 Registro Particolare, n. 3753 Registro Generale²⁾.
[RM-001548] Roma - Ponte Galeria (diritti edificatori)	Plena proprietà	Non sussistono vincoli o gravami trascritti.
[RM-001549] Roma - Pagliam Casale (diritti edificatori)	Plena proprietà	Risultano trascritti: - convenzione Urbanistica con Roma Capitale stipulata con atto a rogito Notaio Maurizio Misurale di Roma, in data 21 giugno 2013, rep. 195007, registrata presso l'Agenzia delle Entrate di Roma 1, il 5 luglio 2007 al n. 19067 serie 11 e trascritta presso la Conservatoria dei Registri Immobiliari di Roma il giorno 8 luglio 2013 al n. 51029 di formalità.
[RM-001550] Roma - Bocca (diritti edificatori)	Plena proprietà	Risultano trascritti: - convenzione Urbanistica con Roma Capitale stipulata con atto a rogito Notaio Marco Papi di Roma, in data 25 luglio 2014, atto n. 42.081 rep. 130.015.

¹⁾ Si veda nota 6.

²⁾ Si ritiene che tale scrittura non abbia impatto ai fini valutativi.



Abstract

2. DEFINIZIONE BASI DI VALORE

Con riferimento agli assets immobiliari individuati al paragrafo 1.1, che costituiscono il patrimonio immobiliare afferente ai portafogli oggetto delle analisi alla Data di Riferimento del 31/12/2014 ed alla Data di Riferimento del 31/03/2015, considerato su base "AbyA - Asset by Asset" (i.e. considerando ciascuno degli assets - complesso/comparto immobiliare, fabbricato cielo-terra, porzione di fabbricato, diritti immobiliari - individualmente quale autonoma entità), l'analisi di valutazione è stata finalizzata alla determinazione del **"FV-Fair Value _{as is}"** equiparato al **"MV-Market Value"**¹ laddove con tale accezione sia da intendersi l'ammontare stimato a cui un asset immobiliare o una passività dovrebbe essere ceduto e acquistato, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni, considerando l'asset immobiliare nello stato di fatto e di diritto in cui si trova ("as is"), ove per "stato di fatto e di diritto" siano da intendersi, congiuntamente, lo stato di conservazione e le condizioni di manutenzione, le condizioni al contorno e la situazione urbanistica ["stato di fatto"] nonché la situazione locativa, il titolo di proprietà, l'eventuale presenza di servitù, gravami ed altri fattori connessi al godimento del bene ["stato di diritto"] - ciascun fattore come verificato e/o secondo assunzione alla Data di Riferimento dell'analisi.

Il FV-Fair Value è un concetto più ampio rispetto al Valore di Mercato e rappresenta una base di misurazione del valore richiesta o permessa in conformità ai Principi Contabili Internazionali IFRS, che coerentemente alla definizione adottata dall'International Accounting Standards Board (IASB) nell'IFRS 13, come richiamata negli IVS-International Valuation Standards e recepita da RICS-Royal Institution of Chartered Surveyors (VPS 4 par. 1.5 e VPGA 1 degli "Standards Professionali di Valutazione RICS - Gennaio 2014") individua "il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un bene ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione", laddove nella definizione sopra richiamata, recepita negli Standard Internazionali di Valutazione IVS (standard IVS 300) ed utilizzata ai fini dell'inclusione nei rendiconti economico-finanziari, il Fair Value è equiparato al Valore di Mercato, fermo restando che può essere determinato anche in assenza di un mercato di riferimento ampio e dinamico, facendo pertanto ricorso a metodologie non direttamente correlate al mercato, quali le metodologie finanziarie e/o per capitalizzazione del reddito.

¹ vedi VPS 4 (Basi del valore, assunzioni e assunzioni speciali) degli "Standards professionali di valutazione - RICS 2014".



Abstract

Nella market practice adottata da K2Real il Giudizio Integrato di Valore ed, in quanto tale, per il caso di specie il "FV-Fair Value", è individuato con riferimento alle seguenti assunzioni:

- carattere di "ordinarietà delle controparti" (acquirente e venditore), laddove per "ordinario" sia da intendersi l'operatore di medie capacità economiche, strategiche ed intellettive, tali da non inverare elementi pregiudizievoli ai fini della libera conclusione della trattativa; e dotato di ragionevole consapevolezza e conoscenza riguardo alla natura ed alle caratteristiche precipue del bene oggetto di trattativa, al suo utilizzo attuale/potenziale ed allo stato del libero mercato alla Data di Riferimento;
- "libera determinazione delle controparti" alla conclusione del contratto, senza alcuna restrizione della capacità di intendere e di volere né alcun condizionamento operativo della libera volontà;
- carattere di "ordinarietà della trattativa" che espressamente escluda speciali termini contrattuali o circostanze, quali finanziamenti atipici, accordi di retrolocazione, corrispettivi o concessioni particolari ottenute da soggetti coinvolti nella compravendita;
- ipotesi che l'asset immobiliare sia stato offerto sul libero mercato per un periodo ritenuto ragionevolmente sufficiente alla manifestazione di interesse ad opera di una controparte (interesse all'acquisto, qualora l'asset sia offerto in vendita e/o interesse alla locazione qualora l'asset sia offerto in locazione).

Si precisa che, con riferimento agli assets "BA-000112_Bari, via Dinguardi, 1", "MI-002429_Milano, Via Pisani, 19" ed al portafoglio "MI-002248_Milano, via Cuneo, 2", "MI-002249_Milano, Corso San Gottardo, 29-31" e "MI-002250_Milano, Via Spadari, 2", l'analisi di valutazione è stata finalizzata alla determinazione del Valore del contratto di leasing, alla Data di Riferimento del 31/03/2015, avente ad oggetto i suddetti beni immobiliari, quale differenza tra l'importo del debito residuo, come indicato nella certificazione del debito residuo emessa dal Concedente (Unicredit Leasing S.p.A.) al 31 marzo 2015, valutato al valore nominale ed il "FV-Fair Value (as is)" degli assets immobiliari.

Con riferimento a quanto precedentemente indicato al paragrafo 1.1 si precisa che, alla Data di Riferimento del 31/03/2015, per gli Asset "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", "RM-001549_Roma, Paglian Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea" immediatamente disponibili ai fini della valorizzazione al proprio massimo e migliore utilizzo nell'ambito dell'area di atterraggio, è stato determinato il FV-Fair Value (as is) di:



Abstract

Si consideri in particolare che:

(i) il "FV-Fair Value (HBU)" è da intendersi quale il più probabile prezzo di trasferimento dell'asset immobiliare nell'ipotesi di potenziale valorizzazione al proprio HBU-HighestBest Use (massimo e migliore utilizzo), ossia considerando, tra tutti gli usi tecnicamente fattibili, legalmente consentiti ed economicamente perseguibili, solo quello potenzialmente in grado di conferire all'asset medesimo il massimo valore, compatibilmente con una pianificazione di tempi e costi ragionevolmente corrispondenti a quelli ordinari per operare detta valorizzazione;

(ii) nel caso in cui un asset immobiliare risulti, come nel caso di specie, alla Data di Riferimento immediatamente libero, assoggettato ad iter urbanistico altresì definito ed, in quanto tale, pienamente valorizzabile al proprio massimo e migliore utilizzo, FV-Fair Value (as is) e FV-Fair Value (HBU) possono coincidere (differendo, invece, qualora l'asset non risulti alla Data di Riferimento rispondente ad uno dei suddetti requisiti, cosicché le variabili connesse alle condizioni di locazione e le variabili connesse all'iter urbanistico da attivare per il progetto di valorizzazione ne influenzino, positivamente o negativamente, il valore).



Abstract

3. ASSETS IMMOBILIARI

3.1. Limiti della Relazione

Al fine di implementare l'analisi di valutazione di ciascuno degli assets costituenti i portafogli immobiliari alle Date di Riferimento del 31/12/2014 e del 31/03/2015, come individuati nelle tabelle A e C al paragrafo 1.1, è stata effettuata una "full analysis", laddove secondo tale accezione sia da intendersi un'analisi di valutazione completa ed inclusiva di technical/site inspection" (sopralluogo tecnico ispettivo di dettaglio, sia esterno che interno), elaborata pertanto basandosi sia sui dati di input contenuti nella documentazione fornita dal Cliente (o da chi per esso), sia sul know-how relativo alla prassi estimativa e sui dati parametrici rilevati dalle Fonti Istituzionali di Osservazione del mercato immobiliare, sia, e in prima istanza, sui dati di dettaglio rilevati in situ (location e contesto urbano / dotazione impiantistica / stato di conservazione / condizioni di manutenzione / analisi urbanistica / indagine di dettaglio del mercato locale, ed ogni altra e qualsivoglia informazione ritenuta utile allo sviluppo dell'analisi), oltre che su quelli eventualmente disponibili, alla Data di Riferimento, in seno al database di comparables K2R.

Nello specifico le site inspections degli assets afferenti i portafogli alla Data di Riferimento dell'analisi sono state effettuate nelle date riportate nella tabella a seguire.

Tabella G – Attività di sopralluogo

Attività di sopralluogo		
N°	Asset	Data
1	[RM-000765] ROMA - Via Palermo	22/12/2014
2	[RM-001480] ROMA - Via Zara, 29-30	13/01/2015
3	[BA-000111] BARI - Lungomare Nazario Sauro, 7	14/04/2014
4	[LL-000075] NEW YORK - Fifth Avenue, 175	04/05/2014
5	[BA-000112] BARI - via Dioguardi, 1	16/04/2014
6	[MI-002248] MILANO - Via Cuneo, 2	14/04/2014
7	[MI-002249] MILANO - Corso San Gottardo, 29-31	14/04/2014
8	[MI-002250] MILANO - Via Spadari, 2	14/04/2014
9	[MI-002428] MILANO - Via Senato, 28	10/03/2015
10	[MI-002429] MILANO - Via Pisani, 19	09/03/2015
11	[RM-001547] ROMA - Via del Tritone, 132	05-06/03/2015
12	[RM-001548] ROMA - Ponte Galeria	06/03/2015
13	[RM-001549] ROMA - Paglian Casale	06/03/2015
14	[RM-001550] ROMA - Boracchi	06/03/2015

¹¹ Si precisa che per l'asset "LL-000075, New York, Fifth Avenue" l'attività di site inspection è stata effettuata esternamente.



Abstract

Nel caso di specie degli asset di "BA-000111_Bari - Lungomare Nazario Sauro", "EE-000075_New York, Fifth Avenue", "BA-000112_Bari, via Dioguardi 1", "MI-002248_Milano, via Cusco, 2", "MI-002249_Milano, Corso San Gottardo, 29-31" e "MI-002250_Milano, Via Spadari, 2", essendo trascorso meno di un anno dall'attività di site-inspection e basandosi sulle indicazioni fornite dal Cliente, in sede di analisi si è assunto che lo stato dei luoghi non fosse eccezionalmente dissimile da quanto riscontrato in sede del sopralluogo effettuato in precedenza.

Per quanto riguarda invece i dati di input relativi (i) alla situazione locativa e (ii) alle consistenze funzionali all'implementazione delle valutazioni, nell'ambito del più ampio set informativo di natura tecnico-amministrativa nella finalità della procedura, si precisa che, (i) con riferimento alla situazione locativa, questa è stata desunta dalla documentazione fornita quale valida ed attendibile, salvo gli eventuali riscontri sullo stato occupazionale a seguito delle visite ispettive, e (ii) con riferimento ai dati di consistenza, sono stati effettuati controlli a campione sulle planimetrie fornite ai fini di un confronto rispetto ai dati di consistenza forniti (i.e. perizie precedenti, schede, ...) al fine di evidenziare eventuali scostamenti. Qualora tali controlli abbiano evidenziato, fatti salvi errori di scala, scostamenti trascurabili (inferiori al 5%), sono stati assunti ai fini dell'analisi i dati di consistenza forniti; qualora invece tali scostamenti siano risultati non trascurabili (superiori al 5%) si è proceduto alla computazione grafica integrale delle superfici dell'asset delle planimetrie fornite dal Cliente su supporto pdf o dwg (a tal proposito si precisa che tale computazione grafica non risulta essere sostitutiva di un rilievo tecnico puntuale e di un conseguente vero e proprio calcolo delle consistenze del fabbricato).

Per gli assets "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", "RM-001549_Roma, Pagnan Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea" i dati di input (consistenza, mix funzionale, et al.) sono stati desunti dalla documentazione fornita dal Cliente (perizie precedenti, atti d'obbligo, documentazione urbanistico-progettuale, ...).

Con riferimento agli operating cost (intesi quali property tax, capex, property management, maintenance,...) laddove forniti, in sede di analisi sono stati assunti i dati desunti dalla documentazione messa a disposizione, diversamente si è proceduto per stime autonome.

Per quanto riguarda l'analisi del mercato immobiliare si è fatto riferimento all'andamento generale dei comparti terziario, commerciale, residenziale e ricettivo, con successive considerazioni in merito al mercato locale di riferimento di ciascun asset, come riportato nei relativi report. Per completezza informativa si riportano in sintesi, nelle tabelle che seguono, i canoni di mercato IERV-Estimated



Abstract

Rental Value⁷¹), laddove stimati, assunti in sede di valutazione per ciascun asset, di tipologia income producing building, a seguito della naturale scadenza dei contratti di locazione in essere. Inoltre si ricorda che in sede di analisi è stata assunta, anche per i canoni di mercato, una previsione di aumento in linea con l'indice inflattivo.

Tabella H – ERV-Estimated Rental Value assunto in sede di analisi

Dettagli ERV-Estimated Rental Value assunto al fine dell'analisi Data Ric. 31/03/2015					
N.	Nome	Dedicazione d'uso presunto	C.A. (mq)	ERV - Estimated Rental Value (assunto)	ERV - Estimated Rental Value (Indice)
1	[M-00002] ROMA - Via Roma, 20	Residenzi	4.852	1.881.500	586
2	[M-00002] ROMA - Via IV Novembre, 20-20	Residenzi	5.471	1.500.000	270
3	[M-00011] RM - Appartamenti Nazario Sauro, 2	Residenzi	6.000	1.201.000	414

Dettagli ERV-Estimated Rental Value assunto al fine dell'analisi Data Ric. 31/03/2015					
N.	Nome	Dedicazione d'uso presunto	C.A. (mq)	ERV - Estimated Rental Value (assunto)	ERV - Estimated Rental Value (Indice)
4	[M-00012] RM - Via Dandolo, 1	Terziario	11.301	1.422.000	121
5	[M-00034] MILANO - Via Dante, 2	Commercio	5.871	1.086.700	379
6	[M-00038] MILANO - Corso San Vittorino, 20-21	Commercio	2.940	1.000.000	300
7	[M-00036] MILANO - Via Solferino, 2	Commercio	1.783	267.870	110
8	[M-00070] MILANO - Via Sarmateo, 10	Terziario	2.788	1.071.000	400
9	[M-00029] MILANO - Via Prati, 78	Terziario	2.272	1.007.071	340
10	[M-00040] ROMA - Via del Trionfo, 127	Terziario	3.491	1.261.000	334

Per tutto quanto non espressamente indagato, di cui ai capoversi che precedono, si è fatto pieno ed espresso riferimento alle informazioni ed alla documentazione all'uopo fornita dal Cliente, procedendo per ragionevole assunzione in difetto della stessa.

⁷¹ ERV-Estimated Rental Value, inteso quale l'ammontare stimato a cui un asset immobiliare dovrebbe essere locato a un conduttore nello stato di fatto e di diritto in cui si trova l'asset. La definizione di ERV-Estimated Rental Value è una variazione della definizione di Valore di Mercato, e pertanto fa pieno ed integrale riferimento alle condizioni di ordinarietà proprie della definizione di Market Value.



Abstract

3.2. Approcci di Valutazione

In sede di analisi sono stati applicati gli approcci di seguito individuati:

(i) **"Income Approach" (Approccio Finanziario)** – prende in considerazione l'approccio metodologico della DCF-Discounted Cash Flow Analysis con TV-Terminal Value, che si basa su:

- determinazione, per il periodo di tempo ritenuto più opportuno, dei futuri redditi derivanti dalla locazione e/o alienazione (ivi compreso TV-Terminal Value) dell'asset immobiliare, in tutto o in parte (per comparto e/o singola entità che lo costituisca: fabbricato cielo-terra, porzione di fabbricato, unità immobiliare, lotto di terreno);
- determinazione degli operating costs (assicurazione, property management, property taxes, manutenzione straordinaria) e dei costi di valorizzazione (demolizione, ricostruzione, nuova edificazione, ristrutturazione, risanamento conservativo, ...);
- calcolo dei UCF-Unlevered Free Cash Flows pre-tax;
- attualizzazione, alla Data di Riferimento dell'analisi, dei flussi di cassa;

(ii) **"Market Approach" (Approccio Comparativo)** – basato sul confronto fra l'asset immobiliare ed altri beni con esso comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali.

Si utilizzano, nella fattispecie, moduli di comparazione ad "adjustment factors", al fine della comparabilità di variabili quali: dimensione, location, tipologia costruttiva, standard qualitativo, standing, pertinenze, affaccio, vista, esposizione, stato di conservazione, condizioni di manutenzione, dotazioni impiantistiche, infrastrutturazione del contesto, condizioni precise di compravendita, et al.

Nella fattispecie, l'Income Approach è stato applicato per la determinazione del valore di ciascun asset, assumendo i redditi derivanti dai contratti di locazione fino alla naturale scadenza e quelli potenzialmente derivanti da un riposizionamento dell'asset sul mercato delle locazioni, nonché i costi connessi al mantenimento in efficienza della struttura. Mentre il Market Approach è stato applicato, oltre che per il riscontro del risultato finale rispetto ad operazioni di compravendita aventi ad oggetto immobili di caratteristiche comparabili rispetto a quello in oggetto, per la determinazione dei livelli di pricing e di canone di locazione di mercato (ERV-Estimated Rental Value) per le destinazioni d'uso considerate.

Ai fini della determinazione del "GIV-Giudizio Integrato di Valore", le technicalities di analisi sopra illustrate sono state applicate in funzione delle necessità dell'analisi stessa come si evince dalle

Data Rir: 31/12/2014 e Data Rir: 31/03/2015

18



Abstract

tabelle G a seguire, dove è riportato il principale approccio metodologico applicato al fine della determinazione del PV-Fair Value di ciascun asset.

Tabella I – Principali approcci applicati

Approccio utilizzato al fine della determinazione del PV-Fair Value di ciascun asset. Data Ref: 31/12/2014		
N.	Asset	Principale Approccio
1	[RM-000765] ROMA - Via Palermo	Income Approach
2	[RM-001480] ROMA - Via Zara, 29-30	Income Approach
3	[BA-000111] BARI - Lungomare Nazario Sauro, 7	Income Approach
4	[EE-000075] NEW YORK - Fifth Avenue, 175	Income Approach

Approccio utilizzato al fine della determinazione del PV-Fair Value di ciascun asset. Data Ref: 31/03/2015		
N.	Asset	Principale Approccio
1	[BA-000112] BARI - via Dioguardi, 1	Income Approach
2	[MI-002248] MILANO - Via Cuneo, 2	Income Approach
3	[MI-002249] MILANO - Corso San Gottardo, 29-31	Income Approach
4	[MI-002250] MILANO - Via Spadari, 2	Income Approach
5	[MI-002428] MILANO - Via Senato, 28	Income Approach
6	[MI-002429] MILANO - Via Pisani, 19	Income Approach
7	[RM-001547] ROMA - Via del Tritone, 132	Income Approach
8	[RM-001548] ROMA - Ponte Galera	Income Approach
9	[RM-001549] ROMA - Paglia Casale	Income Approach
10	[RM-001550] ROMA - Bocca	Income Approach

Si ricorda infine, che per la determinazione del valore dei contratti di leasing aventi ad oggetto gli assets immobiliari "BA-000112_Bari, via Dioguardi, 1", "MI-002429_Milano, Via Pisani, 19" ed il portafoglio "MI-002248_Milano, via Cuneo, 2", "MI-002249_Milano, Corso San Gottardo, 29-31" e "MI-002250_Milano, Via Spadari, 2", si è proceduto sottraendo al "FV-Fair Value_{in u}" dei beni immobiliari l'importo del debito nominale residuo al 31 Marzo 2015, sulla base dell'importo indicato nella certificazione del debito residuo emessa dal Concedente, in considerazione della natura traslativa del contratto di finanziamento.



Abstract

3.3. Valuation assumptions

In merito ai dati di consistenza, fermo restando quanto esplicitato nel paragrafo 3.1, in sede di analisi gli stessi sono stati espressi in termini di:

- **GBA-Gross Building Area** (Superficie lorda di fabbricato) intesa quale la superficie coperta, espressa in metri quadrati (mq), misurata al filo esterno dei muri perimetrali dell'asset immobiliare, come su-anzi definito, ed alla mezzeria delle murature confinanti verso terzi;
- **Uncovered building surfaces** (Superfici scoperte di fabbricato) intese quali le superfici, espresse in metri quadrati (mq), misurate al filo esterno degli spigoli che le definiscono, che risultano in estensione, prospicienza e/o oggetto rispetto ai muri perimetrali dell'asset (quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, balconi, terrazze, scale esterne di sicurezza);
- **GLA-Gross Lettable Area** intesa come tutta o parte della superficie lorda totale suscettibile di generare "revenues" (introito economico), configurabile quale "lump sum" (somma una tantum), nell'ipotesi di alienazione, o di "proceeds" (reddito continuativo), nell'ipotesi di locazione a terzi. Nella fattispecie detta superficie, espressa in metri quadrati (mq), viene convenzionalmente determinata, a partire dalla superficie lorda, come segue:
per gli assets immobiliari a qualsiasi destinazione d'uso (residenziale, terziario, commerciale, industriale et al):
esclusione di vani e/o locali tecnici, impianti, vani scala e/o ascensori e relativi sbarchi (qualora non di uso esclusivo di un singolo asset immobiliare);
per i soli assets immobiliari a destinazione d'uso residenziale o, dietro specifica considerazione di merito, a destinazione d'uso diversa dal residenziale ma facilmente riconducibile a residenziale:
virtualizzazione mediante coefficiente di ponderazione pari al 50% per balconi e 30% per terrazze.

Con riferimento alla determinazione dei ricavi da locazione, vengono assunti i redditi derivanti dai contratti di locazione in essere fino alla loro naturale scadenza (cautelativamente: prima scadenza, qualora l'importo degli stessi risulti al di sopra dei livelli medi di mercato; seconda scadenza, qualora l'importo degli stessi risulti al di sotto dei livelli medi di mercato, fatta eccezione per i casi in cui i contratti prevedano una rinuncia di diritto di rinnovo, per i quali è assunta la seconda scadenza indipendentemente dal canone) e, a seguire, i redditi derivanti da una locazione ordinaria ai livelli medi di mercato.

Data Rit: 31/12/2014 e Data Ril: 31/03/2015

21



Abstract

Relativamente alla determinazione dei costi, vengono presi in considerazione gli operating costs (costi operativi a carico del Proprietario connessi al mantenimento in efficienza e funzionalità dei beni, quali: assicurazione, property management, IMU, TASI e manutenzione straordinaria) da sostenersi durante il mantenimento della proprietà dell'asset, oltre alle eventuali capital expenditures, nel caso di interventi di ristrutturazione, riqualificazione e/o riconversione funzionale dell'asset.

L'orizzonte temporale di analisi è funzione della peculiarità dei contratti di locazione assunti ai fini valutativi in quanto oltre al periodo che riflette la piena durata del contratto di locazione è stato assunto un ulteriore periodo di lease-up a seguito della scadenza naturale del contratto, al fine della stima del TV-Terminal Value che, essendo correlato alle potenzialità reddituali dell'asset, presume che in tale data si sia raggiunta la condizione di ordinarietà in termini di canone rinveniente. Con riferimento agli asset oggetto di valorizzazione orizzonte temporale tiene conto dell'operazione di valorizzazione a partire dai tempi amministrativi e di progettazione nonché i tempi necessari alla successiva allocazione sul mercato del prodotto valorizzato. Si precisa che l'orizzonte temporale assunto in sede di analisi non è influenzato né subordinato alle scelte ed alle decisioni di investimento della Proprietà, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions dell'attività di analisi si discostino da quanto contenuto nel business plan della Proprietà.

Con riferimento al Tasso di Attualizzazione, trattandosi di una valutazione basata sull'attualizzazione di flussi in assenza di tassazione e unlevered, si utilizza un Wacc-Weighted average cost of capital, determinato come segue:

- per quanto riguarda la componente di equity, si utilizza un build-up approach multi-fattoriale in relazione al rischio, quale sommatoria dei parametri direttamente correlati alle caratteristiche estrinseche ed intrinseche dell'asset stesso (nel caso di assets immobiliari, quindi, il "liquidity risk", l'"investment risk" e l'"urbanistic risk") e del "tasso base" (calcolato come media geometrica del "Rendimento dei titoli pubblici" o "Rendistato" per gli asset siti sul territorio italiano e dei "Treasure Bond" per l'asset sito in USA negli ultimi 5 anni monitorati) che rappresenta invece, in modo più ampio, la situazione congiunturale macroeconomica;
- ipotesi di applicabilità della Proposizione 1 della "legge di conservazione del valore" di Modigliani-Miller; pertanto, (seppur indicando, per coerenza al "tasso base" impiegato nel build-up approach del capitale di equity, anche il dato dell'Euribor quale media geometrica dell'"Euribor a 5€1 mesi" negli ultimi 5 anni monitorati a soli fini statistici), il valore dell'asset



Abstract

non dipende dalla struttura del capitale impiegata; tutte le componenti di rischio vengono pertanto ascritte direttamente alla componente di equity.

Per quanto riguarda la determinazione del TV-Terminal Value, si fa ricorso all' "Income Capitalization" basata sulla capitalizzazione diretta, ad uno specifico tasso di capitalizzazione, del reddito netto futuro potenziale generabile dall'asset ($TV = NOI / \text{Capitalization rate}$) nel periodo successivo all'ultimo anno dell'holding period considerato, assumendone la costanza e invarianza in perpetuity. La considerazione del periodo a valle dell'holding period è espressamente finalizzata all'assunzione di condizioni che, essendo spirato il contratto di locazione in essere e assunto un conseguente riposizionamento a mercato, risultino il più possibile scevre da qualsivoglia condizionamento di natura locativa specificamente connesso ai contratti di locazione eventualmente in essere alla Data di Riferimento. Nella determinazione dei fattori di cui alla capitalizzazione diretta, si fa riferimento a:

- NOI adjusted stimato sulla base dell'ERV-Estimated Rental Value, posticipato al periodo di determinazione del TV-Terminal Value, dedotte le spese ordinarie ed escluse le spese straordinarie;
- capitalization rate (Exit Cape Rate) determinato facendo riferimento al "modello di Gordon" applicabile in presenza di crescita stabile di reddito e patrimonio. Nel caso di specie, al Wacc viene sottratto il tasso di crescita "g" (assunta pari all'indice inflattivo) oltre ad un fattore di Risk out che esprime un fattore di extra crescita (positiva/negativa) rispetto al trend di crescita reale del mercato e/o settore di appartenenza.

Per completezza informativa, nella tabella che segue si riportano il Tasso di Attualizzazione e l'Exit Cape Rate assunti per ciascun in fase di analisi.

Tabella J – Tassi di Attualizzazione ed Exit Cape Rate assunti in sede di analisi

Tasso di attualizzazione ed Exit Cape Rate assunti in sede di analisi (Data RIF. 31/03/2016)			
N.	Asset	Tasso di attualizzazione	Exit Cape Rate
1	[BA-000112] BARI - via Dioguardi, 1	6,61%	5,98%
2	[MI-002248] MILANO - Via Cusco, 2	6,00%	4,92%
3	[MI-002249] MILANO - Corso San Gottardo, 29-31	6,40%	5,77%
4	[MI-002250] MILANO - Via Spadari, 2	5,97%	4,56%
5	[MI-002428] MILANO - Via Senato, 28	5,98%	4,83%
6	[MI-002429] MILANO - Via Pisani, 19	6,55%	5,92%
7	[RM-001547] ROMA - Via del Tritone, 132	5,67%	4,21%

Data RIF. 31/12/2014 e Data RIF. 31/03/2015

23



Abstract

Tabella III: attualizzazione dei Exit Cash Rate assunti in sede di analisi (Data RfC 31/12/2014)			
N.	Asset	Tasso di attualizzazione	Exit Cash Rate
1	[RM-000765] ROMA - Via Palermo	6,40%	4,96%
2	[RM-001480] ROMA - Via Zara, 29-30	6,66%	5,48%
3	[BA-000111] BARI - Lungomare Nazario Sauro, 7	6,17%	5,00%
4	[LL-000075] NEW YORK - Fifth Avenue, 175	4,88%	5,36%

Inoltre per le analisi di cui all'approccio finanziario della DCF-Discounted Cash Flow Analysis, si considerino le seguenti assunzioni poste alla base dell'analisi stessa:

- (i) proiezioni effettuate a valori nominali;
- (ii) indice inflattivo assunto quale (i) media mobile tra l'inflazione storica e programmata (dati storici F.O.I. registrati negli ultimi 5 anni e dati programmati per i prossimi 5 anni) per gli assets siti sul territorio nazionale e (ii) media dei dati d'inflazione registrati in USA negli ultimi 5 anni monitorati per l'asset sito a New York;
- (iii) previsione di un aumento dei valori e canoni di mercato in linea con l'indice inflattivo;
- (iv) rivalutazione annua dei redditi da locazione in essere in base alla normativa in materia vigente;
- (v) adozione di percentuale di vacancy & credit loss variabile in funzione della possibilità di rinnovo degli eventuali contratti a terzi in essere e/o dei tempi di assorbimento da parte del mercato di riferimento, tenendo conto delle caratteristiche tipologiche dell'immobile e del mercato di riferimento stesso. Il dettaglio dei parametri assunti è riportato nella tabella K;
- (vi) stima della fee di locazione in funzione della possibilità di rinnovo degli eventuali contratti a terzi in essere tenendo conto delle caratteristiche tipologiche dell'immobile e del mercato di riferimento stesso. Il dettaglio dei parametri assunti è riportato nella tabella K;
- (vii) adozione di un periodo di sfritto a seguito della scadenza naturale dei contratti di locazione in essere stimato in ragione dei tempi di assorbimento da parte del mercato di riferimento, tenendo conto della possibilità di rinnovo degli eventuali contratti a terzi in essere. Il dettaglio dei parametri assunti è riportato nella tabella K;
- (viii) stima dei costi di property management, qualora non si disponga del dato reale, quale percentuale dei ricavi lordi potenziali da locazione;
- (ix) costi di assicurazione desunti dai dati reali forniti dalla Proprietà; qualora non si disponga del dato reale, stima quale percentuale del Reinstatement Cost⁶;

⁶ Definito come il costo di riproduzione del bene secondo tecnologie costruttive e con materiali di cui all'epoca di costruzione dell'asset stesso, con espressa esclusione del terreno, utilizzato ai fini assicurativi.



Abstract

- (x) stima dell'incidenza delle manutenzioni straordinarie, qualora non si disponga del dato reale, quale percentuale del Reinstatement Cost²⁰;
- (xi) stima dell'imposta di registro su locazione dovuta a seguito del regime impositivo-fiscale ex L. 248/2006 di conversione del D.L. 223/2006, assumendo convenzionalmente la ripartizione dell'aliquota dovuta (1%) in ragione del 50% tra Locatore e Locatario;
- (xii) importo delle property taxes desunto dai dati reali forniti dalla Proprietà.

Tabella K – Principali parametri assunti in sede di analisi

Principali parametri assunti in sede di analisi - Data Ref. 31/03/2015						
N°	Asset	N° Locazioni	Assunzione Vuel period	Assunzione costo, Sin. da reinstatement (% Reinst. cost)	Assunzione costo, Sin. da reinstatement (% EIV)	Assunzione del costo del lavoro (% EIV)
1	[BA-000112] BARI - via Biagianti, 1	1	3-6 m	1,00%	2,00%	2,5% EIV
2	[MI-002246] MILANO - Via Cusani, 2	1	1-3 m	1,00%	1,50%	2,5% EIV
3	[MI-0022402] MILANO - Corso San Giacomo, 29-31	1	3-6 m	1,00%	1,50%	1,0% EIV
4	[MI-002230] MILANO - via Spadari, 2	1	1-30 gg	1,00%	1,00%	2,5% EIV
5	[MI-002420] MILANO - Via Sereno, 28	1	1-3 m	1,00%	1,00%	2,5% EIV
6	[MI-002420] MILANO - Via Friuli, 18	17	1-6 m	da 1% a 5%	2,00%	da 5% a 10% EIV
7	[RM-003547] ROMA - Via del Tritone, 132	1	1-3 m	1,00%	1,00%	2,5% EIV

Principali parametri assunti in sede di analisi - Data Ref. 31/03/2015						
N°	Asset	N° Locazioni	Assunzione Vuel period	Assunzione costo, Sin. da reinstatement (% Reinst. cost)	Assunzione costo, Sin. da reinstatement (% EIV)	Assunzione del costo del lavoro (% EIV)
1	[RA-000785] ROMA - Via Fiume	1	3-6 m	1,00%	1,50%	5,0% EIV
2	[RM-001480] ROMA - Via Zani, 20-30	2	1-6 m	da 0,5% a 1,0%	2,00%	da 2,5% a 5% EIV
3	[BA-000111] BARI - Lungomare Nazario Sauro, 1	1	3-6 m	1,00%	1,00%	5,0% EIV

Attraverso il modello di analisi suanzi descritto, che si rifà prioritariamente all'Income Approach della DCF-Discounted Cash Flow Analysis, su cui si compenetrano l'Income Capitalisation Approach ed il Market Approach, per la stima dei ricavi da vendita, e fatti salvi i parametri di base e le assumptions poc'anzi illustrate, si è giunti ad un valore in blocco di ciascun singolo asset immobiliare nella propria accezione di real estate property (cospite fisicamente esistente) per quanto riguarda n. 11 assets.

²⁰ Ibidem.



Abstract

3.3.1. Valuation assumption asset soggetto a valorizzazione

Nel caso degli assets oggetto di valorizzazione, ovvero gli assets "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", "RM-001549_Roma, Paglian Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea", che si ricordano essere i diritti edificatori in compensazione generati da un'area sita a Roma in via Buonvisi divenuta inedificabile a seguito dell'approvazione del Nuovo Piano Regolatore Generale ed attribuiti a tre aree di atterraggio distinte ubicate nel comune di Roma, con riferimento all'analisi di valutazione alla Data di Riferimento del 31/03/2015 si considerino, in aggiunta quanto sopra specificato, anche le seguenti assunzioni:

- (xiii) dati di consistenza e mix funzionale (residenziale, non residenziale) desunti dalla documentazione fornita;

Tabella L – Dettaglio consistenze

Dettaglio consistenze				
N°	Nome	Volumetrie residenziali [mc]	Volumetrie non residenziali [mc]	Volumetrie totale [mc]
1	RM-001548 ROMA - Ponte Galeria	41.650	21.421	23.071
2	RM-001549 ROMA - Paglian Casale	65.073,56	12.128,14	77.201,68
3	RM-001550 ROMA - Boccea	6.712	748	7.458

- (xiv) completamento dell'iter urbanistico volto alla sottoscrizione della convenzione urbanistica, qualora non ancora ultimato (è questo il caso dell'asset di "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", il cui iter urbanistico risulta essere in una fase più arretrata; sulla base delle informazioni fornite dalla Proprietà, è stato ipotizzato un periodo pari a circa un anno per la sottoscrizione della convenzione urbanistica);
- (xv) un'ipotesi che vede la valorizzazione delle volumetrie autorizzate a valle della sottoscrizione della convenzione urbanistica e la successiva dismissione (as es. la vendita in blocco delle stesse a soggetti terzi coinvolti nella trasformazione dell'area su cui insistono i diritti) a valori che riflettano le evidenze di mercato emerse dall'indagine condotta in merito ad aree edificabili e diritti edificatori, ubicati nell'area di riferimento, attualmente presenti sul mercato o recentemente compravenduti. Si riportano a seguire i valori assunti ai fini dell'analisi;



Abstract

Tabella M - Valori assunti in sede di analisi

Dettaglio valori assunti ai fini dell'analisi alla data del 31/03/2015				
N°	Asset	Valore utile/valore residuo/valore (assunto)	Valore utile/valore residuo/valore (assunto)	Costi complessivi (assunti)
I	RM-001548 ROMA - Ponte Galeria	236	236	21.002.434
II	RM-001549 ROMA - Paglian Casale	267	236	205.18600
III	RM-001550 ROMA - Boccea	330	330	2.587.216

- (xvi) non sono stati assunti costi diretti di valorizzazione, infatti in sede di analisi non sono stati ipotizzati interventi di realizzazione in quanto è stata assunta la sola valorizzazione dei diritti edificatori autorizzati a valle della sottoscrizione della convenzione urbanistica e la successiva vendita degli stessi;
- (xvii) stima delle voci di costo inerenti i costi indiretti (progettazione) che concorrono all'ottenimento della convenzione urbanistica. Per gli assets "RM-001549_Roma, Paglian Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea" gli stessi sono stati considerati completamente sostenuti, mentre per l'asset di "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", il cui iter non è concluso, è stato assunto che sia ancora da sostenersi una quota minoritaria, pari a ca. 5.000 euro dell'importo complessivamente stimato;
- (xviii) stima dei costi correlati alla vendita quale percentuale (9,5%) dei ricavi lordi potenziali da vendita nello status "ASIS-HBU";
- (xix) importo delle property taxes desunto dai dati reali forniti dalla Proprietà, qualora non si disponga del dato reale, stima sulla base delle evidenze derivanti da beni assimilabili;
- (xx) in sede di analisi è stata assunta la dismissione dei diritti edificatori a seguito della sottoscrizione della convenzione, non è stata pertanto considerata la stima di una eventuale quota di extra profitto del developer per l'implementazione dell'operazione complessiva di valorizzazione (Development Royalties) quale percentuale degli incassi da vendita nell'eventuale status "HBU" considerato ai fini valutativi (si ricorda che in sede di analisi non è stata ipotizzata la realizzazione della volumetria), tuttavia i valori di mercato e il tasso di attualizzazione assunti in sede di analisi tengono conto di tale parametro;
- (xxi) definizione del timing di durata complessiva dell'operazione a partire dai tempi amministrativi e di progettazione (ca. 1 anno per l'asset di "RM-001548_Roma, Ponte Galeria") nonché i tempi necessari alla successiva allocazione sul mercato dei diritti

Data RIT: 31/12/2014 e Data RIT: 31/03/2015

27



Abstract

edificatori a seguito della sottoscrizione della convenzione urbanistica (ca. 1 anno per ciascun asset);

[xxii] attualizzazione dei flussi di cassa determinati in sede di analisi ad un tasso, che varia in ragione delle caratteristiche di ciascuna operazione di valorizzazione, determinato secondo la modalità sopra riportata; nella tabella a seguire si riporta il dettaglio relativo ai tassi di attualizzazione adottati in sede di analisi.

Tabella N – Principali tassi di attualizzazione assunti in sede di analisi

Tassi di attualizzazione assunti in sede di analisi alla Data RM-31/03/2015		
N.	Nome	WACC (development)
1	RM-001548 Roma - Ponte Galeria	11,0%
2	RM-001549 Roma - Paglian Casale	10,5%
3	RM-001550 Roma - Boccea	9,6%

Attraverso il modello di analisi suanzi descritto, che si rifà prioritariamente all'Income Approach della DCF-Discounted Cash Flow Analysis, su cui si compenetra il Market Approach, per la stima dei ricavi da vendita, e fatti salvi i parametri di base e le assumptions poc'anzi illustrate, si è giunti ad un valore in blocco di ciascun singolo asset immobiliare nella propria accezione di real estate development/enhancement project (operazione di sviluppo/valorizzazione immobiliare) per gli assets "RM-001548, Roma, Ponte Galeria", "RM-001549, Roma, Paglian Casale" e "RM-001550, Roma, via Boccea", determinato, appunto, quale NPV-Net Present Value dei flussi di costi e ricavi dell'operazione immobiliare nell'arco di tempo ragionevolmente corrispondente alla durata dell'operazione medesima.



Abstract

4. ASSETS MOBILIARI

4.1. Limiti della Relazione

Al fine di implementare la valutazione di ciascuna delle società costituenti il portafoglio mobiliare alla Data di Riferimento del 31/12/2014, come individuate nella Tabella B al paragrafo 1.1, è stata effettuata un'analisi di valutazione del Capitale Economico basandosi esclusivamente sui dati di input contenuti nella documentazione fornita dal Cliente (o da chi per esso), sul know-how relativo alla prassi estimativa, e per la valutazione dei beni immobili e dei diritti immobiliari, ivi sottesi, in esito all'incarico ricevuto.

4.2. Approcci di valutazione

In sede di analisi sono stati applicati gli approcci di seguito individuati:

(i) Metodo Patrimoniale Semplice

Il FV-Fair Value del Capitale Economico della Società, è fatto coincidere con il Patrimonio Netto Rettificato, determinato con le seguenti modalità:

- assunzione, quale punto di partenza, della situazione patrimoniale contabile della Società alla Data di Riferimento della valutazione;
- analisi ed eventuale riclassificazione delle voci dell'Attivo e del Passivo dello Stato Patrimoniale;
- espressione, a valore corrente, dei valori contabili relativi alle poste non monetarie dell'Attivo¹⁾;
- evidenziazione di eventuali plusvalenze/minusvalenze;
- eventuale stima dell'incidenza fiscale possibile per effetto delle rivalutazioni/svalutazioni

Tale metodo valutativo, finalizzato all'ottenimento del Patrimonio Netto Rettificato, viene esplicitato dalla seguente formula:

$$V = \text{Patrimonio Netto Rettificato} = \text{PN} + \text{Rettifiche Nette}$$

laddove:

PN = Patrimonio Netto Contabile/Riclassificato

Rettifiche Nette = differenze rilevate tra valore corrente e valore di libro delle voci attive e passive da rettificare, al netto della stima degli oneri potenziali

¹⁾ Limitando l'analisi, di norma, a beni immobili, diritti immobiliari e relative partecipazioni in società immobiliari



Abstract

$V = \text{PV-Fair Value del Capitale Economico della Società} = \text{Patrimonio Netto Rettificato}$

Mediante l'applicazione di tale metodo, è possibile determinare il Patrimonio Netto Rettificato attraverso la somma del Patrimonio Netto Contabile/Riclassificato con le plusvalenze/minusvalenze derivanti dai valori correnti delle poste attive e passive della Società. Il Patrimonio Netto Rettificato così ottenuto, corrisponde quindi al PV-Fair Value del Capitale Economico della Società considerata.

(ii) Metodo Reddittuale

Il PV-Fair Value del Capitale Economico della Società viene determinato sulla base della capacità della stessa di generare reddito. Il valore dell'impresa viene infatti determinato mediante la capitalizzazione dei risultati economici attesi ad un determinato tasso che tenga anche conto della componente di rischio insito nell'attività, stimando un reddito medio "normalizzato", cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, quali plusvalenze e minusvalenze, sopravvenienze attive e passive, rivalutazioni e svalutazioni. In particolare, si è proceduto come di seguito descritto:

Il valore è stato determinato tramite la capitalizzazione di un importo definito sulla base dei dati forniti dal Management della Società, oltre che di ragionevoli stime ed assunzioni, equiparandolo al FCFE (Free Cash Flow to Equity), ad un tasso (K_e) secondo la prospettiva "unlevered" e prescindendo da effetti di natura fiscale.

Nella tabella a seguire si riporta il principale approccio metodologico applicato al fine della determinazione del PV-Fair Value di ciascun asset.

Tabella 0 – Principali approcci applicati

Approcci utilizzati al fine della determinazione del PV-Fair Value di ciascun asset. Data Rit. 31/12/2014		
N°	Asset	Principale Approccio
1	[EF-S00001] FLATIRON RES Inc	Metodo Patrimoniale Semplice
2	[IT-S00030] GAN MANAGEMENT S.r.l.	Metodo Reddittuale

4.3. Valuation Assumptions

L'attività di valutazione delle Società è stata condotta nell'ipotesi di continuità aziendale, secondo un approccio "as is"¹⁰, tenuto conto, nel caso della Gan Management Srl, della disponibilità del Socio a sostenere finanziariamente la Società e a provvedere tempestivamente alla ricapitalizzazione della stessa.

¹⁰ Cf. Copeland, Koller e Murrin (1990).



Abstract

I dati forniti dal Cliente riferiti alle situazioni contabili¹⁾ al 31/12/2014 sono stati assunti, per le finalità della presente attività, come rappresentativi della reale situazione patrimoniale, finanziaria ed economica aggiornata delle Società alla Data di Riferimento, senza procedere esplicitamente ad ulteriori verifiche, accertamenti con riferimento alla:

- (i) conformità alle disposizioni di legge ai principi contabili;
- (ii) omogeneità e uniformità di applicazione dei principi contabili;
- (iii) insussistenza di minori attività, maggiori passività o ulteriori sopravvenienze passive.

L'attività è stata condotta sulla base delle ulteriori informazioni trasmesse o acquisite dal Cliente e/o dai suoi consulenti senza tuttavia procedere, non rientrando nell'incarico ricevuto, ad una loro verifica di completezza e/o di accuratezza.

¹⁾ Si precisa che tali situazioni contabili non derivano da bilanci approvati.

Data Rit: 31/12/2014 e Data Rit: 31/03/2015.



Abstract

5. CONFRONTO TRA VALORE DI STIMA E ULTIMO VALORE A BILANCIO

Per completezza informativa si riporta a seguire il confronto tra il valore di stima alla relativa Data di Riferimento, 31/12/2014 ovvero 31 Marzo 2015, risultante dall'attività di analisi ed il valore attribuito da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato.

Portafoglio oggetto di Valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014

[RM-000765] Roma – Via Palermo

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/12/2014, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 43.200.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 43.200.000, pari al valore di mercato risultante dalla valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014 elaborata da K2Real-Key to Real S.r.l.

[RM-001480] Roma – Via Zara

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/12/2014, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 10.300.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 10.300.000, pari al valore di mercato risultante dalla valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014 elaborata da K2Real-Key to Real S.r.l.

[BA-000111] Bari – Lungomare Nazario Sauro

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/12/2014, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 27.700.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 27.700.000, pari al valore di mercato risultante dalla valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014 elaborata da K2Real-Key to Real S.r.l.

[IT-S00030] – GAN MANAGEMENT S.r.l.

Il capitale economico del 100% delle azioni della GAN Management Srl, alla data di valutazione del 31/12/2014, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari ad Euro 155.000.

La partecipazione del 100% del capitale economico della GAN Management Srl era iscritta nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 155.000, pari al valore di mercato risultante dalla valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014 elaborata da K2Real-Key to Real S.r.l.

Data Ref: 31/12/2014 e Data Ref: 31/03/2015

30



Abstract

[EE-S00001] FLATIRON RES Inc.

Il capitale economico del 100% delle azioni della Flatiron RES Inc. (che detiene il 7,4% del Flatiron Building), alla data di valutazione 31/12/2014, ha un valore stimato (FV-Fair Value) di USD 12.900.000, sulla base del FV-Fair Value del 100% del Flatiron Building di USD 176.000.000.

Si precisa che alla data odierna non è possibile procedere al confronto con l'ultimo valore attribuito dal conferente, Michelangelo Real Estate Corporation, nell'ultimo bilancio annuale approvato, in quanto il bilancio al 31/12/2014 della società Michelangelo Real Estate Corporation, che deteneva la Flatiron RES Inc. a tale data, non è stato ancora approvato. Inoltre il precedente bilancio approvato della Michelangelo Real Estate Corporation risale al 31/12/2013, data in cui la società Flatiron RES Inc. non era stata ancora costituita (la data di costituzione è il 25/04/2014).

Per completezza informativa, si precisa che il Flatiron Building è detenuto per tramite delle società summenzionate in capo al Fondo lussemburghese "HTBF USD", gestito dalla Main Source SA, e che la valutazione dell'immobile alla data del 30/06/2014 è stata predisposta dall'Esperto Indipendente dello stesso Fondo, ed è pari a USD 175.200.000. La presente analisi di valutazione dell'immobile differisce dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo in termini di assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale e l'indice inflattivo adottato.

Portafoglio oggetto di Valutazione alla Data di Riferimento del 31/03/2015

[BA-000112] Bari – Via Dioguardi, 1

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 18.000.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello Comparto Puglia Due" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 18.200.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Donatello Comparto Puglia Due" al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015, pari ad Euro 18.000.000, e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello Comparto Puglia Due" alla data del 31/12/2014, pari ad Euro 18.200.000, è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima) e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-

Data Ref: 31/12/2014 e Data Val: 31/03/2015

33



Abstract

Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[MI-002248] Milano - Via Cuneo, 2

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 24.700.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 24.510.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo Tiziano Comparto San Nicola al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015 pari ad Euro 24.700.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 pari a Euro 24.510.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[MI-002249] Milano - Corso San Gottardo, 29-31

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) di Euro 17.200.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" al 31/12/2014 al valore di Euro 16.370.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015 di Euro 17.200.000 ed il valore iscritto nel Rendiconto del "Fondo Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 di Euro 16.370.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

Data Ric: 31/12/2014 e Data Val: 31/03/2015

34



Abstract

[MI-002249] Milano – Via Spadari, 2

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (PV-Fair Value) pari a Euro 35.450.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 35.900.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" al 31/12/2014.

La differenza tra il PV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015 di Euro 35.450.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 di Euro 35.900.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[MI-002428] Milano – Via Senato, 28

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (PV-Fair Value) pari a Euro 25.450.000.

L'asset immobiliare, detenuto dalla società immobiliare Senato S.a.S., era iscritto a rendiconto al 31/12/2014 del "Fondo Caravaggio", che detiene le quote della società Immobiliare Senato S.a.S., al valore di Euro 25.380.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Caravaggio" al 31/12/2014.

La differenza tra il PV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015 di Euro 25.450.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Caravaggio" alla data del 31/12/2014 di Euro 25.380.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

Data Ric: 31/12/2014 e Data Val: 31/03/2015

28



Abstract

[MI-002429] Milano – Via Pisani, 19

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (PV-Fair Value) pari a Euro 27.000.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Tulipano" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 24.600.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Donatello comparto Tulipano" al 31/12/2014.

La differenza tra il PV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015 di Euro 27.000.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Tulipano" alla data del 31/12/2014 di Euro 24.600.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi, con variazioni intercorse anche in termini di mercato. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita e l'indice inflattivo adottato.

[RM-001547] Roma – Via del Tritone, 132

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (PV-Fair Value) pari a Euro 24.700.000.

L'asset immobiliare, detenuto dalla società Palazzo del Tritone 132 Srl, era iscritto a rendiconto al 31/12/2014 del "Fondo Caravaggio", che detiene le quote della società Palazzo del Tritone 132 Srl, al valore di Euro 24.300.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Caravaggio" al 31/12/2014.

La differenza tra il PV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015 di Euro 24.700.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Caravaggio" alla data del 31/12/2014 di Euro 24.300.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.



Abstract

[RM-001548] Roma – Ponte Galeria

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (PV-Fair Value) pari a Euro 18.100.000.

L'asset immobiliare, detenuto dalla società Akron S.a.S., era iscritto a rendiconto del 31/12/2014 del Fondo "Donatello comparto Michelangelo Due", che detiene il 90% delle quote della società Akron S.a.S., al valore di Euro 18.100.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Fondo Donatello comparto Michelangelo Due" al 31/12/2014. La rimanente quota²⁵ della società Akron S.a.S., pari al 10%, è detenuta dal Fondo "Tintoretto comparto Akroterion", essendo tale Fondo detentore di una quota minoritaria della Società, ai fini del confronto si è fatto riferimento alla valutazione elaborata per il Fondo "Donatello comparto Michelangelo Due".

Le analisi di valutazione al 31/12/2014 ed al 31/03/2015 sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi e differiscono in termini di approccio metodologico (nella analisi di valutazione al 31/12/2014 il valore di mercato è stato determinato con il metodo comparativo, mentre nella analisi di valutazione al 31/03/2015 è stato utilizzato l'Income Approach con analisi dei flussi di cassa attualizzati - DCF-Discounted Cash Flow Analysis).

[RM-001549] Roma – Paglian Casale

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (PV-Fair Value) pari a Euro 19.500.000.

L'asset immobiliare, detenuto dalla società Akron S.a.S., era iscritto a rendiconto del 31/12/2014 del Fondo "Donatello comparto Michelangelo Due", che detiene il 90% delle quote della società Akron S.a.S., al valore di Euro 19.100.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Fondo Donatello comparto Michelangelo Due" al 31/12/2014. La rimanente quota²⁶ della società Akron S.a.S., pari al 10%, è detenuta dal Fondo "Tintoretto comparto Akroterion", essendo tale Fondo detentore di una quota minoritaria della Società, ai fini del confronto si è fatto riferimento alla valutazione elaborata per il Fondo "Donatello comparto Michelangelo Due".

La differenza tra il PV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015 di Euro 19.500.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Michelangelo Due" alla data del

²⁵ La quota del 10% della società Akron S.a.S. è stata acquisita dal Fondo "Tintoretto comparto Akroterion" in data 09 Aprile 2014. Per tale Società, ai fini della redazione del Rendiconto del Fondo al 31/12/2014, la valutazione è stata fatta al costo di acquisto, tenuto conto del fatto che si tratta di partecipazione non di controllo e che non era ancora trascorso un anno dall'acquisizione da parte del Comparto. Di conseguenza per gli asset immobiliari detenuti dalla Società, nell'ambito del Fondo "Tintoretto comparto Akroterion", non è stata refatta una perizia di stima del Valore di Mercato alla Data di Riferimento del 31/12/2014.

²⁶ Vedi nota 25.



Abstract

31/12/2014 di Euro 19.100.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di approccio metodologico (nella analisi di valutazione al 31/12/2014 il valore di mercato è stato determinato con il metodo comparativo, mentre nella analisi di valutazione al 31/03/2015 è stato utilizzato l'Income Approach con analisi dei flussi di cassa attualizzati - DCF-Discounted Cash Flow Analysis).

[RM-001549] Roma – Boccea

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 31/03/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 2.500.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Puglia Uno" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 2.250.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Donatello comparto Puglia Uno" al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 31/03/2015 di Euro 2.500.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Puglia Uno" alla data del 31/12/2014 di Euro 2.250.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi, con variazioni intercorse anche in termini di mercato. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di approccio metodologico (nella analisi di valutazione al 31/12/2014 il valore di mercato è stato determinato con il metodo comparativo, mentre nella analisi di valutazione al 31/03/2015 è stato utilizzato l'Income Approach con analisi dei flussi di cassa attualizzati - DCF-Discounted Cash Flow Analysis).



Abstract

6. CONCLUSIONI DI STIMA

6.1. Assets immobiliari

Attraverso i modelli di analisi e le technicalities di valutazione su-anzi descritti, e fatti salvi i relativi parametri di base e main assumptions come illustrati al capitolo 3, si è giunti all'espressione di un GIV-Giudizio Integrato di Valore, per gli assets afferenti il portafoglio immobiliare oggetto di analisi alla Data di Riferimento del 31/12/2014 ed il portafoglio immobiliare oggetto di analisi alla Data di Riferimento del 31/03/2015.

A seguire vengono allegate le tabelle di R.V.-Riepilogo Valori.

Tabella P - R.V.-Riepilogo Valori alla Data di Riferimento del 31/12/2014

Assets immobiliari oggetto di analisi - Data Ref. 31/12/2014				
N°	Assetto	Natura giuridica	Approccio	FF-Fair Value (euro)
1	[RM-000001] ROMA - Via Veneto, 20	Fine proprietà	Income Approach	43.300.000,00 (Euro quarantatrememiladuecentomila)
2	[RM-000040] ROMA - Via Veneto, 28-30	Fine proprietà	Income Approach	10.000.000,00 (Euro diecimiladuecentomila)
3	[RM-000111] ROMA - Lungotevere Michelangelo, 1	Fine proprietà	Income Approach	27.700.000,00 (Euro ventiseimilasettecentomila)
TOTAL FF-Fair Value				81.000.000,00 (Euro ottantamilaquattrocentomila)

Assets immobiliari oggetto di analisi - Data Ref. 31/03/2015				
N°	Assetto	Natura giuridica	Approccio	FF-Fair Value (euro)
4	[NY-000070] NEW YORK - 87th Street, 175	Deposito di qualità certificati di deposito a breve termine	Income Approach	170.000.000,00 (Dieci e centomilaquattrocentomila)
TOTAL FF-Fair Value				170.000.000,00 (Dieci e centomilaquattrocentomila)

Tabella Q - R.V.-Riepilogo Valori alla Data di Riferimento del 31/03/2015

Assets immobiliari oggetto di analisi - Data Ref. 31/03/2015				
N°	Assetto	Natura giuridica	Approccio	FF-Fair Value (euro)
1	[RM-000001] ROMA - Via Veneto, 20	Fine proprietà	Income Approach	45.450.000,00 (Euro ventimilatrecentocinquantaquattromila)
2	[RM-000040] ROMA - Via Veneto, 28-30	Fine proprietà	Income Approach	24.700.000,00 (Euro ventiquattromilasettecentomila)
3	[RM-000140] ROMA - Piazza Galizia	Fine proprietà	Income Approach	18.125.000,00 (Euro diciottoemilaseicentocinquanta)
4	[RM-000160] ROMA - Piazza Garibaldi	Fine proprietà	Income Approach	42.500.000,00 (Euro quarantemilacinquecentomila)
5	[RM-000130] ROMA - Bocca	Fine proprietà	Income Approach	3.400.000,00 (Euro tremilaquattrocentomila)
TOTAL FF-Fair Value				134.175.000,00 (Euro seicentotrentacinquemila)

Data Ref. 31/12/2014 e Data Ref. 31/03/2015

30



Abstract

Dati e informazioni generali su ogni Asset (31/03/2015)			
N°	Asset	Leasing Immobiliare	Aggravato
1	BA-0001112 BARI - via Oleguardi, 1	Leasing Immobiliare	Leasing Aggravato
			18.000.000,00 Debito Accantonato 0,00
2	MI-0001441 MILANO - Via Spadari, 2	Leasing Immobiliare	Leasing Aggravato
			34.700.000,00 Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00
3	MI-0002191 MILANO - Corso San Gottiardo, 21-23	Leasing Immobiliare	Leasing Aggravato
			17.200.000,00 Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00
4	MI-0002501 MILANO - Via Spadari, 2	Leasing Immobiliare	Leasing Aggravato
			35.400.000,00 Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00
10	MI-0004291 MILANO - Via Spadari, 10	Leasing Immobiliare	Leasing Aggravato
			27.000.000,00 Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00
TOTALE Valore			122.300.000,00 Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00

Infine per ciascun assets detenuto mediante leasing immobiliare, considerati gli importi dei debiti residui indicati nelle singole certificazioni del debito residuo emesse dal Concedente (Unicredit Leasing S.p.A.), è stato determinato il Valore di ciascun contratto di leasing alla Data di Riferimento del 31 Marzo 2015, come riportato nella tabella che segue:

Tabella R - Valore dei contratti di leasing immobiliare al 31 marzo 2015

Dati e informazioni generali su ogni Asset (31/03/2015)			
N°	Asset	Valore residuo al 31/03/2015 (Euro)	Valore al 31/03/2015 (Euro)
1	BA-0001112 BARI - via Oleguardi, 1	18.000.000,00	18.000.000,00
			Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00
2	MI-0001441 MILANO - Via Spadari, 2	34.700.000,00	34.700.000,00
			Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00
3	MI-0002191 MILANO - Corso San Gottiardo, 21-23	17.200.000,00	17.200.000,00
			Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00
4	MI-0002501 MILANO - Via Spadari, 2	35.400.000,00	35.400.000,00
			Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00
10	MI-0004291 MILANO - Via Spadari, 10	27.000.000,00	27.000.000,00
			Debito per "Spadari" 0,00 Debito per "Spadari" 0,00

* Come si evince dalle singole Certificazioni del debito residuo, l'importo relativo al debito residuo, riferito alla data del 31/03/2015, è pari all'importo sopra riportato sino al pagamento della prossima rata prevista (*) in data 01/04/2015 per l'asset di "BA-0001112 Bari: via Oleguardi" ed (*) in data 01/04/2015 sia per il portafoglio composto dagli asset "MI-0002191 Milano: Corso San Gottiardo", "MI-0002501 Milano: via Spadari" che per l'asset "MI-0004291 Milano: via Spadari".



Abstract

6.2. Assets mobiliari

In base all'indagine svolta, ai metodi di valutazione applicati e a quanto precedentemente indicato nel capitolo 4, si è giunti all'espressione del FV-Fair Value del Capitale Economico delle Società oggetto di analisi nell'ambito dell'analisi di valutazione del patrimonio, alla Data di Riferimento del 31/12/2014.

Tabella S – R.V.-Riepilogo Valori alla Data di Riferimento del 31/12/2014

Riepilogo patrimoniale in società immobiliari quotate (dati al 31/12/2014)								
N.	Denominazione	Società	Tipologia Società	Natura possesso	Apporto	Valore netto attribuito	Quota di possesso	Valore alla Data
I	IL-500001	FIAERON RES INC	Property/holding	Firma propria	Indirizzo: Parrocchia Sorghetto	12.900.000	100%	12.900.000 [Dotted]
F	FI-500002	DAY MANAGEMENT S.r.l.	Contabile	Firma propria	Indirizzo: Rostovsk	155.000	100%	155.000 [C=H]

Tutto quanto sopra premesso e considerato, fatta esplicita riferimento ai parametri di base e alle ipotesi, così come illustrati all'annuo paragrafo, e fatte altresì salve le conclusioni al contempo e discusse di cui agli allegati che costituiscono parte integrante del presente documento, si ritiene ragionevole che il più probabile controvalore economico di ciascuno degli assets di cui al patrimonio in questione, nello stato di fatto e di diritto in cui si trova alla Data di Riferimento e sulla base della documentazione fornita, corrisponda ai valori esposti.

In fede.

K2REAL – Key to Real

Real Estate Partners

Chartered Surveyors

Tania Gouli
Tania Gouli – MRICS

Managing Partner

Ugo Festini
Ugo Festini – MRICS

Partner

Data Rif. 31/12/2014 e Data Rif. 31/03/2015

41



Abstract

ALLEGATO A – MODUS OPERANDI E CONDIZIONI AL CONTO RNO

- A.1 K2Real ha indicato espressamente la Data di Riferimento alla quale sono riferiti i giudizi di valore raggiunti. Il giudizio di valore espresso è basato sulle condizioni di mercato e sul potere d'acquisto della moneta alla Data di Riferimento, nonché sulla situazione urbanistica, come verificata e/o secondo assunzione, alla medesima data. Si precisa che per condizioni di mercato si intendono a mero titolo esemplificativo le condizioni economiche generali, i tassi di interesse, i livelli dei prezzi di mercato, la situazione locativa, le condizioni di liquidità generale del mercato, la normativa vigente et al.
- A.2 K2Real non ha proceduto ad una verifica delle aree e delle dimensioni dell'asset immobiliare oggetto della presente analisi. Si precisa che la consistenza edilizia è stata recepita dalla documentazione fornita dal Cliente, fatti salvi alcuni controlli a campione effettuati da K2Real su suddetta documentazione. Non si è proceduto infatti (i) al rilievo metrico in situ finalizzato alla verifica delle aree e delle dimensioni degli asset immobiliari oggetto della presente analisi né (ii) alla computazione grafica delle planimetrie fornite. L'analisi immobiliare è stata condotta sulla base della documentazione disponibile e dell'ispezione visiva che è stata effettuata in sede di sopralluogo. Si fa presente che il sopralluogo è stato svolto per quanto visibile e consentito dalla Proprietà o da chi per essa.
- A.3 K2Real per le finalità di valutazione ha eseguito una analisi ambientale di 1° livello (analisi documentale) e ha ipotizzato, ai fini valutativi e/o delle proprie considerazioni, la rispondenza al vero, la completezza e la correttezza delle informazioni e dichiarazioni fornite nel corso delle verifiche. Inoltre, laddove non diversamente riscontrato, per le finalità di valutazione K2Real ha assunto la conformità degli asset immobiliari in questione a quanto previsto dalle vigenti regolamentazioni in materia e che la parte proprietaria del bene rispetti le regolamentazioni in materia ambientale e sia titolare di tutti i permessi, le concessioni rilevanti ai fini della presente analisi o che, in ogni caso, possa ottenerli e/o rinnovarli.
- A.4 L'analisi che K2Real ha eseguito esclude specificatamente l'esame dell'impatto ambientale derivante da sostanze pericolose (amianto, formaldeide, rifiuti tossici, ecc.) o potenzialmente tali, o il danno strutturale e le contaminazioni derivanti dagli effetti di terremoti.
- A.5 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito verifiche circa la compatibilità degli asset immobiliari con le prescrizioni vigenti in materia di accessibilità dei luoghi di lavoro alle persone disabili.



Abstract

- A.6 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito alcuna analisi del suolo, né analizzato i diritti di proprietà e sfruttamento dei gas e dei minerali presenti nel sottosuolo.
- A.7 I valori espressi non comprendono l’IVA e non sono stati considerati i costi, ivi compresi quelli fiscali, potenzialmente connessi alla vendita e/o alla acquisizione degli assets immobiliari.
- A.8 K2Real ha svolto delle indagini di mercato i cui risultati considera rappresentativi della situazione di mercato alla Data di Riferimento della presente valutazione. Tuttavia non si esclude che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta riferibili alle attività analizzate che possano, seppur non significativamente, variare parte dei parametri unitari utilizzati quali dati di input nella presente analisi.
- A.9 L’analisi che K2Real ha eseguito esclude specificatamente l’esame degli aspetti legali e fiscali. Restano di conseguenza espressamente esclusi dalla suddetta analisi gli accertamenti di natura amministrativa/giudiciale/legale con riferimento, a mero titolo esemplificativo, alla situazione amministrativa (titoli di proprietà, servitù, vincoli e gravami, et. al.), alla correttezza e coerenza della situazione urbanistica rispetto alle norme generali, particolari o speciali, alla copertura assicurativa degli immobili, ai contratti di gestione immobiliare ed alla situazione locativa.
- B.10 K2Real, ai fini valutativi, ha presupposto che il diritto di proprietà sia valido ed efficace, esercitato nell’ambito dei confini e pienamente trasferibile, che non esista violazione del diritto di proprietà altrui né sconfinamento e che non esista alcuna ipoteca che non possa essere cancellata attraverso procedure ordinarie.
- A.11 In seno agli output di progetto, e negli allegati che li completano, sono contenute, sia in forma esplicita che implicita, previsioni e proiezioni, realizzate da K2Real, relative all’andamento del principale mercato di riferimento del Cliente. Data tuttavia l’impossibilità di prevedere con certezza gli eventi futuri, qualsiasi conclusione relativa alle previsioni economiche e finanziarie contenute negli output di progetto non può essere considerata certa, né i commenti presentati da K2Real possono essere considerati una garanzia degli sviluppi previsti.



Abstract

A.12 K2Real, considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento da parte del Cliente degli obiettivi di investimento prefissati né assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati in seno agli output di progetto e/o negli allegati che li completeranno, né delle opinioni basate su tali dati, che fossero analogamente riportate negli output di progetto e/o negli allegati che li completeranno.



Abstract

ALLEGATO B – DISCLAIMER & GENERAL AGREEMENT

B.1 Indipendenza e precisazioni di merito

K2Real ed il Cliente agiscono come contraenti indipendenti, ciascuno nel rispetto dei diritti dell'altro. Nello svolgimento delle attività previste dal Contratto, K2Real si riserva il diritto di utilizzare consulenti esterni accreditati presso K2Real e assoggettati ai medesimi impegni di riservatezza assunti da K2Real stessa e/o subappaltatori in relazione ad attività specifiche di natura specialistica.

B.2 Informazioni

Tutte le informazioni ed i dati forniti dal Cliente (o da chi per esso), sui quali K2Real ha basato le proprie considerazioni e giudizi, o semplicemente ha citato nel rapporto finale, sono stati assunti quali attendibili ed accurati, non rientrando nell'ambito della commessa una loro sistematica verifica. K2Real non assume pertanto alcuna responsabilità circa la veridicità di dati, opinioni o stime fornite da terzi ed impiegate nello svolgimento del progetto, ancorché raccolte presso fonti attendibili, a meno che non rientri espressamente nell'oggetto della commessa la verifica di tali informazioni e dati.

B.3 Riservatezza

K2Real si è obbligata a mantenere strettamente riservati tutti i dati e le informazioni, relativi all'oggetto della commessa ed al suo svolgimento, e a non divulgarli o renderli noti a terzi, salvo che in ottemperanza a disposizioni e provvedimenti dell'Autorità.

K2Real si è obbligata a rispettare le norme contenute nel nuovo codice in materia di protezione dei dati personali (Decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196).

K2Real si è riservata il diritto di mostrare documenti di lavoro nell'ambito di verifiche ispettive di qualità o di conformità, svolte da enti accreditati ai quali K2Real è associata o intende associarsi. Sia K2Real che gli enti di certificazione garantiranno, per queste forme di accesso ai dati, la medesima riservatezza. Le informazioni non saranno trattate come riservate qualora:

- (i) esse siano, al momento o nel futuro, di pubblica accessibilità;
- (ii) le informazioni, nel momento in cui vengono fornite a K2Real, siano già pubbliche;
- (iii) le informazioni siano fornite da una parte terza non soggetta ad obblighi di riservatezza verso il Cliente.



Abstract

B.4 Incertezza di scenario

A seguito dei recenti sviluppi occorsi in ambito finanziario, che hanno provocato notevoli effetti di restrizione del credito e carenza di liquidità e, più in generale, della crisi e della recessione globale che hanno coinvolto molte economie, compresa quella italiana, si registrano situazioni di estrema incertezza riguardanti l'evoluzione prevedibile dello scenario di mercato futuro, con conseguenze evidenti in termini di rischiosità e di volatilità sia dei valori di vendita che dei canoni di locazione degli immobili. Sulla base di queste considerazioni si consiglia pertanto, nel caso ci si appresti ad effettuare transazioni concrete, di fare riferimento a stime aggiornate che tengano conto dell'evoluzione di tali eventi.

B.5 Limitazioni d'uso delle risultanze di progetto

Soltanto il Cliente, firmatario del Contratto, per le finalità connesse all'espletamento della Procedura, di cui all'incarico ricevuto, potrà utilizzare le risultanze del progetto svolto da K2Real. Il Cliente non potrà consentire a terzi l'utilizzo delle medesime risultanze e non potrà consentire a terzi di considerarle quali sostitutive di quelle eventualmente derivanti da proprie verifiche. Il Cliente, d'altro canto, non divulgherà, né renderà accessibile a terzi, nemmeno in parte, le risultanze del progetto svolto da K2Real, il materiale di proprietà di K2Real, l'oggetto della commessa, del servizio e del ruolo svolto da K2Real, fatto salvo il caso in cui il Cliente sia tenuto a fornire le informazioni in ottemperanza a disposizioni o provvedimenti dell'Autorità. Gli output di progetto elaborati da K2Real per ciascuna analisi effettuata potranno essere utilizzati esclusivamente per le finalità indicate nel Contratto e secondo le avvertenze specificate nei documenti stessi. Ogni altro uso è considerato improprio. Il possesso degli output – in originale o in copia – non dà dunque il diritto di renderli pubblici. Nessuna parte di detti documenti (in particolare, né le conclusioni né la firma o l'identità dei membri di K2Real che hanno firmato il rapporto, né l'affiliazione alle organizzazioni professionali dei membri di K2Real) potrà essere divulgata a terzi attraverso prospetti, pubblicità, pubbliche relazioni, notiziari o altri mezzi di comunicazione senza il consenso scritto di K2Real. K2Real non sarà responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo di detti documenti né potrà, quindi, essere ritenuta responsabile di qualsiasi danno che i destinatari o terzi possano subire a causa dell'uso improprio degli stessi e il Cliente terrà indenne K2Real da qualsiasi reclamo, danno e passività che dovesse sorgere a causa di un uso non autorizzato del documento.



Abstract

B.6 Standards professionali

K2Real, in relazione alle analisi da svolgere in ottemperanza all'incarico ricevuto, ha fatto esclusivo riferimento alla legislazione vigente italiana, escludendo pertanto espressamente ogni riferimento e conformità a qualsiasi altra disposizione e/o convenzione internazionale applicabile, ed ha svolto i servizi di cui al Contratto conformemente agli standards professionali applicabili. In ogni caso, i servizi professionali prevedono anche giudizi espressi in un ambito non sempre certo e basati su analisi di dati che possono non essere verificabili o assoggettati a cambiamenti nel corso del tempo e che comportano da parte del Cliente la conseguente assunzione di specifici rischi di mercato, legati all'andamento del mercato immobiliare, alla concentrazione degli investimenti, all'evoluzione della situazione normativa e dei regolamenti applicabili, et al.

Il Cliente deve pertanto giudicare l'operato di K2Real sulla base di quanto stabilito nel Contratto e sulla base degli standards professionali applicabili. Le informazioni contenute negli output di progetto richiamano inoltre fonti ritenute attendibili e non possono in alcun modo intendersi come consulenza in materia di investimenti. Tali informazioni non devono pertanto essere intese come una raccomandazione o un invito di K2Real a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione. Il Cliente deve formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare l'operazione prospettata e a tale scopo non deve basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detti documenti, bensì deve consultare anche altre fonti. La responsabilità di tutte le decisioni relative all'implementazione di tali indicazioni e raccomandazioni ricade unicamente su chi assume la relativa decisione.

Dichiarazione di Praxi ai sensi del Paragrafo 130 e del Capitolo 2h del documento ESMA/2013/319, relativa al Documento di Valutazione al 31 marzo 2015



PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.

10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 21 82

praxi@praxi.com - www.praxi.com

ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

Spett.le

Sorgente RES S.p.A.

Via del Tritone, 132

00187 - Roma

Oggetto: Sorgente RES - Dichiarazione ai sensi del Capitolo 2h e del Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319

Spettabile Sorgente RES S.p.A. - SIIQ (la "Società"), la sottoscritta PRAXI S.p.A. dichiara che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi sono state redatte in conformità ai Paragrafi 128 e ss. - società immobiliari del documento ESMA 2013/319.

In particolare, secondo quanto previsto dal Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319, si precisa che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi:

(i) sono state redatte da un esperto indipendente che:

- a) non detiene titoli emessi dalla Società o da ogni altra società appartenente allo stesso gruppo né è titolare di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli della Società;
- b) non percepisce dalla Società alcuna forma di compenso "ad eccezione di quella connessa con l'incarico";
- c) non è membro di alcun organo della Società;
- d) non intrattiene rapporti con gli intermediari finanziari coinvolti nell'offerta o nella quotazione dei titoli della Società;
- e) non è socio, amministratore o sindaco di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, ovvero lo è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;
- f) non è legato alla società, che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;
- g) non è parente o affine entro il quarto grado dei soci, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi;

BOLZANO - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA
LONDRA

Sett. Legale ed Amministrazione: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 21 82
Aut. MiPS 1/17700/2009/04 e 101300006/MA001/001 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01147780117

PRAXI

- h) non si trova in una situazione che può comprometterne comunque l'indipendenza nei confronti della società che conferisce l'incarico;
- (ii) riportano le date di sopralluogo sui beni immobili oggetto di valutazione;
- (iii) forniscono tutti gli elementi rilevanti e necessari in ordine alla valutazione della proprietà;
- (iv) sono datate e comprensive di certificazione della data di valutazione per ciascuna proprietà non superiore a 1 anno rispetto alla data di pubblicazione del prospetto informativo;
- (v) riportano un'apposita tabella in cui viene rappresentato separatamente il numero di immobili in proprietà piena e quelli in nuda proprietà nonché gravati da ipoteca o altro genere di garanzia, peso o contenzioso, assieme al valore aggregato delle rispettive valutazioni;
- (vi) compiono un confronto, spiegandone le differenze, tra la valutazione attuale di detti immobili, come risultante dalla perizia di valutazione/sintesi e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato, ove redatto.

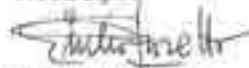
La sottoscritta si impegna a rinnovare la suddetta dichiarazione, nei medesimi termini e con il medesimo tenore di cui sopra, anche con riferimento a eventuali successive perizie di valutazione ed alle corrispondenti sintesi che saranno dalla medesima redatte in relazione alla Società.

Con la presente, inoltre, la sottoscritta rilascia alla Società il proprio consenso irrevocabile ed incondizionato all'inserimento nel prospetto informativo relativo alla Società ed alla pubblicazione integrale e/o parziale della sintesi della propria perizia di valutazione e di propri documenti destinati alla Società, secondo la normativa applicabile ed in conformità a richieste da parte di Autorità.

In fede,

Torino, 2 Aprile 2015

PRAXI S.p.A.



Dott. Ing. Giulio Crosetto
Legale Rappresentante

Rendiconto sintetico del Documento di Valutazione al 31 marzo 2015 rilasciato da Praxi ai sensi del Capitolo 1a (Property Companies) del documento ESMA/2013/319

PRAXI **PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**
 Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.
 20134, 30100A - Viale dell'Industria, 39 - Tel. +39 02 5 392 1 - Fax +39 02 5 111 740
 praxi.com@praxi.com - www.praxi.com
ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

Spettabile
SORGENTE RES S.p.A. SHQ
 Via Vittor Pisani, 19
 20124 - Milano (MI)

nr. ref.: MC/nal 161 Roma, 2 aprile 2015

1. OGGETTO DELL'ANALISI

a. Inquadramento generale

Facendo seguito all'incarico affidatoci abbiamo effettuato la valutazione di un portafoglio di immobili, nonché la valutazione del capitale economico di una società, **con riferimento alla data del 31 marzo 2015.**

La nostra attività di valutazione e la nostra relazione di stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") edizione 2014.

PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS" [Firm n° 710985].

Il report di valutazione, inclusivo dell'appendice e della corrispondente sintesi, sono stati redatti in conformità ai Paragrafi 128 e ss. - società immobiliari del documento ESMA 2013/319.

In particolare, secondo quanto previsto dal Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319, si precisa che i report di valutazione inclusivo dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi:

- sono state redatte da un esperto indipendente che:
 - a) non detiene titoli emessi dalla Società o da ogni altra società appartenente allo stesso gruppo né è titolare di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli della Società;
 - b) non era dipendente della Società e non percepisce dalla Società alcuna forma di compenso ad eccezione di quella connessa con l'incarico;
 - c) non è membro di alcun organo della Società;
 - d) non intrattiene rapporti con gli intermediari finanziari coinvolti nell'offerta o nella quotazione dei titoli della Società;
 - e) non è socio, amministratore o sindaco di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, ovvero lo è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;
 - f) non è legato alla società, che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, da rapporti di lavoro

BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VENEZIA
LONDON
 Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 5 - Tel. +39 011 65 50 - Fax +39 011 650 21 82
 Aia: MLPS 15100035860104 e 0900000096/MA/004.A009 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017

N. Rif. NR/val 161 del 2 aprile 2015

PRAXI

subordinato o autonomo, ovvero è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;

g) non è parente o affine entro il quarto grado dei soci, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altre società ed enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi;

h) non si trova in una situazione che può comprometterne comunque l'indipendenza nei confronti della società che conferisce l'incarico;

- riportano le date di sopralluogo sui beni immobili oggetto di valutazione;
- forniscono tutti gli elementi rilevanti e necessari in ordine alla valutazione della proprietà;
- sono datate e comprensive di certificazione della data di valutazione per ciascuna proprietà non superiore a 1 anno rispetto alla data di pubblicazione del prospetto informativo;
- riportano un'apposita tabella in cui viene rappresentato separatamente il numero di immobili in proprietà piena e quelli in nuda proprietà nonché gravati da ipoteca o altro genere di garanzia, peso o contenzioso;
- compiono un confronto tra la valutazione attuale di detti immobili, come risultante dal report di valutazione/sintesi e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato, ove redatto.

Asset immobiliari

Il perimetro di immobili oggetto della presente valutazione è rappresentato dal seguente portafoglio di immobili, con il relativo oggetto di conferimento:

Indirizzo

- Bari, corso Cavour 28-30-32
- Bologna, via Darwin 4
- Padova, via Uruguay 30
- Torino, Lingotto Direz., via Nizza 262
- Torino, Lingotto Hotel NH, via Nizza 262
- Venezia (Marghera), via Brunacci 32

Oggetto di conferimento

- Piena proprietà
- Piena proprietà
- Contratto di leasing imm.re
- Piena proprietà
- Contratto di leasing imm.re
- Contratto di leasing imm.re

Asset mobiliari

Il perimetro degli asset mobiliari è rappresentato dalla seguente società:

- i) Sorgente REM S.p.A.

Tipologia immobili esaminati

Gli asset oggetto di valutazione sono rappresentati da immobili con diversa destinazione e comprendono nello specifico quella direzionale e ricettiva.

Si tratta di immobili che presentano caratteristiche compatibili con l'attuale destinazione d'uso e sono così articolati:

Nr. Rif: MC/vol 161 del 2 aprile 2015

PRAI

<u>Indirizzo</u>	<u>Destinazione</u>	<u>Situz. Loc.</u>
• Bari, corso Cavour 28-30-32	Ricettiva	Locato
• Bologna, via Darwin 4	Terziaria	Locato
• Padova, via Uruguay 30	Terziaria	Locato
• Torino, Lingotto Direz., via Nizza 262	Terziaria	Locato
• Torino, Lingotto Hotel NH, via Nizza 262	Ricettiva	Locato
• Venezia (Marghera), via Brunacci 32	Terziaria	Locato

b. Proprietà e gravami

Sulla base delle informazioni raccolte, sugli immobili oggetto di valutazione risulta trascritto quanto segue:

Società controllat a titolare, ove diversa dall'Emitt ente	Città	Indirizzo Immobiliare	Gravami o altri vincoli
Emittente	Bari	Corso Cavour 32 (Grande Albergo Oriente)	Risultano trascritti: - ipoteca iscritta a favore della BANCA DELLE MARCHE S.p.A. in data 25 settembre 2009 al n. 8635 di formalità per Euro 28.000.000,00=, capitale Euro 14.000.000,00=, a garanzia di un mutuo concesso al Fondo Comune di Investimento Immobiliare Multicomparto di Tipo Chiuso Donatello Comparto Puglia Due gestito da Sorgente - Società di Gestione del Risparmio S.p.A. in dipendenza dell'atto in data 22 settembre 2009 ricevuto dal notaio Paolo Di Marcantonio di Bari n. 129.760/42.096 di repertorio; - locazione ultra novennale trascritta in data 12 luglio 2010 al numero 21.748 di formalità a favore di Apitour World Hotel & Resort S.p.A. in forza dell'atto ricevuto dal Notaio Paolo Di Marcantonio di Bari in data 24 giugno 2010 n. 131.135 di repertorio, registrato a Bari il 9 luglio 2010 al numero 17.182; - trascrizione in data 26 ottobre 1991 ai numeri 38.206/29.328 di formalità portante vincolo a favore del Ministero per i Beni Culturali ed Ambientali derivante da atto in data 4 marzo 1991 ai sensi della L. 1 giugno 1939 n. 1089, Sul pozzo luce posto tra l'albergo ed il

N. Rif.: MC/saf 161 del 2 aprile 2015



			retrostante fabbricato a destinazione "residence" che si sviluppa dal piano interrato fino all'altezza del primo piano (di pertinenza esclusiva dell'albergo ed al quale si accede dal piano interrato dell'albergo medesimo) grava servitù di affaccio a favore delle finestre al piano terra delle unità immobiliari al civico n. 11 di Via De Giosa ed in corrispondenza di esso non sarà possibile aprire altre finestre o creare scarichi o altre prese d'aria a parete.
Emittente	Bologna	Via Darwin 4	Risultano trascritti: - ipoteca iscritta in data 17 dicembre 2010 al n. 12092 di formalità dell'importo di Euro 60.000.000,00= in favore della Banca Popolare di Lodi S.p.A. a garanzia di un mutuo concesso alla società "ISI - IPI SVILUPPI IMMOBILIARI S.r.l.", con sede in Torino con atto a rogito del Notaio Francesco Pene Vidari di Torino in data 3 dicembre 2010 rep. n. 65005/5596; - cessione di fitti trascritta in data 13 dicembre 2005 al n. 42516 di formalità a favore della Banca Popolare Italiana Società Cooperativa di cui all'atto a rogito del Notaio Antonio Mosca di Roma in data 24 novembre 2005 n. 72948 di repertorio; - servitù per sistemi di radiocomunicazione trascritta in data 14 aprile 2003 al n. 12105 di formalità gravante sulle unità immobiliari censite al Catasto Fabbricati al foglio 69, particella 307, sub. 23 e sub. 24, in dipendenza di atto ricognitivo a rogito del Notaio Alberto Vladimiro Capasso di Roma in data 20 marzo 2003 rep. n. 54644, rogito a Bologna il giorno 14 aprile 2003 al n. 18577/12105 a favore della Dalmatia Trieste S.p.A.; - servitù di elettrodo costituita con atto a rogito del notaio Alberto Vladimiro Capasso in data 1 luglio 2004, repertorio n. 60977, trascritta presso la Conservatoria dei Registri Immobiliari di Bologna in data 5 maggio 2005 ai numeri 26558/15451 a favore di Enel Distribuzione S.p.A., con sede in Roma. - vincolo di tutela ambientale e di interesse paesistico.
Emittente	Torino	Via Nizza 262 (Lingotto Uffici)	Risultano trascritti: - ipoteca iscritta a Torino in data 16

Ns. Rif.: MC/val 161 del 2 aprile 2013



			novembre 2010 al n. 42263/7987 di formalità a favore di Banca Popolare di Novara, con sede in Novara, a garanzia di mutuo fondiario, con atto a rogito del Notaio Giuseppina Morone di Torino in data 12 novembre 2010, Rep.n. 368369/22183, registrato a Torino in data 15 gennaio 2010 al n. 5329; - vincolo a favore del Ministero per i Beni Culturali e Ambientali con Decreti Ministeriali in data 17 maggio 1986, 5 gennaio 1987 e 30 settembre 1994 rispettivamente trascritti a Torino 1 in data 3 aprile 1987 ai nn. 12696/8939, in data 4 maggio 1987 ai nn. 15787/11050 e in data 1 marzo 1995 ai nn. 5105/3423.
--	--	--	--

Società controllata titolare, ove diversa dall'Emittente	Titolo di detenzione	Città	Indirizzo Immobiliare	Gravami o altri vincoli
Emittente	Leasing immobiliare	Torino	Via Nizza, 262 (Lingotto NH Hotel)	Risultano trascritti: - vincolo a favore del Ministero per i Beni Culturali e Ambientali con Decreti Ministeriali in data 17 maggio 1986, 5 gennaio 1987 e 30 settembre 1994 rispettivamente trascritti a Torino 1 in data 4 maggio 1987 ai nn. 12696/8939, in data 4 maggio 1987 ai nn. 15787/11050 e in data 1 marzo 1995 ai nn. 5105/3423.
Emittente	Leasing immobiliare	Padova	Via Uruguay 30	Non sussistono vincoli o gravami trascritti
Emittente	Leasing immobiliare	Venezia	Via Brunacci 32	Non sussistono vincoli o gravami trascritti

Ns. Rif. MC/vol 161 del 2 aprile 2015



2. DEFINIZIONE DEL VALORE DI MERCATO

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili/capitale economico dei beni sopra indicati.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS Red Book VS 3.2 - edizione 2014).

3. ASSET IMMOBILIARI

a. Limiti della relazione

Grado di approfondimento e fonte dei dati utilizzati

In generale, la stima è basata sulla due diligence effettuata sulla base dei dati tecnici e delle informazioni forniteci dalla IPI S.p.A. (ad eccezione del complesso di Bari, per il quale sono stati forniti da Sorgente SGR); in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati aggiornati e si declina ogni responsabilità eventuale derivante dalla loro inesattezza.

A riguardo precisiamo che dalla documentazione fornitaci abbiamo desunto i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili che si ispirano direttamente allo "standard" proposto per il mercato italiano dal Comitato di Valutazione IPD - Investment Property Databank;
- ai contratti di locazione in essere (unità immobiliari interessate, canoni, scalette, scadenze, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- imposta IMU e premi assicurativi sugli immobili;
- agli interventi di manutenzione straordinaria già programmati su parte degli immobili.

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- canoni di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- eventuali interventi di manutenzione straordinaria;
- property management;
- accantonamento spese straordinarie.

Le informazioni di cui sopra sono state rilevate da un'analisi del mercato di riferimento e ritenute da noi rappresentative della situazione attuale.

N. Rif. MC/val 161 del 2 aprile 2015

PRIMI

Sopralluoghi

Su tutti gli immobili oggetto di valutazione, sono stati effettuati sopralluoghi diretti sia esterni che interni al fine di rilevare le caratteristiche costruttive e lo stato di manutenzione.

I sopralluoghi sono stati svolti nel mese di marzo 2015, nelle seguenti date:

• Bari, corso Cavour 28-30-32	19 marzo 2015
• Bologna, via Darwin 4	13 marzo 2015
• Padova, via Uruguay 30	12 marzo 2015
• Torino, Lingotto Direzionale, via Nizza 262	12 marzo 2015
• Torino, Lingotto Hotel NH, via Nizza 262	12 marzo 2015
• Venezia (Marghera), via Brunacci 32	12 marzo 2015

Stime autonome

Le stime effettuate derivano da indagini di mercato puntuali relative alle specifiche destinazioni d'uso oggetto di valutazione.

Per gli asset oggetto di valutazione, i canoni di mercato ossia "il canone di mercato che una proprietà immobiliare può ragionevolmente prevedere di raggiungere in funzione delle specifiche caratteristiche costruttive, dell'ubicazione e delle condizioni di mercato locali", sono stati assunti a regimie come segue:

• Bari, corso Cavour 28-30-32	€/anno 1.306.000,00
• Bologna, via Darwin 4	€/anno 2.198.400,00
• Padova, via Uruguay 30	€/anno 759.500,00
• Torino, Lingotto Direz., via Nizza 262	€/anno 6.709.200,00
• Torino, Lingotto Hotel NH, via Nizza 262	€/anno 2.208.000,00
• Venezia (Marghera), via Brunacci 32	€/anno 1.677.500,00

b. Approcci di valutazione

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato è stato adottato per tutti gli immobili presi in esame, il seguente approccio:

– Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo conto, ove necessario, dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfratto.

N. Rif. MC/val 161 del 2 aprile 2015

PRAXI

c. Assumption valutazione

Trattandosi di immobili a reddito, ovverosia di immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso, gli stessi sono stati stimati attualizzando il cash-flow netto generato dai contratti di affitto in essere e/o prospettici; il prezzo di cessione finale di ciascun bene (terminal value) è stato determinato proiettando a fine periodo il canone di affitto, utilizzando un going-out cap rate che incorpora un adeguato spread, per tenere conto del rischio insito nella proiezione a lungo termine.

Durata cash flow

La **durata del cash-flow**, coerentemente con il principio di ordinarietà, che è tra i presupposti di base del Valore di Mercato, corrisponde ad un ciclo di investimento, entro cui dovrebbe essere possibile la normalizzazione e stabilizzazione della rendita immobiliare, e quindi la corretta determinazione del valore di uscita ("terminal value") dell'immobile, per questo motivo sono stati adottati modelli con orizzonti temporali sia di 15 anni (nel caso di contratti di locazione di 6+6 anni oppure di 12+6 anni nonché di 9+6 anni, ormai prossimi alla prima scadenza o già in corso nel sessennio relativo alla seconda scadenza) sia di 21 anni (nel caso di contratti di locazione di 9+9 anni).

Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della proprietà, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan della proprietà.

Tassi di capitalizzazione e attualizzazione

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

Il **tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il "valore equivalente", ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso delle operazioni immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'operazione stessa.

Il tasso di attualizzazione è stato utilizzato per riportare al momento attuale i flussi di cassa futuri che si prevede verranno generati dall'investimento immobiliare, e si costituisce di due componenti fondamentali: il rendimento di un investimento alternativo privo di rischio (tipicamente assunto pari al rendimento medio dei titoli di stato con scadenza omogenea rispetto all'orizzonte temporale di riferimento) e la remunerazione del rischio proprio dell'operazione (cioè il premio legato all'eventualità che l'investitore non riceva il flusso atteso alla data prevista). Il rischio è quindi la potenzialità che si verifichi un evento non

Ns. Rif.: MC/rel 161 del 2 aprile 2015



previsto, intendendo per evento una qualsiasi significativa variazione dei risultati rispetto alle attese.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, nel caso, come quello in specie, degli immobili a reddito, fra i due tassi esiste un rapporto diretto.

Nelle valutazioni sono stati utilizzati i seguenti tassi finanziari:

Asset	Discount rate	Exit cap rate
Iraci, corso Cavour 28-30-32	6,23%	5,51%
Bologna, via Darwin 4	7,45%	6,90%
Padova, via Uruguay, 30	7,23%	6,65%
Torino, via Nizza, 262 (Direx.)	6,75%	6,10%
Torino, via Nizza, 262 (Hotel NH)	6,73%	6,08%
Venezia, via Brunetti, 32	7,21%	6,65%

Variabili macroeconomiche

Tra i fattori che concorrono a determinare, dal punto di vista dell'investitore, la soglia di rendimento accettabile rispetto al rischio correlato alla acquisizione di un immobile/di un'area o immobile trasformabile, vi sono, oltre ai fattori specifici e caratteristici già esaminati, anche variabili di natura macroeconomica e finanziaria:

- Andamento prospettico dell'inflazione (per tutte le valutazioni è stato utilizzato un trend d'inflazione pari all'1,60%).
- Rendimento dei Titoli di Stato di durata analoga a quella dell'investimento immobiliare (convenzionalmente considerati come "risk free").
- Illiquidità caratteristica degli investimenti immobiliari.
- Costo del denaro, composto da un indicatore proprio dei mercati interbancari (Euribor o EurIRS) e dallo spread mediamente applicato dalle banche per il finanziamento delle operazioni di investimento immobiliare.
- Rapporto tra equity (capitale proprio dell'investitore) e debito (capitale chiesto in prestito ai finanziatori).

Le variabili utilizzate nei modelli di calcolo sopra indicate, quali: trend di mercato, trend di inflazione, trend Eurirs, trend Titoli di Stato, rappresentano una previsione dell'andamento a medio-lungo termine, elaborata da PRAXI sulla base di fonti ufficiali (tra cui ISTAT, EUROSTAT, Banca d'Italia) e delle previsioni a lungo termine di Istituti di Ricerca internazionali (Consensus Forecast).

Utile dell'imprenditore

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate best practices del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per

St. Rif.: MC/val 161 del 2 aprile 2015



l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

Consistenze

Le consistenze immobiliari corrispondono alle superfici commerciali lorde. Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato le consistenze virtuali degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare. In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati, in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza all'interno dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi.

Ricavi da locazione

I ricavi da locazione sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, nonché da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate.

Per le unità immobiliari sfitte, e per tutte le unità i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto, ove previsto, dei tempi necessari alla messa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "vacancy/free rent" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

Per la valutazione dei beni sono stati utilizzati specifici periodi di vacancy, fees di locazione (calcolate come percentuale sul canone di locazione) e di vendita (calcolate sul prezzo di cessione), quest'ultime stimate in funzione della piazza di riferimento e delle caratteristiche di ciascun asset.

Nella tabella seguente riportiamo quanto utilizzato nei modelli DCF.

Asset	Vacancy e/o reletting	Marketing fee	
		Locazione	Vendita
Barl, corso Cavour 28-30-32	2 mesi	10,00%	1,00%
Bologna, via Darwin 4	12 mesi	10,00%	1,50%
Padova, via Uruguay, 30	3 mesi	10,00%	1,50%
Torino, via Nizza, 262 (Direz.)	13 mesi	10,00%	1,00%
Torino, via Nizza, 262 (Hotel Nifi)	6 mesi	5,00%	1,00%
Venezia, via Bruniacci, 32	3 mesi	10,00%	1,50%

Costi a carico della proprietà

I costi a carico della proprietà (IMU, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) o sono stati forniti direttamente da IPI S.p.A./Gruppo Sorgente o sono stati determinati in modo analitico, alla luce dei dati inviatici, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

Na. Rif.: MC/col 161 del 2 aprile 2013



Indicatori significativi

Nei fogli di sviluppo "DCF" della valutazione vengono riportati alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di sfritto, utili alla interpretazione sintetica dei risultati della valutazione, quali:

- Canone attuale, che corrisponde al Canone annuo generato complessivamente dai contratti di locazione in essere.
- Rendimento attuale, il quale costituisce la redditività dei contratti di locazione in essere, rispetto al Valore di Mercato delle unità attualmente locate.
- Canone di Mercato, che rappresenta il Canone Locativo di Mercato totale dell'immobile, secondo i parametri determinati dalla stima.
- Rendimento di mercato, il quale coincide con il cap rate dell'immobile.
- Capex, che riguarda l'ammontare complessivo degli interventi iniziali (in fase sia di affitto che di riaffitto) di ripristino/ristrutturazione previsti a carico della proprietà, comprensivi degli eventuali investimenti programmati nel corso degli anni dalla proprietà stessa.
- Reversionary yield (rapporto tra il Canone Locativo di Mercato ed il Valore di Mercato, più l'eventuale Capex, determinati dalla stima), corrispondente al rendimento teoricamente ottenibile da un investitore che acquistasse l'immobile ad un prezzo equivalente al Valore di stima e ottenesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.

4. ASSET MOBILIARI

a. Limiti della relazione

Fonte dei dati utilizzati

Al fine di determinare il valore del capitale economico della società alla data del 31 dicembre 2014, ci si è basati sulla seguente documentazione fornita dalla proprietà:

- visura camerale della società;
- bilancio di esercizio relativi agli ultimi esercizi;
- bilancio preconsuntivo al 31.12.2014;
- piano industriale 2015 – 2021 come approvato dal CdA in 24.03.2015;
- altra documentazione tecnica di supporto.

Tenuto conto che la società ha affidato ad una società di revisione la revisione legale dei conti, si è ritenuto opportuno non sviluppare attività di revisione contabile né alcuna autonoma verifica, pertanto i documenti e le informazioni impiegate per l'applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono state utilizzate e valutate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva.

Na. Rif. MC/vol 161 del 2 aprile 2013

PRAXI

b. Approcci di valutazione

Per la determinazione del Valore del Capitale Economico della Società SORGENTE REM S.p.A. è stato adottato il Metodo reddituale; tale metodo tiene conto della potenziale capacità dell'azienda di produrre risultati economici positivi negli esercizi futuri, con o senza limitazioni di periodo, e prende in considerazione la capitalizzazione del reddito medio prospettico, ad un tasso che sia pari a quello di investimenti alternativi, depurato dell'effetto inflazionistico ed aumentato di un fattore variabile in funzione del rischio d'impresa.

Il reddito a base della valutazione, pari a Euro 3.908.990, è stato determinato come media del reddito normalizzato relativo agli esercizi 2015 -2021 (così come riportati nel conto economico prospettico predisposto dal management della società).

Il tasso di rendimento atteso sul capitale investito è definito in misura pari al 10%, determinato dai seguenti elementi (i) risk free rate 1,36% (ii) market risk premium 7,80% (iii) Beta 0,85 e (iv) correttivo Alpha del 2%. Quest'ultimo elemento è da intendersi come coefficiente di aggiustamento per tenere in considerazione il possibile non pieno raggiungimento dei risultati reddituali previsti (tenuto conto delle ipotesi in termini di sviluppo contenute nel piano rispetto al dato "actual").

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

5. CONFRONTO TRA VALORE DI STIMA E BILANCIO CONSOLIDATO

E' stato effettuato un confronto tra la valutazione al 31 marzo 2015 risultante dalle perizie e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato (31 dicembre 2014), da cui emerge quanto segue:

- **Bari, corso Cavour, 28-30-32**

L'immobile alla data di valutazione del 31/03/2015 ha un valore di € 23.500.000,00.

L'immobile è iscritto nel Rendiconto del Fondo Donatello Comparto Puglia Due al valore di € 26.000.000,00. Detto valore è pari al Valore di Mercato dell'immobile risultante dalla valutazione dell'esperto indipendente allegata al Rendiconto del fondo Donatello Comparto Puglia Due.

La differenza tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 è imputabile all'ammontare della penale prevista per rilascio anticipato, che l'attuale conduttore dovrà riconoscere alla proprietà.

- **Bologna Via Darwin, 4**

L'immobile alla data di valutazione del 31/03/2015 ha un valore di € 29.950.000,00.

Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. sarà approvato entro il 30 giugno 2015. L'immobile è iscritto nel bilancio consolidato della IPI S.p.A. al 31/12/2014 al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate, di € 30.200.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2013 (approvato in data 11 aprile 2014) al valore di € 30.200.000,00.

N. Rif. MC/val 161 del 2 aprile 2015



Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è possibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

• **Padova Via Uruguay, 30**

L'immobile alla data di valutazione del 31/03/2015 ha un valore di € 11.730.000,00. Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. sarà approvato entro il 30 giugno 2015. L'immobile è iscritto nel bilancio consolidato della IPI S.p.A. al 31/12/2014 al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate, di € 10.252.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2013 (approvato in data 11 aprile 2014) al valore di € 10.252.000,00.

Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è possibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

• **Torino Lingotto Direzionale**

L'immobile alla data di valutazione del 31/03/2015 ha un valore di € 102.110.000,00.

Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. sarà approvato entro il 30 giugno 2015. L'immobile è iscritto nel bilancio consolidato della IPI S.p.A. al 31/12/2014 al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate, di € 72.428.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2013 (approvato in data 11 aprile 2014) al valore di € 73.524.000,00.

Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è fattibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

• **Torino Lingotto Hotel NH**

L'immobile alla data di valutazione del 31/03/2015 ha un valore di € 27.290.000,00. Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. sarà approvato entro il 30 giugno 2015. L'immobile è iscritto nel bilancio consolidato della IPI S.p.A. al 31/12/2014 al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate, di € 20.155.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2013 (approvato in data 11 aprile 2014) al valore di € 20.391.000,00.

Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è possibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

• **Venezia (Marghera) Via Brunacci, 32**

L'immobile alla data di valutazione del 31/03/2015 ha un valore di € 25.840.000,00. Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. sarà approvato entro il 30 giugno 2015. L'immobile è iscritto nel bilancio consolidato della IPI S.p.A. al 31/12/2014 al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate, di € 20.371.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2013 (approvato in data 11 aprile 2014) al valore di € 20.371.000,00.

Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è possibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

Nr. Rif. MC/nal 161 del 2 aprile 2015

PRAXI**CONCLUSIONI DI STIMA**

Sulla base delle valutazioni e di quanto emerso dalle *due diligence* effettuate, è nostra opinione che il **Valore di Mercato con riferimento alla data del 31/03/2015** dei beni/contratti di leasing immobiliari/capitale economico, sia complessivamente pari a:

Euro 227.688.159,73

Di seguito viene riportato il riepilogo della valutazione a livello di singolo asset/contratto di leasing.

Comune	Indirizzo	Tipologia Immobili	Valore di Mercato asset 31/03/2015	Valore contratto di leasing 31/03/2015
Bari	Corso Cavour, 28-30-32	Ricettiva	23.500.000,00	-
Bologna	via Darwin 4	Terziaria	29.950.000,00	-
Padova ¹	via Uruguay 30	Terziaria	-	3.832.781,62
Torino	Via Nizza, 262	Terziaria	102.110.000,00	-
Torino ²	Lingotto Hotel NH	Ricettiva	-	18.196.073,39
Venezia ³ (Manghera)	via Brunacci 32	Terziaria	-	11.099.304,72
Subtotal VM asset immobiliari/contratti di leasing			155.560.000,00	33.128.159,73
Sorgente REM S.p.A.			39.000.000,00	-
Subtotal Valore capitale economico			39.000.000,00	-
Totale valore di mercato asset/capitale economico			227.688.159,73	

Nelle relazione di stima degli asset allegate al presente documento, sono descritti analiticamente procedimenti e metodologie adottate.

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

PRAXI S.p.A.


Dot. Ing. Giulio Crustini
Consigliere Delegato

¹ Il valore di mercato dell'asset è pari ad € 11.730.000,00. Considerando che il debito residuo sul contratto di finanziamento n. 972671 stipulato in data 17 febbraio 2005, sino al pagamento della prossima rata prevista il 1 aprile 2015 è pari a € 7.897.218,38 (come da certificazione della stessa società di leasing Release S.p.A., datata 12/03/15), il valore del contratto di leasing per il bene in esame è pari a € 3.832.781,62.

² Il valore di mercato dell'asset immobiliare ammonta a € 23.290.000,00; considerando che il debito residuo sul contratto di finanziamento in pool stipulato in data 11 maggio 2001, sino al pagamento della prossima rata prevista il 1 aprile 2015 è pari a € 9.093.926,61 (come da certificazione della società capofila Banca Italiana S.p.A., datata 12/03/15), il contratto di leasing è pari a € 18.196.073,39.

³ Il valore di mercato dell'asset immobiliare ammonta a € 25.840.000,00; considerando che il debito residuo sul contratto di finanziamento n. 972673 stipulato in data 17 febbraio 2005, sino al pagamento della prossima rata prevista il 1 aprile 2015 è pari a € 14.740.695,28 (come da certificazione della stessa società di leasing Release S.p.A., datata 12/03/15), il valore del contratto di leasing è pari ad € 11.099.304,72.

Bilancio relativo agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011



ITALIANA TERRENI E STABILI -
S.A.I.T.E.S. S.a.S. di Sorgente Real Estate
Management S.p.A. e C.

Bilancio
al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011
(con relativa relazione della
società di revisione)

KPMG SpA
20 marzo 2014

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Reg. Imp. 03643440153

Rea 1085338

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.a.S. di Sorgente Real Estate Management S.p.A. e C.

Sede in VIA DEL TRITONE 132 - 00187 ROMA (RM) Capitale sociale Euro 414.000,00 i.V.

Bilancio relativo agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011

SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA

Valori in migliaia di Euro		Al 31 dicembre					
	Note	2013	di cui parti correlate	2012	di cui parti correlate	2011	di cui parti correlate
ATTIVITA'							
Investimenti immobiliari	1	25.100		25.180		25.780	
Partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto	2	6		-		3	
Altre attività finanziarie	3	933	52	1.223	52	1.330	52
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI		26.039		26.403		27.113	
Altre attività finanziarie	3	-		58		167	
Attività per imposte correnti	14	17		17		17	
Crediti commerciali e altri crediti	4	21	16	9	-	8	-
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	5	388		2.649		1.274	
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI		427		2.734		1.466	
TOTALE ATTIVITA'		26.466		29.137		28.578	
PATRIMONIO NETTO	6						
Capitale sociale		414		414		414	
Riserve		24.172		27.100		26.186	
Utile (perdita) del periodo		852		531		915	
TOTALE PATRIMONIO NETTO		25.438		28.045		27.515	
PASSIVITA'							
Passività per imposte differite	7	1.022		1.025		1.054	
TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI		1.022		1.025		1.054	
Passività per imposte correnti	14	3		61		-	
Debiti commerciali e altri debiti	8	4	0	5	4	10	9
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI		8		66		10	
TOTALE PASSIVITA'		1.029		1.092		1.064	
TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA'		26.467		29.137		28.579	

Le note illustrative sono parte integrante del presente bilancio.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

CONTO ECONOMICO

Valori in migliaia di Euro	Note	Esercizio chiuso al 31 dicembre					
		2013	di cui parti correlate	2012	di cui parti correlate	2011	di cui parti correlate
Ricavi di locazioni		1.344		1.325		1.292	
Costi inerenti il patrimonio immobiliare		(128)	(40)	(122)	(40)	(58)	(41)
RICAVI NETTI DI LOCAZIONE	9	1.216		1.203		1.234	
Costi generali e amministrativi	10	(14)		(7)		(7)	
Altri costi ed oneri	10	(8)		(4)		(4)	
Svalutazione di immobili	11	(30)		(600)		(147)	
REDDITO OPERATIVO		1.114		592		1.076	
Proventi finanziari	12	89	3	36	3	13	6
Oneri finanziari	12	(292)		(59)		(178)	
ONERI FINANZIARI NETTI		(204)		(23)		(165)	
Quota dei risultati delle partecipazioni in imprese collegate valutate secondo il metodo del patrimonio netto	13	1		(5)		(2)	
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE		912		563		909	
Imposte sul reddito del periodo	14	(60)		(32)		7	
RISULTATO NETTO DELL'ESERCIZIO		852		531		916	
Utile per quota base e diluito	15	852		531		916	

Le note illustrative sono parte integrante del presente bilancio.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO

Valori in migliaia di Euro	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Risultato netto dell'esercizio	852	531	916
Altre componenti del conto economico complessivo	-	-	-
Risultato complessivo dell'esercizio	852	531	916

Le note illustrative sono parte integrante del presente bilancio.

 3

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A. I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL PATRIMONIO NETTO

<i>Valori in migliaia di Euro</i>	Capitale Sociale	Riserve	Utile (perdita) del periodo	Patrimonio Netto
Saldo al 1° gennaio 2011	414	25.475	711	26.600
Allocazione risultato esercizio precedente		711	(711)	0
Risultato complessivo dell'esercizio			915	915
Saldo al 31 dicembre 2011	414	26.186	915	27.515
Allocazione risultato esercizio precedente		915	(915)	0
Risultato complessivo dell'esercizio			531	531
Saldo al 31 dicembre 2012	414	27.101	531	28.046
Allocazione risultato esercizio precedente		531	(531)	0
Pagamento dividendi		(3.500)		(3.500)
Contributi in conto capitale		40		40
Risultato complessivo dell'esercizio			852	852
Saldo al 31 dicembre 2013	414	24.172	852	25.438

Le note illustrative sono parte integrante del presente bilancio.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

RENDICONTO FINANZIARIO (metodo indiretto)

Valori in migliaia di Euro	Esercizio chiuso al 31 dicembre					
	2013	di cui parti correlate	2012	di cui parti correlate	2011	di cui parti correlate
Risultato ante imposte	912		563		909	
Svalutazioni di immobili	80		600		147	
Svalutazioni di quote di OICR	291		58		175	
Svalutazioni di partecipazioni	(6)	(6)	1	1	2	2
Svalutazione finanziamento verso collegata	5	5	2	2	0	0
Costo ammortizzato finanziamento verso collegata	(3)	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)
Altre attività-Passività, Crediti e Debiti Tributari	(134)	(20)	(6)	(5)	(2)	(4)
Flusso di cassa generato (assorbito) dalla gestione operativa	1.144		1.217		1.228	
Flusso di cassa generato (assorbito) dall'attività di investimento	58		109		(27)	
(Incremento)/ Investimenti Immobiliari	-		-		(27)	
Decremento attività finanziarie correnti	58		109		0	
Flusso di cassa generato (assorbito) dall'attività di finanziamento	(3.462)		49		(2.921)	
Distribuzione utili	(3.500)	(3.500)	-		-	
Contributo in conto capitale per costi di property management	40	40	-		-	
(Incremento)/ decremento attività finanziarie non correnti	(2)	(2)	49		-	
Decremento passività finanziarie correnti	-		-		(2.780)	(2.780)
Decremento passività finanziarie non correnti	-		-		(141)	
Disponibilità liquide generate (assorbite) nell'esercizio	(2.260)		1.375		(1.720)	
Disponibilità liquide iniziali	2.649		1.274		2.994	
Disponibilità liquide finali	388		2.649		1.274	

Le quote di OICR si riferiscono a quattro quote detenute nel Fondo comune di investimento immobiliare chiuso "Vesta".

Le note illustrative sono parte integrante del presente bilancio.



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

NOTE ESPLICATIVE

Premessa

La ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.a.S. di Sorgente Real Estate Management S.p.A. e C. (di seguito anche la "Società" o "Saltes" o l'"Emittente"), costituita in data 12 aprile 1939, è una società che opera nel settore immobiliare ed è proprietaria direttamente di un immobile risalente al primo Novecento, sito in Milano, Via del Senato n. 28, locato ad una società bancaria con contratto di affitto a medio-lungo termine. Il business della società è rappresentato dalla valorizzazione e messa a reddito dell'immobile detenuto attraverso la locazione dello stesso.

Il presente bilancio relativo agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 (di seguito "Bilancio") è stato predisposto in conformità a quanto previsto dal Regolamento 809/2004/CE unicamente ai fini dell'inserimento dello stesso nel Prospetto Informativo, redatto ai sensi del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato (il "Regolamento Emittenti") relativo alla prospettata ammissione a quotazione delle azioni della Società sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (la "Quotazione").

Informazioni generali

Saltes è una società in accomandita semplice costituita e domiciliata in Italia e organizzata secondo l'ordinamento giuridico della Repubblica Italiana, con sede sociale a Roma, in Via del Tritone 132.

Alla data di redazione del presente Bilancio, Saltes è interamente detenuta dal Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Caravaggio di Sorgente SGR" ("Caravaggio"), socio accomandante. Il socio accomandatario d'opera è Sorgente Real Estate Management S.p.A.

Di seguito si riportano le modalità di costruzione del Bilancio.

I dati economici, finanziari e patrimoniali inclusi nel Bilancio sono stati estratti dai bilanci d'esercizio della Saltes redatti secondo alle norme di legge che disciplinano il bilancio d'esercizio interpretate ed integrate dai principi contabili predisposti dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, così come modificati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) e dai documenti emessi direttamente dall'OIC ("ITA GAAP"), in forma abbreviata.

Si precisa, inoltre, che il Bilancio è stato redatto sulla base di informazioni conosciute alla data di redazione dei bilanci d'esercizio di Saltes alle rispettive date di approvazione degli stessi da parte dell'Assemblea dei soci. Il Bilancio non include pertanto gli effetti di eventi conosciuti successivamente a tali date.

Il presente Bilancio è stato oggetto di approvazione da parte dell'Assemblea dei soci in data 20 marzo 2014.

Il presente Bilancio è stato assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG S.p.A.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Sintesi dei principi contabili e criteri di valutazione adottati

Di seguito sono riportati i principali principi contabili e criteri di valutazione adottati nella predisposizione e redazione del Bilancio. Tali principi e criteri sono stati applicati in modo coerente per tutti gli anni presentati nel presente documento e sono quelli in vigore al 31 dicembre 2013.

Base di preparazione

Nel presente documento è riportato il Bilancio relativo agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 comprensivo dei prospetti della situazione patrimoniale e finanziaria ("situazione patrimoniale e finanziaria"), di conto economico ("conto economico") e di conto economico complessivo ("conto economico complessivo"), di rendiconto finanziario ("rendiconto finanziario"), del prospetto delle variazioni del patrimonio netto ("prospetto delle variazioni di patrimonio netto") e delle relative note illustrative (di seguito anche i "prospetti contabili").

Tale Bilancio, è il primo redatto in conformità ai Principi Contabili Internazionali (*International Accounting Standards* - IAS e *International Financial Reporting Standards* - IFRS), emessi dall'*International Financial Reporting Standards Board* e adottati dall'Unione Europea (EU-IFRS), e integrati dalle relative interpretazioni (*Standing Interpretations Committee* - SIC e *International Financial Reporting Interpretations Committee* - IFRIC) (l'insieme di tutti i principi e interpretazioni sopraindicati è di seguito definito "IFRS").

Per EU-IFRS si intendono tutti gli "*International Financial Reporting Standards*", tutti gli "*International Accounting Standards*" (IAS), tutte le interpretazioni dell'*International Reporting Interpretations Committee* (IFRIC), precedentemente denominato "*Standards Interpretations Committee*" (SIC) che, alla data di approvazione del Bilancio, siano state oggetto di omologa da parte dell'Unione Europea secondo la procedura prevista dal Regolamento 1606/2002/CE del Parlamento Europeo e dal Consiglio Europeo del 19 luglio 2002. In particolare si rileva che gli EU-IFRS sono stati applicati in modo coerente a tutti i periodi presentati nel presente documento.

Gli effetti dell'applicazione degli IAS/IFRS sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sull'andamento economico e sui flussi finanziari della Società sono riportati nell'apposita sezione delle presenti note esplicative. A tale nota si rinvia anche per quanto riguarda le scelte adottate in sede di prima applicazione.

Il presente Bilancio è stato predisposto in conformità ai provvedimenti adottati dalla CONSOB in merito agli schemi di bilancio in applicazione dell'art 9 del D.lgs. 38/2005 e delle altre norme e disposizioni CONSOB in materia di bilancio.

Il presente Bilancio è stato redatto nel presupposto della continuità aziendale. È stato redatto con chiarezza e rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale-finanziaria, il risultato economico e i flussi di cassa della Saltes.

Forma e contenuto dei prospetti contabili

Relativamente alla forma e al contenuto dei prospetti contabili, la Società ha effettuato le seguenti scelte:

1. il prospetto della situazione patrimoniale e finanziaria espone separatamente le attività correnti e non correnti; analogamente espone le passività correnti e non correnti;



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

- ii. il prospetto di conto economico evidenzia i costi della gestione immobiliare e i costi generali e amministrativi e presenta una classificazione dei costi e ricavi per natura;
- iii. il prospetto di conto economico complessivo è stato presentato separatamente;
- iv. il rendiconto finanziario è rappresentato secondo il metodo indiretto.

Gli schemi utilizzati, come sopra specificato, sono quelli che meglio rappresentano la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Società.

Il presente Bilancio è stato redatto in Euro, valuta funzionale della Società utilizzata nella totalità delle operazioni della Società.

I valori riportati negli schemi di Bilancio, nonché nelle tabelle di dettaglio incluse nelle note illustrative, sono espressi in migliaia di Euro, salvo ove diversamente indicato.

Criteri di valutazione

Il presente Bilancio è stato redatto secondo il criterio generale del costo storico, ad eccezione delle voci di bilancio che secondo gli IFRS sono rilevate al *fair value*, e specificate nei criteri di valutazione delle singole voci di seguito riportati.

INVESTIMENTI IMMOBILIARI

Gli investimenti immobiliari sono costituiti da proprietà immobiliari detenute al fine di percepire canoni di locazione o conseguire un apprezzamento del capitale investito ovvero per entrambe le motivazioni e non sono posseduti per la vendita nel normale svolgimento dell'attività imprenditoriale. Inoltre, gli investimenti immobiliari non sono utilizzati nella produzione o nella fornitura di beni o di servizi o nell'amministrazione aziendale.

Gli investimenti immobiliari sono inizialmente rilevati al costo d'acquisto, comprensivo degli oneri accessori di diretta imputazione. Successivamente all'iniziale rilevazione al costo, in applicazione dello IAS 40, gli investimenti immobiliari sono iscritti al *fair value* (valore equo), rilevando le variazioni di tale *fair value* nel conto economico dell'esercizio in cui si manifestano.

Il portafoglio immobiliare è valutato due volte l'anno, in corrispondenza del 30 giugno e del 31 dicembre, da una società di valutazione esterna e indipendente, dotata di adeguata e riconosciuta qualificazione professionale e di una conoscenza aggiornata sulla locazione e sulle caratteristiche dell'immobile valutato. Il processo di valutazione è affidato a esperti indipendenti, prevedendone la sostituzione ogni tre anni, fatta salva la possibilità di posticipare tale sostituzione (per un ulteriore triennio) ove ritenuto operativamente opportuno.

Il valore equo dell'immobile si basa sul prezzo che si percepirebbe per la vendita dello stesso in una regolare operazione nel mercato principale (o più vantaggioso) alla data di valutazione, alle correnti condizioni di mercato, indipendentemente dal fatto che quel prezzo sia osservabile direttamente o che venga stimato utilizzando un'altra tecnica di valutazione.

Le valutazioni sono eseguite utilizzando come criterio di valutazione il metodo dei flussi di cassa attualizzati, basato:

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

- a) sulla determinazione, per un periodo di "n" anni, dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà immobiliare;
- b) sulla capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto dell'anno $n+1$ esimo;
- c) sull'attualizzazione alla data della valutazione, dei redditi netti (flussi di cassa) indicati ai precedenti punti a) e b).

Un investimento immobiliare viene eliminato dal bilancio al momento della vendita o quando non sussistono benefici economici futuri attesi dal suo uso o dismissione. L'utile o la perdita generati dalla cessione è determinato come differenza tra il corrispettivo netto della cessione e il valore contabile del bene, e viene rilevato nell'utile o perdita di esercizio.

Nel caso in cui venga avviato un progetto di sviluppo con la prospettiva di una vendita futura, gli immobili sono riclassificati nella voce Rimanenze a seguito del cambiamento della destinazione d'uso. Il valore contabile alla data di cambio della destinazione dell'immobile viene assunto come costo per la successiva contabilizzazione tra le rimanenze.

PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ COLLEGATE

Le partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto sono rappresentate dagli investimenti in società collegate. Con riferimento a tali partecipazioni, si riporta che per società collegate si intendono quelle società su cui viene esercitata un'influenza notevole, ma non il controllo né il controllo congiunto, attraverso la partecipazione alle decisioni sulle politiche finanziarie e operative della partecipata.

I risultati economici e le attività e passività delle imprese collegate sono rilevati utilizzando il metodo del patrimonio netto, ad eccezione dei casi in cui siano classificate come detenute per la vendita. Secondo tale metodo, le partecipazioni nelle imprese collegate sono rilevate inizialmente al costo sostenuto per l'acquisizione o la costituzione. Il costo dell'investimento include i costi di transazione. Il costo viene rettificato per le variazioni successive all'acquisizione nelle attività nette delle collegate e per eventuali perdite di valore della singola partecipazione.

La perdita per riduzione di valore di una partecipata contabilizzata con il metodo del patrimonio netto viene misurata confrontando il valore recuperabile dell'investimento con il suo valore contabile. La perdita per riduzione di valore viene rilevata nell'utile/perdita dell'esercizio e viene ripristinata in presenza di una variazione positiva delle stime utilizzate per calcolare il valore recuperabile.

ATTIVITÀ FINANZIARIE

Le attività finanziarie sono rilevate tra le attività correnti e non correnti sulla base della loro scadenza e delle previsioni riguardo al tempo in cui saranno convertite in attività monetarie.

Le attività finanziarie della Società includono i crediti ed i finanziamenti e le attività finanziarie disponibili per la vendita (diverse dai titoli rappresentativi di quote di partecipazione nel capitale di una società). Gli Amministratori decidono la classificazione delle singole attività finanziarie al momento della loro contabilizzazione iniziale.



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

(a) Crediti e finanziamenti

I crediti ed i finanziamenti sono costituiti da attività finanziarie non derivate con scadenze fisse o determinabili, che non risultano negoziate in mercati attivi. Essi sono inclusi nelle attività correnti, ad eccezione di quelle attività scadenti oltre i dodici mesi successivi alla data di bilancio, che vengono classificati nelle attività non correnti.

Successivamente alla rilevazione iniziale, i crediti ed i finanziamenti sono misurati secondo il criterio del costo ammortizzato, utilizzando il metodo del tasso di interesse effettivo. Eventuali perdite di valore sono rilevate a Conto Economico in contropartita del valore dell'attività stessa.

Il valore delle attività precedentemente ridotto per perdite di valore è ripristinato quando vengono meno le circostanze che ne avevano comportato la svalutazione.

(b) Attività finanziarie disponibili per la vendita

Le attività finanziarie disponibili per la vendita rappresentano una categoria residuale costituita da strumenti finanziari non derivati designati in questa voce dagli Amministratori o che non sono attribuibili a nessuna delle altre categorie di investimenti finanziari sopra descritte. Tali attività vengono incluse nelle attività non correnti, a meno che gli Amministratori non intendano cederle nei dodici mesi successivi alla data di bilancio.

Le attività finanziarie, indipendentemente dal comparto di classificazione, sono inizialmente contabilizzate al *fair value*, incrementato dei costi accessori di acquisto.

Successivamente alla rilevazione iniziale, le attività finanziarie disponibili per la vendita sono contabilizzate al *fair value*. Le variazioni nel *fair value* vengono contabilizzate in una specifica riserva di patrimonio netto. Tali variazioni vengono riversate a Conto Economico solo nel momento in cui l'attività finanziaria viene effettivamente ceduta, o, nel caso di variazioni negative, quando si evidenziano perdite per riduzione di valore sospesa a patrimonio netto non potrà essere recuperata.

Il *fair value* delle attività finanziarie quotate è basato sui prezzi di quotazione in mercati attivi. Se non esiste un mercato attivo per un'attività finanziaria (e per i titoli non negoziati in un mercato organizzato), la Società determina il valore equo usando delle tecniche di valutazione, tra le quali l'utilizzo di recenti transazioni a condizioni di mercato, il riferimento ad altri strumenti finanziari con caratteristiche sostanzialmente uguali e l'esecuzione di analisi dei flussi di cassa attualizzati adattati per riflettere le specifiche caratteristiche e circostanze dell'emittente.

Per le attività finanziarie disponibili per la vendita denominate dalla Società, costituite da quote di OICR, il valore equo non può essere determinato in modo attendibile; pertanto, sono valutate al costo eventualmente ridotto per perdite di valore.

Le perdite per riduzione di valore delle attività finanziarie disponibili per la vendita sono rilevate riclassificando l'ammontare della perdita complessiva cumulata nella riserva di valutazione al *fair value* del patrimonio netto all'utile(perdita) dell'esercizio. Tale perdita complessiva è pari alla differenza tra il costo di acquisizione, al netto di eventuali rimborsi della quota capitale e dell'ammortamento, e il *fair value* corrente, dedotta qualsiasi perdita per riduzione di valore precedentemente rilevata nell'utile(perdita) dell'esercizio.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE RES S.P.A. E C.

Il valore delle attività precedentemente ridotto per perdite di valore è ripristinato quando vengono meno le circostanze che ne avevano comportato la svalutazione e con imputazione a conto economico, nel caso di crediti o titoli di debito ed a patrimonio netto nel caso di titoli di capitale. Le cessioni sono rilevate quando i diritti a ricevere flussi di cassa associati alle attività finanziarie sono scaduti o sono stati trasferiti a terzi e la Società ha sostanzialmente trasferito anche tutti i rischi ed i benefici legati alla titolarità delle stesse attività.

CREDITI COMMERCIALI E ALTRI CREDITI CORRENTI E NON CORRENTI

I crediti commerciali e gli altri crediti sono costituiti da attività finanziarie non derivate con scadenze fisse o determinabili, che non risultano negoziate in mercati attivi. Essi sono inclusi nelle attività correnti, ad eccezione di quelle attività scadenti oltre i dodici mesi successivi alla data di bilancio, che vengono classificati nelle attività non correnti.

Successivamente alla rilevazione iniziale, i crediti commerciali e gli altri crediti sono misurati secondo il criterio del costo ammortizzato, utilizzando il metodo del tasso di interesse effettivo. Eventuali perdite di valore di crediti commerciali o altri crediti sono rilevate a Conto Economico in contropartita del valore dell'attività stessa quando sussiste un'oggettiva evidenza che la Società non sarà in grado di incassare l'intero ammontare del credito originariamente dovuto. L'importo dell'accantonamento è pari alla differenza tra il valore di iscrizione del credito ed il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi, calcolato utilizzando il tasso di interesse effettivo.

Il valore delle attività precedentemente ridotto per perdite di valore è ripristinato quando vengono meno le circostanze che ne avevano comportato la svalutazione.

In applicazione dello IAS 39, il credito ceduto è eliminato contabilmente se la cessione prevede il trasferimento totale dei rischi e benefici connessi (diritti contrattuali a ricevere i flussi dell'attività finanziaria). La differenza fra il valore contabile dell'attività ceduta e il corrispettivo ricevuto è rilevata a conto economico.

DISPONIBILITÀ LIQUIDE E MEZZI EQUIVALENTI

Le disponibilità liquide comprendono il denaro e i valori in cassa e i saldi attivi dei conti correnti e depositi bancari a vista e sono valutate al *fair value*, generalmente coincidente con il valore nominale in quanto soggetti ad un rischio non significativo di variazione di valore.

DEBITI VERSO BANCHE, DEBITI COMMERCIALI E ALTRI DEBITI

I debiti verso banche, i debiti commerciali e gli altri debiti sono inizialmente iscritti al valore equo, normalmente pari al valore nominale, al netto di sconti, resi o rettifiche di fatturazione e di tutti i costi accessori di diretta imputazione, e sono successivamente misurati al costo ammortizzato.

Le passività finanziarie sono classificate come passività correnti, a meno che la Società non disponga del diritto incondizionato di effettuare il rimborso della passività oltre i dodici mesi successivi la data di bilancio; in questo caso viene classificata come passività corrente solo la quota di debito scadente entro i dodici mesi successivi a tale data.



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

CANCELLAZIONE DI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE

Attività finanziarie

Un'attività finanziaria (o, ove applicabile, parte di un'attività finanziaria o parti di un gruppo di attività finanziarie simili) viene cancellata dal bilancio quando:

- i diritti a ricevere flussi finanziari dall'attività sono estinti;
- la Società conserva il diritto a ricevere flussi finanziari dall'attività, ma ha assunto l'obbligo contrattuale di corrisponderli interamente e senza ritardi a una terza parte;
- la Società ha trasferito il diritto a ricevere flussi finanziari dall'attività e (a) ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi e benefici della proprietà dell'attività finanziaria, oppure (b) non ha trasferito né trattenuto sostanzialmente tutti i rischi e benefici dell'attività, ma ha trasferito il controllo della stessa.

Nei casi in cui la Società abbia trasferito i diritti a ricevere flussi finanziari da un'attività e non abbia né trasferito né trattenuto sostanzialmente tutti i rischi e benefici o non abbia perso il controllo sulla stessa, l'attività viene rilevata nel bilancio nella misura del suo coinvolgimento residuo nell'attività stessa. Il coinvolgimento residuo che prende la forma di una garanzia sull'attività trasferita, viene valutato al minore tra il valore contabile iniziale dell'attività e il valore massimo del corrispettivo che la Società potrebbe essere tenuta a corrispondere.

Passività finanziarie

Una passività finanziaria viene cancellata dal bilancio quando l'obbligo sottostante la passività è estinto, o annullato o adempiuto.

Nei casi in cui una passività finanziaria esistente è sostituita da un'altra dello stesso prestatore, a condizioni sostanzialmente diverse, oppure le condizioni di una passività esistente vengono sostanzialmente modificate, tale scambio o modifica viene trattata come una cancellazione contabile della passività originale e la rilevazione di una nuova passività, con iscrizione a conto economico di eventuali differenze tra i valori contabili.

RICONOSCIMENTO DEI RICAVI E DEI COSTI

I ricavi e i costi sono contabilizzati come segue:

(i) Ricavi di locazione

I ricavi derivanti dalla locazione di immobili vengono contabilizzati a quote costanti lungo la durata del contratto di locazione.

I ricavi di locazione comprendono anche gli importi riconosciuti dai venditori di immobili a titolo di rendita garantita.

(ii) Ricavi di vendita di immobili

I ricavi provenienti dalla vendita di immobili sono contabilizzati al conto economico al momento del

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

trasferimento all'acquirente dei relativi rischi e benefici connessi alla proprietà, trasferimento che avviene normalmente alla data di stipula del rogito notarile.

(iii) Costi generali e amministrativi ed altri costi ed oneri

I costi generali e amministrativi derivanti da prestazioni di servizi sono rilevati in base allo stato di avanzamento della prestazione alla data di chiusura dell'esercizio. Lo stato di avanzamento viene determinato sulla base delle valutazioni del lavoro svolto. Quando i servizi previsti da un unico contratto sono resi in esercizi diversi, il corrispettivo viene ripartito tra i singoli servizi in base al relativo *fair value*.

PROVENTI E ONERI FINANZIARI, PROVENTI DA COLLEGATE

I proventi e gli oneri finanziari vengono contabilizzati sulla base del criterio della competenza temporale, utilizzando (ove applicabile) il metodo del tasso di interesse effettivo.

I proventi e gli oneri finanziari includono gli effetti derivanti dall'attualizzazione dei crediti e dei debiti in applicazione dello IAS 39.

I dividendi sono contabilizzati quando sorge il diritto a ricevere il pagamento degli stessi.

IMPOSTE SUL REDDITO

L'onere fiscale dell'esercizio comprende le imposte correnti e differite rilevate nell'utile o perdita dell'esercizio, fatta eccezione per quelli relativi ad aggregazioni aziendali o voci rilevate direttamente nel patrimonio netto o tra le altre componenti del conto economico complessivo.

Le imposte correnti sono basate sul risultato imponibile dell'esercizio. Il reddito imponibile si discosta dal risultato riportato nel conto economico poiché esclude componenti positive e negative che saranno tassabili o deducibili in altri esercizi, ed esclude voci che non saranno mai tassabili o deducibili. La passività per imposte correnti è calcolata utilizzando le aliquote vigenti o di fatto vigenti alla data di bilancio.

Le passività fiscali differite sono generalmente rilevate per tutte le differenze temporanee imponibili, mentre le attività fiscali differite sono rilevate nella misura in cui si ritenga probabile che vi saranno risultati fiscali imponibili in futuro, che consentano l'utilizzo delle differenze temporanee deducibili. In particolare, il valore contabile delle attività fiscali differite è rivisto ad ogni chiusura di bilancio sulla base delle previsioni aggiornate dei redditi imponibili futuri.

Le attività e le passività per imposte differite sono calcolate in base all'aliquota fiscale che si prevede sarà in vigore al momento del realizzo dell'attività o dell'estinzione della passività, tenendo in considerazione le aliquote fiscali vigenti alla data di chiusura dell'esercizio.

Le attività e le passività fiscali differite sono compensate quando vi è un diritto legale a compensare le imposte correnti attive e passive e quando si riferiscono ad imposte dovute alla stessa autorità fiscale e la Società intende liquidare le attività e le passività fiscali correnti su base netta.



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A. I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

UTILE PER QUOTA

L'utile base per quota è calcolato dividendo l'utile o la perdita per l'unica quota attribuibile al possessore Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Caravaggio di Sorgente SGR". Non sono presenti elementi che possano incidere sul calcolo dell'utile diluito per quota.

STIME E ASSUNZIONI

La redazione del Bilancio ha richiesto, da parte della Società, l'effettuazione di stime e di assunzioni che hanno effetto sui valori delle attività e delle passività, dei costi e dei ricavi rilevati in bilancio e sull'informativa relativa ad attività e passività potenziali alla data di chiusura degli esercizi di riferimento. I risultati che si consuntiveranno potrebbero differire da tali stime. Le stime sono utilizzate per rilevare gli effetti delle perdite di valore delle attività, il *fair value* degli investimenti immobiliari e le imposte. Le stime e le assunzioni sono riviste periodicamente e gli effetti di ogni variazione sono riflessi nel conto economico dell'esercizio in cui è effettuata la variazione delle stime e negli esercizi futuri.

Principi contabili, modifiche e interpretazioni non ancora applicabili e non adottati in via anticipata dalla Società

Di seguito sono indicati i principi contabili internazionali, le interpretazioni, le modifiche a esistenti principi contabili e interpretazioni, ovvero specifiche previsioni contenute nei principi e nelle interpretazioni approvati dallo IASB, con indicazione di quelli omologati o non omologati per l'adozione in Europa alla Data del Documento:

Descrizione	Omologato alla data del presente documento	Data di entrata in vigore
Modifiche allo IAS 32 Strumenti finanziari: esposizione in bilancio - Compensazione di attività e passività finanziarie	13-dic-12	1° gennaio 2014
IFRS 10 Bilancio consolidato	11-dic-12	1° gennaio 2014 (per lo IASB: 1° gennaio 2013)
IFRS 11 Accordi a controllo congiunto	11-dic-12	1° gennaio 2014 (per lo IASB: 1° gennaio 2013)
IFRS 12 Informativa sulle partecipazioni in altre entità	11-dic-12	1° gennaio 2014 (per lo IASB: 1° gennaio 2013)
IAS 27 (2011) Bilancio separato	11-dic-12	1° gennaio 2014 (per lo IASB: 1° gennaio 2013)
IAS 28 (2011) Partecipazioni in società collegate e joint venture	11-dic-12	1° gennaio 2014 (per lo IASB: 1° gennaio 2013)
Guida alle disposizioni transitorie (Modifiche all'IFRS 10, all'IFRS 11 e all'IFRS 12)	4-apr-13	1° gennaio 2014 (per lo IASB: 1° gennaio 2013)
Entità d'investimento (Modifiche all'IFRS 10, IFRS 12 e allo IAS 27)	20-nov-13	1° gennaio 2014

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Descrizione	Omologato alla data del presente documento	
	Data di entrata in vigore	
Informazioni integrative sul valore recuperabile delle attività non finanziarie (modifiche allo IAS 36)	19-dic-13	1° gennaio 2014
Novazione di derivati e continuazione della contabilizzazione di copertura (modifica allo IAS 39)	19-dic-13	1° gennaio 2014
Amendments		
Defined Benefit Plans: Employer Contributions (Amendments to IAS 19)	NO	1° luglio 2014
Annual Improvements to IFRSs (2010-2012 Cycle)	NO	1° luglio 2014
Annual Improvements to IFRSs (2011-2013 Cycle)	NO	1° luglio 2014
Interpretation		
IFRIC Interpretation 21 Levies	NO	1° gennaio 2014

L'applicazione di tali principi non avrà effetti significativi sul proprio bilancio.

Si precisa che non sono stati applicati anticipatamente principi contabili e/o interpretazioni la cui applicazione sarebbe risultata obbligatoria per periodi che iniziano successivamente al 1° gennaio 2011, 2012, 2013.

NOTE ALLE VOCI PATRIMONIALI

ATTIVITA' NON CORRENTI

1. Investimenti immobiliari

Gli investimenti immobiliari si riferiscono ad un unico immobile di proprietà della Società sito in Milano, Via del Senato n. 28.

Di seguito si riporta il dettaglio della voce "Investimenti immobiliari" al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011:

Investimenti immobiliari	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Saldo alla fine del precedente esercizio	25.180	25.780	25.900
Costi incrementativi	-	-	27
Svalutazioni nette rilevate a conto economico	(80)	(600)	(147)
Totale	25.100	25.180	25.780



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Le svalutazioni nette rilevate a conto economico operate fanno riferimento alle rettifiche effettuate nell'esercizio di riferimento nel valore degli immobili, al fine di adeguare lo stesso al valore equo.

La relativa svalutazione è evidenziata nel conto economico nella voce "Svalutazioni di immobili" per l'esercizio di competenza.

Sull'immobile di proprietà della Società è stata iscritta dal 2006 un'ipoteca di 100 milioni di Euro a seguito dell'ottenimento di un finanziamento da parte del socio accomandante Fondo Caravaggio. Tale finanziamento era stato richiesto dal Fondo per l'acquisto di più immobili e l'ipoteca suddetta grava sia sugli immobili acquistati che sull'immobile di proprietà di Suites. Il valore originario del finanziamento richiesto dal fondo Caravaggio era pari ad Euro 50 milioni e al 31 dicembre 2013 il debito residuo è pari ad Euro 28,4 milioni. I canoni di locazione dell'immobile garantiscono inoltre l'adempimento del finanziamento da parte del Fondo Caravaggio.

Informazioni sul patrimonio immobiliare

Nella tabella sottostante vengono riportati i dati del patrimonio immobiliare al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 con il relativo criterio di contabilizzazione, confrontati con i valori di mercato alle rispettive date.

Anno	Categoria	Destinazione	Valore contabile	Criterio di contabilizzazione	Fair Value	Data ultima perizia
2011	Investimenti immobiliari	Uffici	25.780	IAS 40 - Valore equo (fair value)	25.780	31.12.2011
2012			25.180		25.180	31.12.2012
2013			25.100		25.100	31.12.2013

2. Partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto

La voce include la partecipazione del 25% nella società collegata Covvi S.C.a.R.L., valutata con il metodo del patrimonio netto.

La Suites ha inoltre concesso alla collegata un finanziamento infruttifero di interessi per il quale è stato calcolato il costo ammortizzato.

In relazione ai risultati realizzati dalla collegata, nel 2012, la partecipazione ed il finanziamento concesso sono stati svalutati al fine di riflettere la perdita di valore dell'investimento.

Si riporta, di seguito, il riepilogo del valore di bilancio della partecipazione al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011, con indicazione delle attività, passività, costi e ricavi relativi alla collegata.

	Sede	Paese	% di possesso	Capitale sociale	Valore	Ricavi	Utile (Perdita) dell'esercizio	Totale Attività	Totale Passività	Valore di Bilancio al 31 dicembre 2013
Partecipazioni in società collegate										
Denominazione										
COVVI S.C.A.R.L.	Roma	Italia	25%	100	1.000	250	13	233	208	6

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE RES S.P.A. E C.

Totale											8
--------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	---

	Sede	Paese	% di possesso	Capitale sociale	Valuta	Ricavi	Utile/(Perdita) dell'esercizio	Totale Attività	Totale Passività	Valore di bilancio al 31 dicembre 2012
Partecipazioni in società collegate										
Denominazione										
COVIL S.C.A.R.L.	Roma	Italia	25%	10	Euro	250	(25)	245	245	0
Totale										0
	Sede	Paese	% di possesso	Capitale sociale	Valuta	Ricavi	Utile/(Perdita) dell'esercizio	Totale Attività	Totale Passività	Valore di bilancio al 31 dicembre 2011
Partecipazioni in società collegate										
Denominazione										
COVIL S.C.A.R.L.	Roma	Italia	25%	10	Euro	200	145	295	295	3
Totale										3

Si riporta, nel seguito, la movimentazione del finanziamento nel corso degli esercizi 2013, 2012 e 2011:

**Finanziamenti
a società collegate**

Saldo al 1° gennaio 2011	49
Adeguamento costo ammortizzato	2
Saldo al 31 dicembre 2011	52
Adeguamento costo ammortizzato	3
Svalutazioni	(2)
Saldo al 31 dicembre 2012	52
Adeguamento costo ammortizzato	3
Rinuncia finanziamento	(5)
Nuove erogazioni	2
Saldo al 31 dicembre 2013	52

17

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

3. Altre Attività finanziarie

Si espone di seguito il dettaglio delle altre attività finanziarie correnti e non correnti.

	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Altre attività finanziarie non correnti			
Quote di OICR	881	1.172	1.278
Finanziamento a Cossil S.c.a.r.l.	52	52	52
Totale	933	1.223	1.330
	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Altre attività finanziarie correnti			
Altri crediti	-	58	167
Totale	-	58	167

Le quote di OICR si riferiscono a quattro quote detenute nel Fondo comune di investimento immobiliare chiuso "Vesta". Tali quote rientrano nella categoria delle attività finanziarie disponibili per la vendita e sono valutate al costo di acquisto in quanto non si ritiene che il *fair value* possa essere determinato in modo attendibile.

Il valore contabile di tali quote risente delle svalutazioni per *impairment* effettuate nell'esercizio 2013 per Euro 291 mila, nell'esercizio 2012 per Euro 58 mila e nell'esercizio 2011 per Euro 175 mila. L'ulteriore riduzione registrata nel 2012 si riferisce al parziale rimborso del valore nominale per Euro 49 mila.

Le svalutazioni operate negli esercizi 2011, 2012 e 2013 sono state operate facendo riferimento alle ultime informazioni finanziarie disponibili riguardanti il Fondo Domus Vesta.

Per quanto concerne il Finanziamento a Cossil Scarl, si rimanda a quanto commentato nel paragrafo "Partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto".

La voce "Altri crediti" si riferisce a n. 1.015.000 obbligazioni Lehman Brothers in default. Nell'esercizio 2008, i titoli sono stati oggetto di *impairment*, e sono stati adeguati al valore ritenuto recuperabile (valore unitario di mercato di Euro 16,50). Al 31 dicembre 2012, il decremento, pari ad Euro 109 mila, è riconducibile a rimborsi intervenuti nel corso dell'esercizio. Il residuo importo pari ad Euro 58 mila, è stato interamente incassato nel corso del 2013, realizzando, inoltre tra l'altro, un provento straordinario pari ad Euro 59 mila contabilizzato tra i proventi finanziari nell'esercizio 2013.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

ATTIVITA' CORRENTI**4. Crediti commerciali ed Altri Crediti**

Si riporta di seguito il dettaglio della voce "Crediti commerciali e Altri Crediti" al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011:

	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Crediti verso Erario per IVA	-	2	2
Crediti verso Sorgente REM	16	-	-
Altri Crediti	6	7	6
Totale	21	9	8

I crediti verso Sorgente REM si riferiscono a note di credito ricevute per l'attività di *property management*.

Gli altri crediti si riferiscono a risconti attivi sull'assicurazione dell'immobile.

5. Disponibilità liquide e mezzi equivalenti

Di seguito si riporta il dettaglio della voce "Disponibilità liquide e mezzi equivalenti" al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011:

	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Depositi bancari	387	2.648	1.273
Denaro e valori in cassa	1	1	1
Totale	388	2.649	1.274

La voce "Denaro e valori in cassa" comprende la dotazione di contanti della piccola cassa presso la sede sociale mentre la voce Depositi bancari comprende le giacenze sui conti correnti presso le banche.

La significativa riduzione avvenuta nel 2013 alla risente della distribuzione di dividendi per Euro 3.500 mila al socio accomandante Fondo Caravaggio, parzialmente compensata dall'effetto positivo dell'incasso dei canoni di locazione.

PATRIMONIO NETTO**6. Patrimonio Netto**

La movimentazione del patrimonio netto dal 1° gennaio 2011 al 31 dicembre 2013 è riportata negli schemi del presente bilancio ai quali si rinvia per il dettaglio.

Si precisa che, il capitale sociale è pari ad Euro 414 mila, è costituito da una sola quota e non ha subito variazioni nel corso dei periodi considerati.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

L'unico socio accomandante è il Fondo Immobiliare Caravaggio di Sorgente SGR. Il Fondo Immobiliare ha versato l'intero capitale sociale.

Sorgente Real Estate Management S.p.A. è socio accomandatario d'opera.

Le riserve sono pari ad Euro 24.172 mila al 31 dicembre 2013, ad Euro 27.100 mila al 31 dicembre 2012 e ad Euro 26.186 mila al 31 dicembre 2011. Gli incrementi intervenuti nella voce in oggetto negli esercizi 2011, 2012 e 2013 fanno riferimento alla destinazione dell'utile dell'esercizio precedente. Nel 2013, inoltre, la Società ha deliberato di distribuire gli utili portati a nuovo per Euro 3.500 mila. Precisiamo che la voce comprende gli effetti della prima applicazione IAS/IFRS per il cui dettaglio si rimanda al "Prospetto di riconciliazione" riportati nel paragrafo relativo all'"Adozione dei principi contabili IAS/IFRS" al fine di illustrare gli effetti del passaggio ai predetti principi contabili sulla situazione patrimoniale-finanziaria, sull'andamento economico e sui flussi di cassa presentati.

PASSIVITA' NON CORRENTI

7. Imposte differite

Tale voce include il saldo relativo alle passività per imposte differite derivanti dalle differenze temporanee tra il valore attribuito ad un'attività o passività in bilancio e il valore attribuito a quella stessa attività o passività ai fini fiscali a fronte della presenza di elementi di futura deducibilità e imponibilità fiscale.

Precisiamo che, data la natura giuridica della Società, i valori si riferiscono esclusivamente all'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (IRAP) per l'effetto fiscale connesso all'adeguamento al valore equo degli investimenti immobiliari.

La composizione per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 è riportata nella seguente tabella:

	Esercizio 2013		Esercizio 2012		Esercizio 2011	
	Ammontare differenze temporanee	Effetto Fiscale 4,82%	Ammontare differenze temporanee	Effetto Fiscale 4,82%	Ammontare differenze temporanee	Effetto Fiscale 4,82%
Investimenti immobiliari	21.194	1.022	21.274	1.025	21.874	1.054
Totale passività per imposte differite	21.194	1.022	21.274	1.025	21.874	1.054
Imposte differite nette		1.022		1.025		1.054

PASSIVITA' CORRENTI

8. Debiti commerciali e altri debiti

La voce "Debiti commerciali e altri debiti" ammonta ad Euro 5 mila al 31 dicembre 2013, Euro 5 mila al 31 dicembre 2012 e Euro 10 mila al 31 dicembre 2011 e si riferisce, principalmente ai debiti verso Sorgente Real Estate Management S.p.A. maturati in ragione del contratto di *property management*. La voce accoglie (oltre) debiti verso l'Erario per Iva e ritenute su redditi da lavoro autonomo.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

NOTE ALLE VOCI ECONOMICHE

9. Ricavi netti di locazione

	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Canoni di locazione	1.344	1.325	1.292
Totale ricavi di locazione	1.344	1.325	1.292
Imposta municipale unica (1)	(73)	(70)	(4)
Imposta di registro	(13)	(13)	(13)
Assicurazioni	(6)	(6)	(6)
Mantenzioni	(2)	-	-
Costi di <i>property management</i>	(40)	(40)	(41)
Rimborsi spese	7	7	7
Totale costi inerenti il patrimonio immobiliare	(128)	(122)	(58)
Totale ricavi netti di locazione	1.216	1.203	1.233

(1) Imposta Comunale sugli Immobili per il 2011

I ricavi per canoni di locazione fanno riferimento ad un unico contratto di locazione. La variazione positiva intervenuta nel corso degli esercizi è dovuta agli incrementi ISTAT previsti contrattualmente.

I costi hanno subito un incremento nell'esercizio 2012, rispetto all'esercizio 2011 di Euro 64 mila essenzialmente per effetto dell'entrata in vigore dell'Imposta Municipale Unica in luogo dell'Imposta Comunale sugli Immobili che ha comportato un aggravio dell'onere fiscale sugli immobili.

I costi di *Property Management* si riferiscono al contratto sottoscritto con Sorgente Real Estate Management S.p.A. Nel 2013 tali costi sono stati sostenuti direttamente dal Fondo Caravaggio per conto della controllata e, pertanto, sono stati contabilizzati in contropartita di riserve di capitale, considerando la sostanza economica dell'operazione.

Per quanto riguarda la distinzione dei ricavi per area geografica, si precisa che i ricavi sono tutti realizzati in Italia e si riferiscono a canoni di locazione percepiti da un unico locatario avente la propria sede sociale in Italia.



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

10. Costi generali e amministrativi, altri costi ed oneri

Si espone di seguito il dettaglio della voce per gli esercizi 2013, 2012 e 2011:

	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Consulenze amministrative e fiscali	(10)	(0)	(0)
Consulenze notarili	(2)	-	-
Compensi Amministratore	(2)	(6)	(6)
Contributi previdenziali amministratore	(0)	(1)	(1)
Costi generali e amministrativi	(14)	(7)	(7)
	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Altri costi vari	(5)	-	(3)
Altre imposte e tasse deducibili	(3)	(4)	(1)
Altri costi ed Oneri	(8)	(4)	(4)

11. Svalutazione di immobili

Si rinvia a quanto precedentemente commentato nel paragrafo "Investimenti Immobiliari".

12. Proventi ed Oneri Finanziari

Si espone di seguito il dettaglio della voce per gli esercizi 2013, 2012 e 2011:

	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Proventi finanziari da crediti	59	-	-
Interessi attivi su c/c bancari	27	33	7
Altri proventi finanziari da collegate	3	3	6
Totale Proventi Finanziari	89	36	13
Svalutazione quote di OICR	(291)	(58)	(175)
Commissioni e spese bancarie	(2)	(1)	(1)
Interessi passivi su finanziamenti da soci	-	-	(2)
Totale Oneri finanziari	(292)	(59)	(178)
Totale Proventi ed Oneri Finanziari	(204)	(23)	(165)

Le variazioni di maggiore rilevanza nei Proventi ed Oneri Finanziari intervenute nel corso degli esercizi indicati sono riferite alle svalutazioni del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso "Vesta", commentate nel paragrafo "Altre Attività finanziarie" cui si fa rinvio, nonché ai proventi riferiti ai titoli Lehman Brothers commentati nel paragrafo "Altre Attività finanziarie" cui si rinvia.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

13. Quota dei risultati delle partecipazioni in imprese collegate valutate secondo il metodo del patrimonio netto

Si rinvia a quanto precedentemente commentato nel paragrafo "Partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto".

14. Imposte sul reddito

Di seguito si riporta il dettaglio della voce "Imposte sul reddito" per gli esercizi 2013, 2012 e 2011:

	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Imposte correnti	(64)	(61)	-
Imposte differite passive	4	29	7
Totale Imposte dell'esercizio	(60)	(32)	7

Le imposte correnti fanno riferimento all'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (IRAP) a carico della società in ciascun esercizio, in linea con le aliquote in vigore.

Le attività per imposte correnti si riferiscono a crediti tributari di esercizi precedenti mentre le passività per imposte correnti fanno riferimento al carico tributario di ciascun esercizio.

Per ciò che riguarda le imposte differite passive si rimanda a quanto commentato nel paragrafo "Imposte Differite".

Riconciliazione tra onere fiscale da bilancio e onere fiscale teorico (IRAP)

L'onere fiscale teorico coincide con l'onere fiscale effettivo in quanto non sono presenti differenze temporanee deducibili in esercizi successivi.

15. Utile base e diluito

Con riferimento all'informativa richiesta dallo IAS 33, si precisa che il capitale della Società non è rappresentato da azioni ordinarie bensì, trattandosi di società in accomandita semplice, da una sola quota. Non esistono inoltre effetti diluitivi. L'informativa pertanto non è rilevante.

16. Gestione dei rischi finanziari

Le attività svolte dalla Società la espongono ad una serie di rischi finanziari: rischi di mercato, rischi di credito e rischi di liquidità.

(a) Rischio di mercato

i. Rischio relativo al valore degli immobili

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Gli investimenti immobiliari sono valutati al *fair value* e le variazioni sono contabilizzate a conto economico; le oscillazioni del mercato immobiliare, pertanto, possono influenzare anche significativamente i risultati economici della Società.

Il mercato immobiliare è soggetto ad un andamento ciclico dei valori degli affitti e dei prezzi degli immobili; la durata dei cicli è variabile, ma comunque di norma sempre pluriennale.

I fattori macroeconomici che maggiormente influenzano i valori immobiliari e quindi determinano l'andamento dei cicli sono i seguenti:

- Andamento dei tassi di interesse.
- Liquidità presente sul mercato e presenza di investimenti alternativi remunerativi.
- Crescita economica.

Bassi tassi di interesse, elevata liquidità presente sul mercato e mancanza di investimenti alternativi remunerativi si accompagnano, di norma, ad una crescita dei valori immobiliari.

La crescita economica, soprattutto nel comparto degli uffici in cui opera la Società, influisce positivamente sulla domanda di spazi in locazione e sul livello degli affitti e, conseguentemente, esercita un effetto positivo sul prezzo degli immobili. E' necessario osservare, però, che nel medio periodo la crescita economica genera normalmente un aumento dell'inflazione e quindi dei tassi di interesse, favorendo altresì l'individuazione di alternative di investimento remunerative, fattori questi che contribuiscono a ridurre le quotazioni dei prezzi degli immobili.

Si ritiene tale rischio comunque contenuto, in considerazione dei seguenti fattori:

- Il contratto di locazione dell'immobile è di lunga durata ed è stipulato con un conduttore di elevato standing, ciò consente di mitigare gli effetti di una riduzione degli affitti di mercato e la conseguente riduzione dei prezzi degli immobili;
- L'immobile è situato in una delle principali città italiane (Milano) caratterizzate da una strutturale carenza di offerta di uffici di buona qualità;
- L'immobile è interamente locato quindi il "vacancy rate" è pari a zero, evitando così il rischio di riaffitto in fasi di limitata domanda di spazi per la locazione.

II. - Rischio connessi all'andamento dei tassi d'interesse

La politica della Società è di minimizzare il più possibile il rischio legato ai tassi d'interesse, in modo da restare esposta in maniera sostanziale solo ai rischi legati all'attività immobiliare. La Società non ha stipulato contratti di finanziamento o contratti derivati.

(b) Rischio di cambio

Negli esercizi 2013, 2012 e 2011 la Società ha operato esclusivamente in Euro e non è pertanto esposta al rischio cambio.

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

(c) Rischio di credito

Si riporta nel seguito una tabella che riassume l'esposizione massima della società al rischio di credito.

	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2013	2012	2011
Crediti commerciali e altri crediti	21	9	8
Crediti verso collegate	52	52	52
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	388	2.649	1.274
Totale	461	2.710	1.334

Le prospettive di recuperabilità dei crediti sono valutate posizione per posizione.

Non sono presenti crediti ancora da incassare nei confronti dell'inquilino dell'immobile. Con riferimento a tali crediti, la Società non ritiene di essere soggetta a significativi rischi di credito, in quanto il conduttore è stato selezionato sulla base della sua affidabilità creditizia e storicamente non ha mai fatto registrare ritardi nei pagamenti.

Con riferimento ai crediti commerciali e agli altri crediti, si evidenzia che non presentano problematiche di recuperabilità in quanto, nel 2013, sono costituiti principalmente da crediti nei confronti del Fondo Caravaggio (16 mila Euro) e per la quota restante, in analogia con gli esercizi precedenti, sostanzialmente da riscatti attivi.

La Società non ritiene sussistano problematiche di recuperabilità dei crediti residui verso la collegata Covil scari in quanto la società ha un patrimonio netto ed una redditività tali da consentire il pagamento del finanziamento concesso.

Con riferimento ai depositi bancari, si segnala che la Società opera, su base continuativa e duratura, con controparti di primario standing, limitando il connesso rischio di credito.

Si rileva una concentrazione del rischio di credito in relazione all'esistenza di un unico inquilino.

(d) Rischio di liquidità

Il rischio di liquidità si può manifestare con la difficoltà ad adempiere alle obbligazioni associate a passività finanziarie.

La Società non ha stipulato finanziamenti e tutti i debiti della Società sono classificati come correnti e sono di ammontare tale da poter essere fronteggiati con le disponibilità liquide esistenti.

Livelli gerarchici di determinazione del fair value

Con riferimento agli strumenti finanziari rilevati nella situazione patrimoniale e finanziaria al fair value, l'IFRS 13 richiede che detti valori siano classificati sulla base di una gerarchia di livelli che rifletta la significatività degli input utilizzati nella determinazione del fair value.



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Si distinguono i seguenti livelli:

Livello 1- prezzi quotati (non rettificati) in mercati attivi per attività o passività valutazione identiche a cui l'entità può accedere alla data di valutazione;

Livello 2- input diversi dai prezzi quotati di cui al punto precedente, che sono osservabili direttamente o indirettamente per l'attività o per la passività;

Livello 3-input non osservabili per l'attività o la passività.

In bilancio le valutazioni del *fair value* degli investimenti immobiliari sono classificabili nel livello 3. Aggiungiamo che, il *fair value* degli immobili in portafoglio si basa su valori di mercato e la valutazione viene effettuata semestralmente da un esperto indipendente secondo il metodo del DCF che attualizza i flussi di cassa futuri determinati, prima dai canoni effettivi e, a scadenza, dai canoni ritenuti ragionevoli in base alla situazione di mercato e lo stato in cui si trova l'immobile.

Le valutazioni delle quote di OICR sottoscritte dalla Società e dei crediti verso la collegata sono classificabili all'interno del livello 3 della presente gerarchia di *fair value*.

17. Attività finanziarie per categoria

Le tabelle seguenti forniscono una ripartizione delle attività e passività finanziarie per categoria al 31 dicembre 2013, al 31 dicembre 2012 e al 31 dicembre 2011:

	Al 31 dicembre 2013			Totale
	Finanziamenti e crediti	Attività finanziarie disponibili per la vendita	Passività finanziarie al costo ammortizzato	
Altre attività finanziarie-non correnti	52	881		933
Altre attività finanziarie-correnti	-			-
Crediti per imposte correnti	17			17
Crediti commerciali e altri crediti	21			21
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	388			388
Totale	470	881	-	1.360
Passività per imposte correnti			3	3
Debiti commerciali e altri debiti			4	4
Totale	-	-	8	8

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Al 31 dicembre 2012				
	Finanziamenti e crediti	Attività finanziarie disponibili per la vendita	Passività finanziarie al costo ammortizzato	Totale
Altre attività finanziarie-non correnti	32	1.172		1.223
Altre attività finanziarie-correnti	58			58
Crediti per imposte correnti	17			17
Crediti commerciali e altri crediti	9			9
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	2.649			2.649
Totale	2.786	1.172	-	3.957
Passività per imposte correnti			61	61
Debiti commerciali e altri debiti			5	5
Totale	-	-	66	66

Al 31 dicembre 2011				
	Finanziamenti e crediti	Attività finanziarie disponibili per la vendita	Passività finanziarie al costo ammortizzato	Totale
Altre attività finanziarie-non correnti	52	1.278		1.330
Altre attività finanziarie-correnti	167			167
Crediti per imposte correnti	17			17
Crediti commerciali e altri crediti	8			8
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	1.274			1.274
Totale	1.518	1.278	-	2.796
Passività per imposte correnti			-	-
Debiti commerciali e altri debiti			10	10
Totale	-	-	10	10

18. Informativa per settori operativi

La Società svolge esclusivamente attività immobiliare.

La Società ha un unico settore operativo in quanto detiene un unico immobile locato, classificato tra gli investimenti immobiliari, sito in Italia e destinato ad uso uffici. I ricavi iscritti in bilancio sono quindi tutti riconducibili a tale settore.

19. Garanzie prestate, impegni e passività potenziali



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Garanzie

Si fa rinvio a quanto commentato nel paragrafo "Investimenti Immobiliari".

Impegni

Al 31 dicembre 2013 la società non ha in essere impegni.

Passività potenziali

I periodi di imposta ancora accertabili, al 31 dicembre 2013, sono relativi agli anni 2009-2013.

20. Altre informazioni

20.1 Rapporti con parti correlate

Di seguito si riporta la sintesi dei rapporti con parti correlate per gli esercizi 2013, 2012 e 2011 per quanto attiene ai saldi della situazione patrimoniale e finanziaria e del conto economico:

	Altre attività finanziarie			Crediti commerciali			Debiti commerciali			Casi inerenti il patr. imm.			Proventi Finanziari		
	2013	2012	2011	2013	2012	2011	2013	2012	2011	2013	2012	2011	2013	2012	2011
Fondo Cassaggio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(40)	-	-	-	-	-
Consul SICABIL	52	52	52	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	3	6
Segreteria Real Estate Management S.p.A.	-	-	-	10	-	-	-	4	9	(30)	(11)	-	-	-	-
Totale parti correlate	52	52	52	10	0	0	0	4	9	(40)	(40)	(11)	3	3	6
Valore di bilancio	933	1.223	1.330	21	0	0	0	0	10	(120)	(122)	(18)	89	16	13
Incidenza delle parti correlate sul valore di bilancio	5%	4%	4%	7%	0%	0%	0%	2%	0%	31%	32%	7%	3%	7%	44%

21. Eventi ed operazioni significativi non ricorrenti

Non si rilevano eventi ed operazioni significative non ricorrenti intercorse negli esercizi 2013, 2012 e 2011, così come definiti dalla Delibera n.15519 e dalla Comunicazione DEM/6064293 della Consob.

22. Posizioni e transazioni derivanti da operazioni atipiche e/o inusuali

Non si rilevano posizioni e transazioni derivanti da operazioni atipiche e/o inusuali intercorse negli esercizi 2013, 2012 e 2011 così come definite dalla Comunicazione Consob DEM/6037577 del 28 aprile 2006 e DEM/6064293 del 28 luglio 2006.

23. Adozione dei principi contabili IAS/IFRS

La società ha redatto il presente Bilancio secondo i principi contabili internazionali (IAS/IFRS) emanati dall'International Accounting Standard Board (IASB) ed omologati in sede comunitaria, in relazione a quanto previsto dal Regolamento 809/2004/CE unicamente ai fini dell'inserimento degli stessi nel Documento, redatto ai sensi del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

successivamente modificato (il "Regolamento Emittenti") relativo alla prospettata ammissione a quotazione delle azioni Saltes sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (la "Quotazione").

La presente nota fornisce le riconciliazioni e le note esplicative previste dall'IFRS 1-Prima adozione degli IFRS. La data di transizione agli IFRS è il 1° gennaio 2011.

Riconciliazioni richieste dall'IFRS 1

Al fine della presentazione degli effetti di transizione agli IFRS e per soddisfare le regole di informativa dei paragrafi 24 (a) e (b) e 25 dell'IFRS 1 sugli effetti derivanti dalla prima adozione degli IFRS, sono stati predisposti:

- i principi contabili utilizzati e regole applicate in sede di prima applicazione degli IFRS;
- i prospetti di riconciliazione fra il patrimonio netto e il risultato economico rilevati in conformità alle norme di legge che disciplinano il bilancio d'esercizio interpretate ed integrate dai principi contabili predisposti dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, così come modificati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) e dai documenti emessi direttamente dall'OIC e quelli rilevati in conformità agli IFRS alla data di transizione, al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011;
- i commenti ai prospetti di riconciliazione.

Prospetti di bilancio

Per quanto riguarda i nuovi prospetti di bilancio, la Società:

- con riferimento al prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria ha adottato la distinzione "corrente/non corrente" quale metodo di rappresentazione delle attività/passività;
- con riferimento al prospetto di conto economico complessivo è stato adottato uno schema di classificazione dei costi per natura;
- il prospetto di riconciliazione del rendiconto finanziario non viene presentato in quanto gli effetti derivanti dall'applicazione degli IFRS non hanno comportato impatti significativi.

Principi contabili utilizzati e regole applicate in sede di prima applicazione degli IFRS

Le situazioni patrimoniali-finanziarie al 1° gennaio 2011 e al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 ed il conto economico complessivo degli esercizi 2013, 2012 e 2011 elaborati in base agli IFRS sono stati predisposti apportando ai dati consuntivi redatti secondo gli ITA GAAP, le rettifiche e le riclassifiche necessarie per rendere tali documenti contabili conformi ai criteri di presentazione, rilevazione e valutazione previsti dagli IFRS.

Gli effetti derivanti dalla transizione IFRS derivano da cambiamenti di principi contabili e, conseguentemente, come richiesto dall'IFRS 1 sono riflessi sul patrimonio netto iniziale alla data di transizione (1° gennaio 2011).

Nessuna deroga all'applicazione degli IFRS è stata applicata nella redazione dei presenti prospetti.



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Come richiesto dall'IFRS 1, alla data di transizione dei nuovi principi è stata redatta una situazione patrimoniale-finanziaria nella quale:

- sono state rilevate tutte e sole le attività iscrivibili in base ai nuovi principi;
- sono state riclassificate le voci precedentemente indicate in bilancio secondo modalità diverse da quelle previste dagli IFRS;
- sono state rilevate le attività e le passività rilevate ai valori che si sarebbero determinati qualora i nuovi principi fossero sempre stati applicati ad eccezione delle esenzioni/opzioni ammesse dall'IFRS1, di seguito riportate;
- sono state rilevate tutte le rettifiche risultanti dalla prima applicazione degli IFRS con contropartita nel patrimonio netto, tenuto conto del relativo effetto fiscale da iscrivere tra le imposte differite attive o passive.

La rielaborazione della situazione patrimoniale-finanziaria di apertura al 1° gennaio 2011 e dei prospetti contabili al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 ha tra l'altro richiesto di operare le seguenti scelte fra le opzioni previste dagli IFRS:

Trattamenti contabili prescelti nell'ambito delle opzioni contabili previste dagli IFRS:

- valutazione degli Investimenti Immobiliari: successivamente all'iscrizione iniziale al costo, lo IAS 40 prevede che tali attività possano essere valutate al costo o al fair value. La società ha scelto di adottare il fair value.

Prospetti di riconciliazione

Le differenze emergenti dall'applicazione degli IFRS rispetto agli ITA GAAP, nonché le scelte effettuate dalla Società nell'ambito delle opzioni contabili previste dagli IFRS sopra illustrate, comportano una rielaborazione dei dati contabili predisposti secondo la precedente normativa italiana in materia di bilanci con effetti sul patrimonio e sul risultato economico sintetizzati nei prospetti che seguono. Le rettifiche richieste dagli IFRS sono descritte in dettaglio nelle note esplicative presentate nei successivi paragrafi.

Nei prospetti che seguono è riportata la riconciliazione del patrimonio netto alla data di transizione agli IAS/IFRS (1° gennaio 2011) ed alla chiusura degli esercizi 2013, 2012 e 2011, nonché la riconciliazione dei risultati economici relativi ai medesimi esercizi.

I prospetti di riconciliazione sono stati predisposti in base alle disposizioni previsti dall'IFRS 1.

ITALIANA TERRENI E STABILJ - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Riconciliazione tra patrimonio netto ITA GAAP e patrimonio netto IAS/IFRS

	Effetto di transizione agli IAS/IFRS			
	31-dic-13	31-dic-12	31-dic-11	1-gen-11
Patrimonio Netto ITA GAAP	5.286	8.076	6.966	5.909
Investimenti immobiliari				
-valutazione al fair value	21.194	21.274	21.874	22.021
Partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto				
-valutazione al patrimonio netto	(19)	(20)	(15)	(13)
Altre attività finanziarie				
-effetto costo ammortizzato	(3)	(6)	(8)	(11)
Ias 8	-	(254)	(248)	(246)
Totale effetto lordo transizione IAS/IFRS	21.173	20.998	21.603	21.752
Effetto fiscale	(1.022)	(1.025)	(1.054)	(1.061)
Totale effetti prima applicazione IAS/IFRS	20.151	19.970	20.548	20.691
Patrimonio Netto IAS/IFRS	25.437	28.045	27.514	26.600

Nel seguito si riporta un commento sui principali effetti della transizione agli IAS/IFRS riportati nella precedente tabella.

Investimenti immobiliari

- **Valutazione al fair value**

Lo IAS 40 prevede che, successivamente alla rilevazione iniziale, gli investimenti immobiliari possano essere contabilizzati al fair value oppure al costo. La società ha optato per il fair value ed ha provveduto alla determinazione dello stesso sulla base di apposita relazione di stima redatta da un esperto indipendente allo scopo incaricato. L'applicazione dello IAS 40 ha comportato un impatto sulla situazione patrimoniale e finanziaria al 1° gennaio 2011 pari ad 22.021 migliaia di Euro. L'impatto sul conto economico per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 è negativo e rispettivamente pari a (80), (600) e (147) migliaia di Euro al lordo dell'effetto fiscale.

Partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto

- **Valutazione al patrimonio netto**

Lo IAS 28 prevede che, successivamente alla rilevazione iniziale, la partecipazione in una società collegata sia rettificata in conseguenza delle variazioni nella quota di pertinenza della partecipante nel patrimonio



ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

netto della partecipata. L'utile o la perdita della partecipante riflette quindi la propria quota di pertinenza nei risultati d'esercizio della partecipata.

L'applicazione dello IAS 28 ha determinato un impatto negativo sulla situazione patrimoniale e finanziaria al 1° gennaio 2011 pari a (13) migliaia di Euro. L'impatto sul conto economico per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 è rispettivamente pari a 1 migliaia, (5) migliaia e (2) migliaia di Euro.

Altre attività finanziarie

• **Effetti dell'applicazione del costo ammortizzato**

Lo IAS 39 prevede che, successivamente alla rilevazione iniziale, i crediti siano valutati al costo ammortizzato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo. L'applicazione dello IAS 39 ha determinato, con riferimento al finanziamento concesso alla collegata Cosvil scrl, un impatto sulla situazione patrimoniale e finanziaria al 1° gennaio 2011 e al 31 dicembre 2013, 2012 e 2011 rispettivamente pari a (11) migliaia, (3) migliaia, (6) migliaia, (8) migliaia di Euro.

Ias 8 - Correzione di Errori

Tale riga accoglie la rilevazione di un onere straordinario emerso a fronte dell'imputazione a Conto Economico di crediti tributari erroneamente iscritti in precedenti esercizi e ritenuti non più recuperabili. Ai fini del presente Bilancio, le riconciliazioni previste dal paragrafo 24 (a) e (b) distinguono la correzione di tali errori dai cambiamenti dei principi contabili, così come previsto dall'IFRS 1.

Imposte differite

L'impatto sul patrimonio netto derivante dalla prima applicazione IAS/IFRS tiene conto del relativo effetto fiscale, calcolato in base alla legislazione vigente. In particolare, trattandosi di società in accomandita semplice, la fiscalità differita è riconducibile esclusivamente all'IRAP e l'aliquota applicata è stata del 4,82%.

Le rettifiche sono relative all'effetto delle imposte differite passive calcolate sulla valutazione al *fair value* degli Investimenti immobiliari.

Gli impatti sul patrimonio netto descritti precedentemente hanno comportato effetti anche sul risultato economico che vengono sinteticamente esposti nella tabella che segue.

Riconciliazione tra risultato economico ITA GAAP e risultato economico IAS/IFRS

	Effetto di transizione agli IAS/IFRS		
	31-dic-13	31-dic-12	31-dic-11
Risultato netto ITA GAAP	710	1.110	1.057
Investimenti immobiliari	(80)	(600)	(147)
Partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto	1	(5)	(2)
Altre attività finanziarie	3	3	2

ITALIANA TERRENI E STABILI - S.A.I.T.E.S. S.A.S DI SORGENTE REM S.P.A. E C.

Costi inerenti il patrimonio immobiliare	(40)		
	Effetto di transizione agli IAS/IFRS		
	31-dic-13	31-dic-12	31-dic-11
Ias €	254	(5)	(3)
Imposte	4	29	7
Totale effetti prima applicazione IAS/IFRS	138	(608)	(149)
Risultato netto IAS/IFRS	848	502	908

Costi inerenti il patrimonio immobiliare

Nel 2013, il socio Fondo Caravaggio ha sostenuto per conto della partecipata Saltes i costi di *property management*. Gli IAS/IFRS non forniscono una guida specifica con riferimento alle transazioni con i soci; tuttavia, l'operazione è stata contabilizzata tenendo presente la sostanza della stessa. In particolare, non essendo previsto il rimborso da parte della Società, l'operazione si sostanzia economicamente in una "capital contribution"; pertanto, il costo è stato rilevato in contropartita di Riserve di capitale. La voce accoglie tale effetto economico.

24. Eventi successivi al 31 dicembre 2013

L'Amministratore Unico ha presentato all'Assemblea dei soci una progetto di Scissione parziale proporzionale della Saltes in favore della "Immobiliare Senato Società in accomandita semplice di Sorgente Real Estate Management S.p.A. e C." (società di nuova costituzione). A seguito della scissione, l'immobile cielo-terza sito in Milano - Via Senato, 28 sarà trasferito alla società beneficiaria.



Dichiarazione di K2Real ai sensi del Paragrafo 130 e del Capitolo 2h del documento ESMA/2013/319, relativa al Documento di Valutazione al 30 giugno 2015



Milano, 24 Luglio 2015

Rif. MF-14-0029

Spett.le Sorgente RES S.p.A. - SIIQ

Via del Tritone, 132

00187 Roma

Oggetto: - Sorgente RES S.p.A. - SIIQ - Dichiarazione ai sensi del Capitolo 2h e del Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319

Spettabile Sorgente RES S.p.A. - SIIQ (la "Società").

La sottoscritta K2Real - Key To Real S.r.l., dichiara che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi sono state redatte in conformità ai Paragrafi 128 e ss. - società immobiliari del documento ESMA 2013/319.

In particolare, secondo quanto previsto dal Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319, si precisa che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi:

- (i) sono state redatte da un esperto indipendente che: a) non detiene titoli emessi dalla Società o da ogni altra società appartenente allo stesso gruppo né è titolare di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli della Società; b) non era dipendente della Società e non percepisce dalla Società alcuna forma di compenso ad eccezione di quella connessa con l'incarico; c) non è membro di alcun organo della Società; d) non intrattiene rapporti con gli intermediari finanziari coinvolti nell'offerta o nella quotazione dei titoli della Società; e) non è socio, amministratore o sindaco di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, ovvero lo è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico; f) non è legato alla società che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico; g) non è parente o affine entro il quarto grado dei soci, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi; h) non si trova in una situazione che può compromettere comunque l'indipendenza nei confronti della società che conferisce l'incarico;

K2REAL - Key To Real S.r.l. - Sede sociale: viale Maresca, 10 - 20123 Milano (MI) - Tel. +39 02 46471386 - Fax +39 02 46471387 - www.k2real.com
Capitale sociale euro 100.000 i.v. - C.F. e R.G. Milano 0402715961 - P.I. 0402715961 - R.I.A. Milano 1760211



- (ii) riportano le date di sopralluogo sui beni immobili oggetto di valutazione;
- (iii) forniscono tutti gli elementi rilevanti e necessari in ordine alla valutazione della proprietà;
- (iv) sono datate e comprensive di certificazione della data di valutazione per ciascuna proprietà non superiore a 1 anno rispetto alla data di pubblicazione del prospetto informativo;
- (v) riportano un'apposita tabella in cui viene rappresentato separatamente il numero di immobili in proprietà piena e quelli in nuda proprietà nonché gravati da ipoteca o altro genere di garanzia, peso o contenzioso, assieme al valore aggregato delle rispettive valutazioni;
- (vi) compiono un confronto, spiegandone le differenze, tra la valutazione attuale di detti immobili, come risultante dalla perizia di valutazione/sintesi e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato, ove redatto.

La sottoscritta si impegna a rinnovare la suddetta dichiarazione, nei medesimi termini e con il medesimo tenore di cui sopra, anche con riferimento a eventuali successive perizie di valutazione ed alle corrispondenti sintesi che saranno dalla medesima redatte in relazione alla Società.

Con la presente, inoltre, la sottoscritta rilascia alla Società il proprio consenso irrevocabile ed incondizionato all'inserimento nel prospetto informativo relativo alla Società ed alla pubblicazione integrale e/o parziale della sintesi della propria perizia di valutazione e di propri documenti destinati alla Società, secondo la normativa applicabile ed in conformità a richieste da parte di Autorità.

Con i migliori saluti.

K2REAL – Key to Real

Real Estate Partners
Chartered Surveyors


Tania Gualandri – MRICS

Managing Partner

Rendiconto sintetico del Documento di Valutazione al 30 giugno 2015 rilasciato da K2Real ai sensi del Capitolo 1a (Property Companies) del documento ESMA/2013/319





Abstract

Milano, 24 Luglio 2015

Spett.le SORGENTE RES S.p.A. - SIIQ

Via del Tritone n. 132

00187 Roma

Spettabile Sorgente RES S.p.A. - SIIQ (la "Società"),

la sottoscritta K2Real - Key To Real S.r.l. dichiara che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi sono state redatte in conformità ai Paragrafi 128 e ss. - società immobiliari del documento ESMA 2013/319.

In particolare, secondo quanto previsto dal Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319, si precisa che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi:

- (i) sono state redatte da un esperto indipendente che: a) non detiene titoli emessi dalla Società o da ogni altra società appartenente allo stesso gruppo né è titolare di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli della Società; b) non era dipendente della Società e non percepisce dalla Società alcuna forma di compenso ad eccezione di quella connessa con l'incarico; c) non è membro di alcun organo della Società; d) non intrattiene rapporti con gli intermediari finanziari coinvolti nell'offerta o nella quotazione dei titoli della Società; e) non è socio, amministratore o sindaco di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, ovvero lo è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico; f) non è legato alla società, che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico; g) non è parente o affine entro il quarto grado dei soci, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi; h) non si trova in una situazione che può comprometterne comunque l'indipendenza nei confronti della società che conferisce l'incarico;
- (ii) riportano le date di sopralluogo sui beni immobili oggetto di valutazione;

Data del 30/06/2015

8

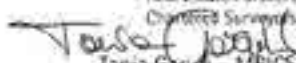


Abstract

- (iii) forniscono tutti gli elementi rilevanti e necessari in ordine alla valutazione della proprietà;
- (iv) sono datate e comprensive di certificazione della data di valutazione per ciascuna proprietà non superiore a 1 anno rispetto alla data di pubblicazione del prospetto informativo;
- (v) riportano un'apposita tabella in cui viene rappresentato separatamente il numero di immobili in proprietà piena e quelli in nuda proprietà nonché gravati da ipoteca o altro genere di garanzia, peso o contenzioso, assieme al valore aggregato delle rispettive valutazioni;
- (vi) compiono un confronto, spiegandone le differenze, tra la valutazione attuale di detti immobili, come risultante dalla perizia di valutazione/sintesi e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato, ove redatto.

Con i migliori saluti.

K2REAL – Key to Real

Real Estate Partners
Chartered Surveyors

Tania Gauri – MRICS
Managing Partner



Abstract

INDICE

1. OGGETTO DELL'ANALISI	4
1.1. Inquadramento generale	4
1.2. Gravami o altri vincoli pendenti sugli assets	7
1.3. DEFINIZIONE BASE DI VALORE	13
2. ASSETS IMMOBILIARI	16
2.1. Limiti della Relazione	16
2.2. Approcci di Valutazione	20
2.3. Valuation assumptions	22
2.3.1. Valuation assumption asset soggetto a valorizzazione	27
3. ASSETS MOBILIARI	30
3.1. Limiti della Relazione	30
3.2. Approcci di valutazione	30
3.3. Valuation Assumptions	31
4. CONFRONTO TRA VALORE DI STIMA E ULTIMO VALORE A BILANCIO	33
5. CONCLUSIONI DI STIMA	40
5.1. Assets immobiliari	40
5.2. Assets mobiliari	42

Allegato A – Modus operandi Et Condizioni al contorno

Allegato B – Disclaimer Et General Agreement

Data del 30/06/2015

3



Abstract

1. OGGETTO DELL'ANALISI

1.1. Inquadramento generale

In conformità agli incarichi conferiti, per l'espletamento dell'attività di Valutazione di un portafoglio nell'ambito dell'attività di conferimento, K2Real-Key to Real S.r.l. ha effettuato l'attività di aggiornamento della valutazione alla Data di Riferimento del 30/06/2015, applicando in sede di analisi principi e criteri generalmente accettati nella prassi estimativa, e riconosciuti dalle direttive di carattere generale stabilite dalla Banca d'Italia, che si conformano, nella fattispecie, alle guidelines che sottendono gli standard internazionali IVS/RICS, con particolare riferimento ai principi enunciati in seno al cosiddetto "Red Book" i.e. "Standard professionali di valutazione RICS - Gennaio 2014" che rappresenta la versione in lingua italiana di riferimento.

L'aggiornamento della valutazione, alla Data di Riferimento del 30/06/2015, ha riguardato un patrimonio composto da un portafoglio di n. 14 assets e n. 2 partecipazioni societarie, come di seguito individuati nelle tabelle A e B.

Tabella A – Assets immobiliari oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 30/06/2015

Valutazione immobiliare e non immobiliare di assets immobiliari						
N°	Indirizzo e Descrizione	Stato proprietà	Intervento e uso previsto	VAL. Espr. (milioni Euro)	Valutazione (milioni Euro)	Valore unitario (Euro)
1	RM-00011 (1) ROMA - Casparyum Nazario Sauro, 7 Abitazioni Centro storico Territorio Interurb. 0,1076	Proprietà propria	Riservato	8.733	4.580	10.326
2	RM-0004205 ROMA - Via Veneto, 28 Abitazioni Centro storico Territorio Interurb. 0,0076	Proprietà propria	Residenziale	3.430	380	3.776
3	RM-0001653 ROMA - Via Palestro, 20 Abitazioni Centro storico Territorio Interurb. 0,0076	Proprietà propria	Riservato	9.166	410	9.840
4	RM-0011849 ROMA - Via Zara, 49-50 Abitazioni Centro storico Territorio Interurb. 0,0076	Proprietà propria	Residenziale	9.173	440	9.658
5	RM-0015413 ROMA - Via dei Turchi, 153 Abitazioni Centro storico Territorio Interurb. 0,0076	Proprietà propria	Residenziale	4.033	380	8.967
6	RM-0016481 ROMA - Ponte Galeria ¹ Abitazioni Area interurbana Territorio Interurb. 0,0076	Proprietà propria	Residenziale	-	-	-
7	RM-0016481 ROMA - Paglian Casale ² Abitazioni Area interurbana Territorio Interurb. 0,0076	Proprietà propria	Residenziale	-	-	-
8	RM-0015503 ROMA - Bocca ³ Abitazioni Area interurbana Territorio Interurb. 0,0076	Proprietà propria	Residenziale	-	-	-

¹ L'asset in oggetto risulta essere la capacità edificatoria in compensazione da un terreno edificabile in Roma, via Buonvisi, da realizzarsi nell'area di atterraggio di Roma, Ponte Galeria. La volumetria realizzabile è pari a 73.071 mc.

² L'asset in oggetto risulta essere la capacità edificatoria in compensazione da un terreno edificabile in Roma, via Buonvisi, da realizzarsi nell'area di atterraggio di Roma, Paglian Casale. La volumetria realizzabile è pari a 72.741,68 mc.

³ L'asset in oggetto risulta essere la capacità edificatoria in compensazione da un terreno edificabile in Roma, via Buonvisi, da realizzarsi nell'area di atterraggio di Roma, Bocca. La volumetria realizzabile è pari a 7.458 mc.

Data Rif. 30/06/2015

4



Abstract

Dati di base immobiliari: elenco immobili oggetto di analisi alla Data Rif. 30/06/2015					
N°	Indirizzo e Descrizione	Stato giuridico	Indirizzo di riferimento	Cap. Circol. (milioni di Euro)	Stato Area Totale (mq)
9	IT-000019] NEW YORK - Park Avenue, 516 Edificio: Area unica censita Tipologia: Palazzo uffici	Edificio: in stato parti per il tutto di una unica	Residenze	17.044	17.044

Dati di base immobiliari: elenco immobili oggetto di analisi alla Data Rif. 30/06/2015						
N°	Indirizzo e Descrizione	Stato giuridico	Indirizzo di riferimento	Cap. Circol. (milioni di Euro)	Superficie Area Totale (mq)	Stato Area Totale (mq)
10	RM-000112] ROMA - Via Regatta, 1 Edificio: Area unica censita Tipologia: Palazzo uffici	Edificio: in stato parti per il tutto di una unica	Residenze	14.422	270	14.692
11	RM-002140] MILANO - Via Cassa, 2 Edificio: in stato parti per il tutto di una unica Tipologia: Palazzo uffici	Edificio: in stato parti per il tutto di una unica	Commercio	1.406	389	1.795
12	RM-002140] MILANO - Corso Sforza, 22-31 Edificio: in stato parti per il tutto di una unica Tipologia: Media struttura di servizio CIV	Edificio: in stato parti per il tutto di una unica	Commercio	1.917	1.141	3.058
13	RM-002150] MILANO - Via Spadari, 2 Edificio: in stato parti per il tutto di una unica Tipologia: Media struttura di servizio CIV	Edificio: in stato parti per il tutto di una unica	Commercio	1.172	-	1.172
14	RM-002150] MILANO - Via Pirelli, 18 Edificio: Area unica censita Tipologia: Palazzo uffici	Edificio: in stato parti per il tutto di una unica	Residenze	3.114	492	3.606

Tabella B - Partecipazioni oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 30/06/2015

Dati di base societarie: elenco partecipazioni oggetto di analisi alla Data Rif. 30/06/2015					
N°	Indirizzo e Descrizione	Società	Stato giuridico	Indirizzo di riferimento	Stato Area Totale (mq)
1	EE-000001] FLATIRON RES Inc.	Flatiron RES Inc.	Prima proprietà	EE-000075	Property/Holding (Dollari)
2	IT-000010] GAN MANAG/MENT S.r.l.	GAN MANAG/MENT S.r.l.	Prima proprietà	RM-000112	Edificio (Euro)

Il portafoglio immobiliare, alla Data di Riferimento del 30/06/2015, si compone di assets prevalentemente di tipologia income producing building, a destinazione commerciale, direzionale e ricettiva, e risulta essere quasi interamente locato (ca. 2,7% vacancy) in prevalente condizione di monotenancy. Fanno eccezione gli assets "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", "RM-001549_Roma, Paglian Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea" che risultano essere i diritti edificatori, generati da un'area divenuta inedificabile, che atterrano su tre aree distinte del Comune di Roma. La volumetria realizzabile risulta a prevalente destinazione residenziale; in ragione della loro natura, i tre asset non possono essere oggetto di locazione.

Con riferimento invece alle partecipazioni societarie, riportate nella tabella B, la società FLATIRON RES, Inc. detiene il 20% della società Michelangelo Flatiron Building Investment LLC, la quale detiene indirettamente il 37,179% dell'immobile Flatiron, sito a New York, nella 5th Avenue (Cod. K2Real EE-000075) e di conseguenza possiede il 7,4358% dell'asset immobiliare suindicato; mentre la società GAN MANAGEMENT S.r.l. ha per oggetto "l'attività di gestione, conduzione e locazione di alberghi, complessi alberghieri e turistici in genere, di attività di ristorazione, ricreative, sportive

* Per il tramite delle società Michelangelo GIK Flatiron Building LLC e Flatiron Network Partners LLC.



Abstract

*nell'ambito degli stessi complessi alberghieri, o comunque, ad essi annessi [...]*¹. Ad oggi la struttura alberghiera di riferimento è l'Albergo delle Nazioni, sito sul Lungomare Nazario Sauro, ad angolo con Piazza Diaz, un hotel 5 stelle realizzato nel 1932 dall'Arch. Alberto Calza Bini e dotato di 115 camere. Coerentemente alle informazioni fornite, la società è infatti titolare di un contratto di locazione immobiliare ultranovennale della summenzionata struttura. Si precisa inoltre che la stessa società ha stipulato un contratto di affitto di azienda con un gestore alberghiero.

¹ R.U. Oggetto sociale (Registro Imprese).



Abstract

1.2. Gravami o altri vincoli pendenti sugli assets

Per completezza informativa si riportano nella tabella a seguire eventuali gravami o altri vincoli pendenti sugli assets-oggetto dell'analisi.

Tabella C – Assets immobiliari oggetto dell'analisi di valutazione alla Data Rif. 30/06/2015

ASSET IMMOBILIARE	PIENA PROPRIETA' / DIRITTO DI SUPERFICIE / CONTRATTO DI LEASING	GRAVAMI O ALTRI VINCOLI PENDENTI
[BA-000111] Bari – Lungomare Nazario Sauro (Hotel Grande Albergo delle Nazioni)	Piena proprietà	Risultano trascritti: – vincolo ai sensi del D.Lgs. 22.1.2004 n. 42 con provvedimento del Ministero per i Beni Culturali ed Ambientali – Direzione Regionale della Regione Puglia – in data 14 settembre 2006 trascritto alla Conservatoria dei RR.U. di Bari il 23 maggio 2007 al n. 19942 di formalità; – locazione ultra novennale trascritta il 12 luglio 2012 al n. 20860 di formalità in dipendenza di atto autenticato nelle firme dal Notaio Nicola Ciniotti di Roma, in data 18 giugno 2012, rep. 140452 a favore di BHS.
[BA-000112] Bari – Via D'inguardi, 1	Contratto di leasing immobiliare*	Non sussistono vincoli o gravami trascritti
[RM-000765] Roma – Via Palermo	Piena proprietà	Risultano trascritti: – ipoteca iscritta presso l'Agenzia del territorio di Roma I in data 9 ottobre 2008 al n. 25049 di formalità dell'importo di Euro 90.000.000,00 (di cui Euro 45.000.000,00 per il capitale) a favore della Banca Popolare di Bari - Società Cooperativa per Azioni a garanzia delle obbligazioni di cui all'atto di finanziamento dell'importo di Euro 45.000.000,00 ricevuto dal Notaio Luca Amato di Roma in data 8 ottobre 2008 n. 28569 di repertorio, registrato all'Agenzia delle Entrate di Roma V in data 8 ottobre 2008 al n. 21304 Serie 1.1. In data 14 dicembre 2011 con atto ricevuto dal Notaio Luca Amato di Roma n. 34.448/11.023 di repertorio registrato all'Agenzia delle Entrate di Roma V in data 21 dicembre 2011 al numero 25.700 Serie 1T la Banca Popolare di Bari - Società Cooperativa per Azioni ha ridotto l'importo del finanziamento da Euro 45.000.000,00 a Euro 38.900.000,00 e

* Oggetto del contratto di leasing è un asset immobiliare in piena proprietà.



Abstract

		rimodulato il piano di rimborso (detto atto è stato annotato a margine dell'iscrizione ipotecaria di cui sopra in data 23 dicembre 2011 al numero 24174 di formalità). In data 16 luglio 2014 con atto ricevuto dal Notaio Cesare Quaglia di Roma n. 58-41 di Repertorio, registrato all'Agenzia delle Entrate di Roma V in data 17 luglio 2014 al numero n. 18656 Serie 1t, l'importo del finanziamento è stato ulteriormente ridotto da Euro 39.900.000,00 a Euro 34.900.000,00; - locazione ultra novennale trascritta presso l'Agenzia del Territorio di Roma I in data 4 luglio 2013 al n. 50579 di formalità in favore della IMCO S.r.l. con sede in NoCI (BA) in forza dell'atto in data 28 giugno 2013 n. 143.076/55.786 di repertorio, registrato all'Agenzia delle Entrate di Roma I in data 4 luglio 2013 al n. 18.861 Serie 1T e trascritto all'Agenzia del territorio di Roma I in data 4 luglio 2013 al n. 50.579 di formalità.
[RM-001480] Roma - Via Zara	Piena proprietà	Nessun vincolo o gravame trascritto.
[RM-001547] Roma - Via del Tritone, 132	Piena proprietà	Resultano trascritte: - atto d'obbligo a rogito del Notaio Nicola Cinotti di Roma in data 14 novembre 2007 rep. n. 125418, trascritto il 16 novembre 2007 al n. 90115 di formalità con il quale la proprietà si è impegnata in favore del Comune di Roma a: a) mantenere permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso e la consistenza dell'intero edificio, così come riportato nella planimetria allegata al summenzionato atto; b) a destinare e mantenere permanentemente una superficie di metri quadrati 433,56 a parcheggio privato ed una superficie di metri quadrati 363,57 a parcheggio privato di uso pubblico a servizio del residenziale, così come risulta nella planimetria allegata al summenzionato atto, assumendosene a propria cura e spese la ordinaria e straordinaria manutenzione e sistemazione; - atto d'obbligo a rogito del Notaio Nicola Cinotti del 16 gennaio 2008 rep. n. 126015, trascritto il 18 gennaio 2008 al n. 3681 di formalità con il quale la proprietà si è

Ai fini valutativi è stato assunto che le eventuali (potrebbe gravanti sull'immobile alla Data di Riferimento dell'analisi) possano essere cancellate attraverso procedure ordinarie.

Data del 30/06/2015

8



Abstract

	impegnata a destinare e mantenere permanentemente una superficie di metri quadrati 973,19 a parcheggio privato asservito in forma pertinenziale all'immobile, così come risulta nella planimetria allegata al summenzionato atto, assumendosene a propria cura e spesa la ordinaria e straordinaria manutenzione e sistemazione; - atto d'obbligo a rogito Notaio Cesare Quaglia del 19 novembre 2014 rep. 102, trascritto il 24 novembre 2014 al n. 125365 di formalità con il quale: a) il Fondo Caravaggio di Sorgente SGR, quale proprietario di porzioni del piano terra, primo, secondo, terzo, quarto e quinto del fabbricato si è impegnato a mantenere, per le porzioni di sua proprietà, permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso "servizi alle persone"; b) Palazzo del Tritone 132 S.r.l., proprietaria di porzioni dei piani primo interrato e secondo interrato, si è impegnata a mantenere, per le porzioni di sua proprietà, permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso "autorimessa interrata"; - atto d'obbligo a rogito Notaio Cesare Quaglia del 24 febbraio 2015 rep. 198, trascritto il 3 marzo 2015 al n. 19662 di formalità con il quale: a) il Fondo Caravaggio di Sorgente SGR, quale proprietario di porzioni del piano terra, primo, secondo, terzo, quarto e quinto del fabbricato si è impegnato a mantenere per le porzioni di sua proprietà permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso a "servizi uffici privati"; b) Palazzo del Tritone 132 S.r.l., quale proprietaria di porzioni dei piani primo interrato e secondo interrato, si è impegnata a mantenere, per le porzioni di sua proprietà, fatta eccezione per quanto attiene al sub 572, permanentemente ed irrevocabilmente la destinazione d'uso "autorimessa interrata". Risulta altresì essere stata costituita in favore di Acea servizi perpetua per il collocamento e l'esercizio dei cavi e delle apparecchiature elettriche necessarie per la distribuzione dell'energia elettrica giusto atto autenticato nelle firme a cura Notaio Gasparini del 19 luglio 2011, rep. 4082-facc. 1792, registrato all'Agenzia delle Entrate Roma 1 in data 1 agosto 2011, serie IT n. 36110, trascritta in
--	--

Data del 30/06/2015

8



Abstract

		data 3 agosto 2011, al n. 90467 – Registro Generale, e n. 56189 – Registro Particolare¹ In aggiunta ai gravami di cui sopra sussistono: – giusto contratto di finanziamento con MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. a rogito del notaio Nicola Cinotti in data 12 dicembre 2011 repertorio n. 138885 racc. 53802; – ipoteca in favore di MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. per la somma complessiva di Euro 28 milioni iscritta in data 11 gennaio 2012 al n. 332 di Registro Particolare e 3752 Registro Generale²; – cessione pro-solvendo ad MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. dei crediti riverenti dal contratto di locazione relativo all'immobile di Via del Tritone 132 (contratto di locazione del 28 luglio 2011 rog. presso Agenzia delle Entrate di Roma 1 il 9 agosto 2011 al n. 3356, serie T) trascritta in data 11 gennaio 2012 al n. 2916 Registro Particolare, n. 3753 Registro Generale³.
[RM-001548] Roma – Ponte Galeria (diritti edificatori)	Piena proprietà	Non sussistono vincoli o gravami trascritti.
[RM-001549] Roma – Paglian Casale (diritti edificatori)	Piena proprietà	Risultano trascritti: – convenzione Urbanistica con Roma Capitale stipulata con atto a rogito Notain Maurizio Misurale di Roma, in data 21 giugno 2013, rep. 195007, registrata presso l'Agenzia delle Entrate di Roma 1, il 5 luglio 2007 al n. 19067 serie 11 e trascritta presso la Conservatoria dei Registri Immobiliari di Roma 1 il giorno 8 luglio 2013 al n. 51029 di formalità.
[MI-002248] Milano – Via Cuneo, 2	Contratto di leasing immobiliare ⁴	Risulta trascritta – locazione ultra novennale trascritta il 22 gennaio 2008 al n. 2734 di formalità a favore di Uipim S.r.l. (già Rinascente S.r.l.).

¹ La presenza di tale servitù non limita in modo sostanziale l'uso del bene e non si ritiene di impatto ai fini valutativi

² Si veda nota 7

³ Si ritiene che tale scrittura non abbia impatto ai fini valutativi

⁴ Si veda nota 6



Abstract

[MI-002249] Milano - Corso San Gottardo, 29-31	Contratto di leasing immobiliare¹⁰⁾	Risultano trascritte: - locazione ultra novennale trascritta il 22 gennaio 2008 al n. 2733 di formalità a favore di Upim S.r.l. (già Rinascite S.r.l.); - servitù a favore di Upim S.r.l. (già Rinascite S.r.l.) sulla particella 323 sub 708 per uscita di sicurezza o emergenza verso via Gentilino a fine prevenzione incendi¹¹⁾
[MI-002250] Milano - Via Spadari, 2	Contratto di leasing immobiliare¹⁰⁾	Risulta trascritta: - locazione ultra novennale trascritta il 22 gennaio 2008 al n. 2732 di formalità a favore di Upim S.r.l. (già Rinascite S.r.l.).
[MI-002428] Milano - Via Senato, 28	Plena proprietà	Risultano trascritte: - ipoteca iscritta in data 11 dicembre 2008 al n. 22078 di formalità per Euro 100.000.000,00+ a garanzia di un mutuo di Euro 60.000.000,00+ concesso alla conferente da ING REAL ESTATE FINANCE ESPANA E.F.C. S.A. - sede di Milano - con atto a rogito del Notaio Maurizio Misurale di Roma in data 4 dicembre 2008 rep. n. 175731; - trascrizione di cessione di pignoni in data 4 maggio 2009 al n. 13858 di formalità a favore di ING REAL ESTATE FINANCE ESPANA E.F.C. S.A. - sede di Milano in dipendenza di atto a rogito del Notaio Maurizio Misurale in data 30 aprile 2009 rep. n. 184673; - con atto a cura Notaio Cesare Quaglia in data 8 luglio 2014 rep. 43, racc. 30, le predette ipoteche e cessioni di pignoni sono state assentite di cancellazione, dovendosi pertanto considerare le relative iscrizioni comunque non pregiudizievoli; - nella medesima data dell'8 luglio 2014 sono stati altresì sottoscritti i seguenti atti, tutti autenticati nelle firme dal Notaio Quaglia di Roma (i) rep. 39- racc.26 portante concessione di mutuo di Euro 13.000.000,00, (ii) rep. 40 - racc.27 portante iscrizione di ipoteca per Euro 26.000.000 trascritto in data 11 luglio 2014 al n. 5426 di formalità e (iii) rep. 45, racc.32

¹⁰⁾ Si veda nota 6.

¹¹⁾ Si veda nota 8.

¹²⁾ Si veda nota 6.



Abstract

		portante cessione di pignoni trascritto in data 11 luglio 2014 al n. 26592 di formalità ¹⁾ , - vincolo ai sensi della legge 1089/39 (oggi D.lgs. 22.1.2004 n. 42) giusta decreto del Ministero della Pubblica Istruzione in data 22 febbraio 1961 trascritto il 9 maggio 1961 al n. 17792 di formalità.
[MI-002429] Milano - Via Pisani, 19	Contratto di leasing immobiliare ²⁾	Non sussistono vincoli o gravami trascritti.

PARTICIPAZIONI	PIENA PROPRIETÀ / DIRITTO DI SUPERFICIE / CONTRATTO DI LEASING	GRAVAMI O ALTRI VINCOLI PENDENTI
[EE-S00001] FLATAIRON RES Inc.	Piena proprietà (100% delle azioni)	Non sussistono vincoli o gravami trascritti
[IT-S00010] GAN MANAGEMENT S.r.l.	Piena proprietà (100% delle azioni)	Non sussistono vincoli o gravami trascritti

¹⁾ Si veda nota 7

²⁾ Si veda nota 6



Abstract

2. DEFINIZIONE BASI DI VALORE

Con riferimento agli assets immobiliari individuati al paragrafo 1.3, che costituiscono il patrimonio immobiliare afferente il portafoglio oggetto dell'analisi alla Data di Riferimento del 30/06/2015, considerato su base "AbyA - Asset by Asset" (i.e. considerando ciascuno degli assets - complesso/comparto immobiliare, fabbricato cielo-terra, porzione di fabbricato, diritti immobiliari - individualmente quale autonoma entità), l'analisi di valutazione è stata finalizzata alla determinazione del "FV-Fair Value [as is]" equiparato al "MV-Market Value"¹¹ laddove con tale accezione sia da intendersi l'ammontare stimato a cui un asset immobiliare o una passività dovrebbe essere ceduto e acquistato, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni, considerando l'asset immobiliare nello stato di fatto e di diritto in cui si trova ["as is"], ove per "stato di fatto e di diritto" siano da intendersi, congiuntamente, lo stato di conservazione e le condizioni di manutenzione, le condizioni al contorno e la situazione urbanistica ["stato di fatto"] nonché la situazione locativa, il titolo di proprietà, l'eventuale presenza di servitù, gravami ed altri fattori connessi al godimento del bene ["stato di diritto"] - ciascun fattore come verificato e/o secondo assunzione alla Data di Riferimento dell'analisi.

Il FV-Fair Value è un concetto più ampio rispetto al Valore di Mercato e rappresenta una base di misurazione del valore richiesta o permessa in conformità ai Principi Contabili Internazionali IFRS, che coerentemente alla definizione adottata dall'International Accounting Standards Board (IASB) nell'IFRS 13, come richiamata negli IVS-International Valuation Standards e recepita da RICS-Royal Institution of Chartered Surveyors (VPS 4 par. 1.6 e VPGA 1 degli "Standards Professionali di Valutazione RICS - Gennaio 2014) individua "il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un bene ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione", laddove nella definizione sopra richiamata, recepita negli Standard Internazionali di Valutazione IVS (standard IVS 300) ed utilizzata ai fini dell'inclusione nei rendiconti economico-finanziari, il Fair Value è equiparato al Valore di Mercato, fermo restando che può essere determinato anche in assenza di un mercato di riferimento ampio e dinamico, facendo pertanto ricorso a metodologie non direttamente correlate al mercato, quali le metodologie finanziarie e/o per capitalizzazione del reddito.

¹¹ vedi: VPS 4 (Basi del valore, assunzioni e assunzioni speciali) degli "Standards professionali di Valutazione - RICS 2014".



Abstract

Nella market practice adottata da K2Real il Giudizio Integrato di Valore ed, in quanto tale, per il caso di specie il "FV-Fair Value", è individuato con riferimento alle seguenti assunzioni:

- carattere di "ordinarietà delle controparti" (acquirente e venditore), laddove per "ordinario" sia da intendersi l'operatore di medie capacità economiche, strategiche ed intellettive, tali da non inverare elementi pregiudizievoli ai fini della libera conclusione della trattativa, e dotato di ragionevole consapevolezza e conoscenza riguardo alla natura ed alle caratteristiche precise del bene oggetto di trattativa, al suo utilizzo attuale/potenziabile ed allo stato del libero mercato alla Data di Riferimento;
- "libera determinazione delle controparti" alla conclusione del contratto, senza alcuna restrizione della capacità di intendere e di volere né alcun condizionamento coercitivo della libera volontà;
- carattere di "ordinarietà della trattativa" che espressamente escluda speciali termini contrattuali o circostanze, quali finanziamenti atipici, accordi di retrolocazione, corrispettivi o concessioni particolari ottenute da soggetti coinvolti nella compravendita;
- ipotesi che l'asset immobiliare sia stato offerto sul libero mercato per un periodo ritenuto ragionevolmente sufficiente alla manifestazione di interesse ad opera di una controparte (interesse all'acquisto, qualora l'asset sia offerto in vendita e/o interesse alla locazione qualora l'asset sia offerto in locazione).

Si precisa che, con riferimento agli assets "BA-000112_Bari, via Dioguardi, 1", "MI-002429_Milano, Via Pisani, 19" ed al portafoglio "MI-002248_Milano, via Cuneo, 2", "MI-002249_Milano, Corso San Gottardo, 29-31" e "MI-002250_Milano, Via Spadari, 2", l'analisi di valutazione è stata finalizzata alla determinazione del Valore del contratto di leasing, alla Data di Riferimento del 30/06/2015, avente ad oggetto i suddetti beni immobiliari. Considerato che per la valutazione del contratto di leasing e dunque del debito residuo si è tenuto conto della situazione rilevata nella valutazione effettuata al 31 marzo 2015 in ragione della circostanza che l'atto di conferimento condizionato è già stato stipulato, in sede di analisi il valore del contratto di leasing è stato determinato quale differenza tra il "FV-Fair Value (as is)" degli assets immobiliari e l'importo del debito residuo, come indicato nella certificazione del debito residuo emessa dal Concedente (Unicredit Leasing S.p.A.) al 31 marzo 2015, valutato al valore nominale.

Con riferimento a quanto precedentemente indicato al paragrafo 1.1 si precisa che, alla Data di Riferimento del 30/06/2015, per gli assets "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", "RM-001549_Roma, Pagnan Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea" immediatamente disponibili ai fini della valorizzazione al proprio massimo e migliore utilizzo nell'ambito dell'area di atterraggio, è stato determinato il FV-Fair Value (as is) di:

Data Ref. 30/06/2015

14



Abstract

Si consideri in particolare che:

- (i) il "FV-Fair Value HBU" è da intendersi quale il più probabile prezzo di trasferimento dell'asset immobiliare nell'ipotesi di potenziale valorizzazione al proprio HBU-Highest&Best Use (massimo e migliore utilizzo), ossia considerando, tra tutti gli usi tecnicamente fattibili, legalmente consentiti ed economicamente perseguibili, solo quello potenzialmente in grado di conferire all'asset medesimo il massimo valore, compatibilmente con una pianificazione di tempi e costi ragionevolmente corrispondenti a quelli ordinari per operare detta valorizzazione;
- (ii) nel caso in cui un asset immobiliare risulti, come nel caso di specie, alla Data di Riferimento immediatamente libero, assoggettato ad iter urbanistico altresì definito ed, in quanto tale, pienamente valorizzabile al proprio massimo e migliore utilizzo, FV-Fair Value (as is) e FV-Fair Value (HBU) possono coincidere (differendo, invece, qualora l'asset non risulti alla Data di Riferimento rispondente ad uno dei suddetti requisiti, cosicché le variabili connesse alle condizioni di locazione e le variabili connesse all'iter urbanistico da attivare per il progetto di valorizzazione ne influenzino, positivamente o negativamente, il valore).



Abstract

3. ASSETS IMMOBILIARI

3.1. Limiti della Relazione

L'analisi volta all'elaborazione della valutazione di aggiornamento di ciascuno degli assets costituente il portafoglio alla Data di Riferimento del 30/06/2015, come individuati nella tabella A al paragrafo 1.1, è stata condotta a partire dalle precedenti analisi di valutazione redatte alla Data di Riferimento del 31/12/2014 e del 31/03/2015 (ns. rif. MF-14-0029.01 e MF-14-0029.03) svolte, per gli asset in oggetto, secondo una modalità "full analysis", laddove secondo tale accezione sia da intendersi un'analisi di valutazione completa ed inclusiva di technical/site inspection¹ (sopralluogo tecnico ispettivo di dettaglio, sia esterno che interno), elaborata pertanto basandosi sia sui dati di input contenuti nella documentazione fornita dal Cliente (o da chi per esso), sia sul know-how relativo alla prassi estimativa e sui dati parametrici rilevati dalle Fonti Istituzionali di Osservazione del mercato immobiliare, sia, e in prima istanza, sui dati di dettaglio rilevati in situ (location e contesto urbano / dotazione impiantistica / stato di conservazione / condizioni di manutenzione / analisi urbanistica / indagine del mercato locale, ed ogni altra e qualsivoglia informazione ritenuta utile allo sviluppo dell'analisi), oltre che su quelli eventualmente disponibili, alla Data di Riferimento, in seno al database di comparables K2R.

Con particolare riferimento alla presente analisi (Data Rif. 30/06/2015), quest'ultima risulta elaborata secondo modalità "full light analysis" configurandosi quale "valutazione di aggiornamento" finalizzata al monitoraggio di eventuali variazioni nel valore dell'asset immobiliare derivanti da:

- (i) eventuali fluttuazioni da parte del mercato che abbiano impatto positivo o negativo sullo stesso;
- (ii) eventuali variazioni relative alla situazione locativa;
- (iii) eventuali variazioni relative all'evoluzione del contesto urbano di riferimento;
- (iv) eventuali variazioni relative allo stato di conservazione e/o alle condizioni di manutenzione per vetustà, obsolescenza funzionale, mancata e/o differita manutenzione, nonché altre eventuali evidenze fornite in termini di costo;
- (v) eventuali variazioni della situazione urbanistica (iter autorizzativo, indici edificatori, destinazioni d'uso, et al.).

¹ Si precisa che per l'asset TE-000075_New York, Fifth Avenue l'attività di site inspection è stata effettuata estornalmente.



Abstract

Quale accezione "full light analysis" è da intendersi pertanto, un'analisi di valutazione che abbia seguito processo analogo ad una "full analysis", come più sopra illustrato, differendone tuttavia per la riduzione di parte delle attività ascritte in forza della natura dell'analisi stessa e del supporto fornito dalle valutazioni full già condotte (nel caso di specie alle Date Rif. 31/12/2014 e 31/03/2015) per quanto attiene la documentazione tecnica, il controllo a campione sulle superfici effettuato da K2Real, le risultanze della technical site inspection condotta da K2Real in tale occasione, et sim.

Nello specifico le site inspections degli assets afferenti il portafoglio alla Data di Riferimento dell'analisi sono state effettuate nelle date riportate nella tabella a seguire.

Tabella D – Attività di sopralluogo

Attività di sopralluogo		
N°	- Asset	Data
1	[RM-000765] ROMA - Via Palermo	22/12/2014
2	[RM-001480] ROMA - Via Zara, 29-30	13/01/2015
3	[BA-000111] BARI - Lungomare Nazario Sauro, 7	14/04/2014
4	[EE-000075] NEW YORK - Fifth Avenue, 175	01/06/2015
5	[BA-000112] BARI - via Dioguardi, 1	16/04/2014
6	[MI-002248] MILANO - Via Cuneo, 2	14/04/2014
7	[MI-002249] MILANO - Corso San Gottardo, 29-31	14/04/2014
8	[MI-002250] MILANO - Via Spadari, 2	14/04/2014
9	[MI-002428] MILANO - Via Senato, 28	10/02/2015
10	[MI-002429] MILANO - Via Pisani, 10	00/03/2015
11	[RM-001547] ROMA - Via del Tritone, 132	05-06/03/2015
12	[RM-001548] ROMA - Ponte Galeria	06/03/2015
13	[RM-001549] ROMA - Paglian Casale	06/03/2015
14	[RM-001550] ROMA - Boccea	06/03/2015

Nel caso di specie, essendo trascorso un periodo che varia tra poco più di un anno e qualche mese dall'attività di site-inspection, e considerando anche le indicazioni fornite dal Cliente, in sede di analisi si è assunto che lo stato dei luoghi di ciascun asset non fosse eccezionalmente dissimile da quanto riscontrato in sede del sopralluogo già effettuato per la valutazione precedente ed, in ogni caso, che non siano intercorse variazioni di natura tecnica tali da inficiare la validità delle ipotesi assunte nella precedente analisi di valutazione (Data Rif. 31/12/2014 e 31/03/2015), rimandando espressamente a quanto recepito nella suddetta valutazione (ns. rif. MF-14-0029.01 e MF-14-0029.03) per quanto attiene:

- (i) la documentazione tecnico-amministrativa fornita;

Data Rif. 30/06/2015

17



Abstract

- (ii) i dati di consistenza per ciascun asset²⁵;
- (iii) le risultanze della technical site inspection²⁶.

Sono state invece recepite le eventuali variazioni intervenute relativamente a:

- (i) situazione locativa (come da documentazione fornita dal Cliente per ciascun asset costituente il portafoglio al 30/06/2015);
- (ii) piano CapEx previsionale inerente i prossimi 12 mesi (come da documentazione fornita dal Cliente per ciascun asset costituente il portafoglio al 30/06/2015);
- (iii) indicatori macroeconomici (come adottati da K2Real secondo quanto riportato dalle fonti di riferimento: Banca d'Italia, ISTAT, U.S. Department of the Treasury, ...);
- (iv) andamento del mercato immobiliare di riferimento;
- (v) eventuali variazioni in termini di operating cost²⁷;
- (vi) eventuali variazioni della situazione urbanistica (iter autorizzativo, indici edificatori, destinazioni d'uso, et al.).

In particolare, in sede di analisi si è tenuto conto con riferimento a ciascuno dei parametri macroeconomici, intesi quali tasso base ed Euribor, del dato derivante dalla media geometrica dei dati²⁸ relativi agli ultimi 5 anni monitorati alla Data di Riferimento del 30/06/2015 e, per il tasso inflattivo, della media mobile dei dati²⁹ relativi all'inflazione storica e programmata.

Invece, con riferimento ai parametri di mercato, intesi quali valori di mercato e canoni di mercato (ERV-Estimated Rental Value), al fine della valutazione si è tenuto conto dell'andamento generale dei comparti commerciale, terziario, ricettivo e residenziale (che rappresentano le destinazioni d'uso riscontrate nel portafoglio de quo) con successive considerazioni in merito al mercato locale di riferimento di ciascun asset. Per completezza informativa si riportano in sintesi, nella tabella che

²⁵ Nelle precedenti attività di valutazione si precisa che con riferimento ai dati di consistenza, sono stati effettuati controlli a campione sulle planimetrie fornite ai fini di un confronto rispetto ai dati di consistenza forniti (i.e. perizie precedenti, rendite, ...) al fine di evidenziare eventuali scostamenti. Qualora tali controlli abbiano evidenziato, fatti salvi errori di scala, scostamenti trascurabili (inferiori al 5%), sono stati assunti ai fini dell'analisi i dati di consistenza forniti; qualora invece tali scostamenti siano risultati non trascurabili (superiori al 5%) si è proceduto alla computazione grafica integrale delle superfici dell'asset delle planimetrie fornite dal Cliente su supporto pdf o dwg (a tal proposito si precisa che tale computazione grafica non risulta essere sostitutiva di un rilievo tecnico puntuale e di un conseguente vero e proprio calcolo delle consistenze del fabbricato). Differentemente per gli assets "RM-001548, Roma, Ponte Galea", "RM-001549, Roma, Pagan Casale" e "RM-001550, Roma, via Boccea" i dati di input (consistenza, rila funzionale, et al.) sono stati desunti dalla documentazione fornita dal Cliente (perizie precedenti, atti d'obbligo, documentazione urbanistico-progettuale, ...).

²⁶ Ad eccezione dell'asset ubicato a New York la cui attività di site inspection è stata condotta nel mese di giugno.

²⁷ Con riferimento agli operating cost intesi quali property tax, capex, property management, maintenance, ...), l'adeguatezza fornita, in sede di analisi sono stati assunti i dati desunti dalla documentazione messa a disposizione, differentemente si è proceduto ad stime autonome.

²⁸ Per il tasso base si è fatto riferimento al "Rendiconto dei titoli pubblici" o "Rendistato".

²⁹ Dati storici I.F.O. e dati programmati.



Abstract

segue, i canoni di mercato (ERV-Estimated Rental Value¹⁰) assunti in sede di valutazione per ciascun asset, di tipologia income producing building, a seguito della naturale scadenza dei contratti di locazione in essere. Inoltre si ricorda che in sede di analisi è stata assunta, anche per i canoni di mercato, una previsione di aumento in linea con l'indice inflattivo.

Tabella E – ERV-Estimated Rental Value assunto in sede di analisi

Tabella E - Estimated Rental Value assunto in sede di analisi (Data Ref. 30/06/2015)					
N°	Asset	Utilizzazione d'uso prevalente	RLA (%)	ERV - Estimated Rental Value (prevalente)	ERV - Estimated Rental Value (attuale)
1	[BA-000111] ROMA - Lungotevere Nazario Sauro, 7	Risettivo	8,00%	1.228.000	142
2	[BA-000112] ROMA - via Desquart, 9	Tenorio	9,10%	1.423.000	161
3	[BA-000113] ROMA - Via Veneto, 20	Risettivo	14,00%	1.800.000	200
4	[BA-000114] ROMA - Via Zara, 20-30	Tenorio	14,70%	295.000	34
5	[MI-000148] MILANO - Via Dante, 2	Commerciale	5,00%	1.086.000	125
6	[MI-000149] MILANO - Corso Sallustiana, 10-11	Commerciale	1,04%	1.100.000	128
7	[MI-000200] MILANO - Via Spadari, 2	Commerciale	1,50%	2019.000	233
8	[MI-000201] MILANO - Via Sallustiana, 10	Tenorio	0,10%	1.000.000	115
9	[MI-000202] MILANO - Via Sallustiana, 10	Tenorio	0,00%	1.000.000	115
10	[BA-000147] ROMA - Via dei Tritoni, 110	Tenorio	0,00%	1.200.000	138
Totale			12,36%		

Per tutto quanto non espressamente indagato, di cui ai capoversi che precedono, si è fatto pieno ed espresso riferimento alle informazioni ed alla documentazione all'uopo fornita dal Cliente, procedendo per ragionevole assunzione in difetto della stessa.

¹⁰ ERV-Estimated Rental Value, inteso quale l'ammontare stimato a cui un asset immobiliare dovrebbe essere locato a un conduttore nello stato di fatto e di diritto in cui si trova l'asset. La definizione di ERV-Estimated Rental Value è una variazione della definizione di Valore di Mercato, e pertanto fa pieno ed integrale riferimento alle condizioni di ordinanza proprie della definizione di Market Value.



Abstract

3.2. Approcci di Valutazione

In sede di analisi sono stati applicati gli approcci di seguito individuati:

- (i) **"Income Approach" (Approccio Finanziario)** – prende in considerazione l'approccio metodologico della DCF-Discounted Cash Flow Analysis con TV-Terminal Value, che si basa su:
 - determinazione, per il periodo di tempo ritenuto più opportuno, dei futuri redditi derivanti dalla locazione e/o alienazione (ivi compreso TV-Terminal Value) dell'asset immobiliare, in tutto o in parte (per comparto e/o singola entità che lo costituisca: fabbricato cielo-terra, porzione di fabbricato, unità immobiliare, lotto di terreno);
 - determinazione degli operating costs (assicurazione, property management, property taxes, manutenzione straordinaria) e dei costi di valorizzazione (demolizione, ricostruzione, nuova edificazione, ristrutturazione, risanamento conservativo, ...);
 - calcolo dei UFCF-Unlevered Free Cash Flows pre-tax;
 - attualizzazione, alla Data di Riferimento dell'analisi, dei flussi di cassa;
- (ii) **"Market Approach" (Approccio Comparativo)** – basato sul confronto fra l'asset immobiliare ed altri beni con esso comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali.
 Si utilizzano, nella fattispecie, moduli di comparazione ad "adjustment factors", al fine della comparabilità di variabili quali: dimensione, location, tipologia costruttiva, standard qualitativo, standing, pertinenze, affaccio, vista, esposizione, stato di conservazione, condizioni di manutenzione, dotazioni impiantistiche, infrastrutturazione del contesto, condizioni precipue di compravendita, et al.

Nella fattispecie, l'Income Approach è stato applicato per la determinazione del valore di ciascun asset, assumendo i redditi derivanti dai contratti di locazione fino alla naturale scadenza e quelli potenzialmente derivanti da un riposizionamento dell'asset sul mercato delle locazioni, nonché i costi connessi al mantenimento in efficienza della struttura. Mentre il Market Approach è stato applicato, oltre che per il riscontro del risultato finale rispetto ad operazioni di compravendita aventi ad oggetto immobili di caratteristiche comparabili rispetto a quello in oggetto, per la determinazione dei livelli di pricing e di canone di locazione di mercato (ERV-Estimated Rental Value) per le destinazioni d'uso considerate.

Al fini della determinazione del "GiV-Giudizio Integrato di Valore", le technicalities di analisi sopra illustrate sono state applicate in funzione delle necessità dell'analisi stessa come si evince dalla



Abstract

tabella F a seguire, dove è riportato il principale approccio metodologico applicato al fine della determinazione del FV-Fair Value di ciascun asset.

Tabella F – Principali approcci applicati

Approccio utilizzato al fine della determinazione del FV-Fair Value di ciascun asset - Data Ref. 30/06/2015		
N°	Asset	Principale Approccio
1	[BA-000111] BARI - Lungomare Nazario Sauro, 7	Income Approach
2	[BA-000112] BARI - via Dioguardi, 1	Income Approach
3	[MI-002248] MILANO - Via Cuneo, 2	Income Approach
4	[MI-002249] MILANO - Corso San Gottardo, 29-31	Income Approach
5	[MI-002250] MILANO - Via Spadari, 2	Income Approach
6	[MI-002428] MILANO - Via Senato, 28	Income Approach
7	[MI-002429] MILANO - Via Pisani, 19	Income Approach
8	[RM-000765] ROMA - Via Palermo	Income Approach
9	[RM-001480] ROMA - Via Zara, 29-30	Income Approach
10	[RM-001542] ROMA - Via del Tritone, 132	Income Approach
11	[RM-001548] ROMA - Ponte Galeria	Income Approach
12	[RM-001549] ROMA - Paglia Casale	Income Approach
13	[RM-001550] ROMA - Boccea	Income Approach
14	[EE-000075] NEW YORK - Fifth Avenue, 175	Income Approach

Premesso che per la valutazione del contratto di leasing e dunque del debito residuo si è tenuto conto della situazione rilevata nella valutazione effettuata al 31 marzo in ragione della circostanza che l'atto di conferimento condizionato è già stato stipulato, si precisa che per la determinazione del valore dei contratti di leasing aventi ad oggetto gli assets immobiliari "BA-000112_Bari, via Dioguardi, 1", "MI-002429_Milano, Via Pisani, 19" ed il portafoglio "MI-002248_Milano, via Cuneo, 2", "MI-002249_Milano, Corso San Gottardo, 29-31" e "MI-002250_Milano, Via Spadari, 2", si è proceduto sottraendo al "FV-Fair Value(as is)" dei beni immobiliari al 30/06/2015 l'importo del debito nominale residuo al 31 Marzo 2015, sulla base dell'importo indicato nella certificazione del debito residuo emessa dal Concedente.

Data Ref. 30/06/2015

21



Abstract

3.3. Valuation assumptions

In merito ai **dati di consistenza**, fermo restando quanto esplicitato nel paragrafo 3.1, in sede di analisi gli stessi sono stati espressi in termini di:

- **GBA-Gross Building Area** (Superficie lorda di fabbricato) intesa quale la superficie coperta, espressa in metri quadrati (mq), misurata al filo esterno dei muri perimetrali dell'asset immobiliare, come su-anzi definito, ed alla mezzeria delle murature confinanti verso terzi;
- **Uncovered building surfaces** (Superfici scoperte di fabbricato) intese quali le superfici, espresse in metri quadrati (mq), misurate al filo esterno degli spigoli che le definiscono, che risultano in estensione, prospicienza e/o aggetto rispetto ai muri perimetrali dell'asset (quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, balconi, terrazzi, scale esterne di sicurezza);
- **GLA-Gross Lettable Area** intesa come tutta o parte della superficie lorda totale suscettibile di generare "revenues" (introito economico), configurabile quale "lump sum" (somma una tantum), nell'ipotesi di alienazione, o di "proceeds" (reddito continuativo), nell'ipotesi di locazione a terzi. Nella fattispecie detta superficie, espressa in metri quadrati (mq), viene convenzionalmente determinata, a partire dalla superficie lorda, come segue:
per gli assets immobiliari a qualsiasi destinazione d'uso (residenziale, terziario, commerciale, industriale et al):
 esclusione di vani e/o locali tecnici, impianti, vani scala e/o ascensori e relativi stanchi (qualora non di uso esclusivo di un singolo asset immobiliare);
per i soli assets immobiliari a destinazione d'uso residenziale o, dietro specifica considerazione di merito, a destinazione d'uso diversa dal residenziale ma facilmente riconducibile a residenziale:
 Virtualizzazione mediante coefficiente di ponderazione pari al 50% per balconi e 30% per terrazzi.

Con riferimento alla determinazione dei ricavi da locazione, vengono assunti i redditi derivanti dai contratti di locazione in essere fino alla loro naturale scadenza (cautelativamente: prima scadenza, qualora l'importo degli stessi risulti al di sopra dei livelli medi di mercato; seconda scadenza, qualora l'importo degli stessi risulti al di sotto dei livelli medi di mercato, fatta eccezione per i casi in cui i contratti prevedano una rinuncia di diniego di rinnovo, per i quali è assunta la seconda scadenza indipendentemente dal canone) e, a seguire, i redditi derivanti da una locazione ordinaria ai livelli medi di mercato.



Abstract

Relativamente alla determinazione dei costi, vengono presi in considerazione gli operating costs (costi operativi a carico del Proprietario connessi al mantenimento in efficienza e funzionalità dei beni, quali: assicurazione, property management, IMU, TASI e manutenzione straordinaria) da sostenersi durante il mantenimento della proprietà dell'asset, oltre alle eventuali capital expenditures, nel caso di interventi di ristrutturazione, riqualificazione e/o riconversione funzionale dell'asset.

L'orizzonte temporale di analisi è funzione della peculiarità dei contratti di locazione assunti ai fini valutativi in quanto oltre al periodo che riflette la piena durata del contratto di locazione è stato assunto un ulteriore periodo di lease-up a seguito della scadenza naturale del contratto, al fine della stima del TV-Terminal Value che, essendo correlato alle potenzialità reddituali dell'asset, presume che in tale data si sia raggiunta la condizione di ordinarietà in termini di canone rinveniente. Con riferimento agli asset oggetto di valorizzazione orizzonte temporale tiene conto dell'operazione di valorizzazione a partire dai tempi amministrativi e di progettazione nonché i tempi necessari alla successiva allocazione sul mercato del prodotto valorizzato. Si precisa che l'orizzonte temporale assunto in sede di analisi non è influenzato né subordinato alle scelte ed alle decisioni di investimento della Proprietà, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions dell'attività di analisi si discostino da quanto contenuto nel business plan della Proprietà.

Con riferimento al Tasso di Attualizzazione, trattandosi di una valutazione basata sull'attualizzazione di flussi in assenza di tassazione e unlevered, si utilizza un Wacc-Weighted average cost of capital, determinato come segue:

- per quanto riguarda la componente di equity, si utilizza un build-up approach multi-fattoriale in relazione al rischio, quale sommatoria dei parametri direttamente correlati alle caratteristiche estrinseche ed intrinseche dell'asset stesso (nel caso di assets immobiliari, quindi, il "liquidity risk", l'"investment risk" e l'"urbanistic risk") e del "tasso base" (calcolato come media geometrica del "Rendimento dei titoli pubblici" o "Rendistato" per gli asset siti sul territorio italiano e dei "Treasure Bond" per l'asset sito in USA negli ultimi 5 anni monitorati) che rappresenta invece, in modo più ampio, la situazione congiunturale macroeconomica;
- ipotesi di applicabilità della Proposizione I della "legge di conservazione del valore" di Modigliani-Miller; pertanto, (seppur indicando, per coerenza al "tasso base" impiegato nel build-up approach del capitale di equity, anche il dato dell'Euribor quale media geometrica dell'"Euribor a 5€1 mesi" negli ultimi 5 anni monitorati a soli fini statistici), il valore dell'asset



Abstract

non dipende dalla struttura del capitale impiegata: tutte le componenti di rischio vengono pertanto ascritte direttamente alla componente di equity.

Per quanto riguarda la determinazione del TV-Terminal Value, si fa ricorso all' "Income Capitalization" basato sulla capitalizzazione diretta, ad uno specifico tasso di capitalizzazione, del reddito netto futuro potenziale generabile dall'asset ($TV = NOI / \text{Capitalization rate}$) nel periodo successivo all'ultimo anno dell'holding period considerato, assumendone la costanza e invarianza in perpetuity. La considerazione del periodo a valle dell'holding period è espressamente finalizzata all'assunzione di condizioni che, essendo spirato il contratto di locazione in essere e assunto un conseguente riposizionamento a mercato, risultino il più possibile scevre da qualsivoglia condizionamento di natura locativa specificamente connesso ai contratti di locazione eventualmente in essere alla Data di Riferimento. Nella determinazione dei fattori di cui alla capitalizzazione diretta, si fa riferimento a:

- NOI adjusted stimato sulla base dell'ERV-Estimated Rental Value, posticipato al periodo di determinazione del TV-Terminal Value, dedotte le spese ordinarie ed escluse le spese straordinarie;
- capitalization rate (Exit Cape Rate) determinato facendo riferimento al "modello di Gordon" applicabile in presenza di crescita stabile di reddito e patrimonio. Nel caso di specie, al Wacc viene sottratto il tasso di crescita "g" (assunta pari all'indice inflattivo) oltre ad un fattore di Risk out che esprime un fattore di extra crescita (positiva/negativa) rispetto al trend di crescita reale del mercato e/o settore di afferenza.

Per completezza informativa, nella tabella che segue si riportano il Tasso di Attualizzazione e l'Exit Cape Rate assunti per ciascun in fase di analisi.

Tabella G – Tassi di Attualizzazione ed Exit Cape Rate assunti in sede di analisi

Tassi di attualizzazione ed Exit Cape Rate assunti in sede di analisi. Data Ref. 30/06/2015			
N.	Asset	Tasso di attualizzazione	Exit Cape Rate
1	[BA-000111] BARI - Lungomare Nazario Sauro, 7	5,80%	4,94%
2	[BA-000112] BARI - via Dioguardi, 1	6,43%	5,99%
3	[MI-002248] MILANO - Via Cusco, 2	5,88%	4,92%
4	[MI-002249] MILANO - Corso San Gottardo, 29-31	6,22%	5,78%
5	[MI-002250] MILANO - Via Spadari, 2	5,78%	4,56%
6	[MI-002428] MILANO - Via Senato, 28	5,81%	4,85%
7	[MI-002429] MILANO - Via Prati, 19	6,28%	5,94%
8	[RM-000765] ROMA - Via Palermo	6,24%	5,02%
9	[RM-001480] ROMA - Via Zara, 29-30	6,49%	5,52%
10	[RM-001547] ROMA - Via del Tritone, 132	5,49%	4,22%
11	[EF-000075] NEW YORK - Fifth Avenue, 175	4,79%	5,42%

Data Ref. 30/06/2015

24



Abstract

Inoltre per le analisi di cui all'approccio finanziario della DCF-Discounted Cash Flow Analysis, si considerino le seguenti assunzioni poste alla base dell'analisi stessa:

- (i) proiezioni effettuate a valori nominali;
- (ii) indice inflattivo assunto quale (i) media mobile tra l'inflazione storica e programmata (dati storici F.O.I. registrati negli ultimi 5 anni e dati programmati per i prossimi 5 anni) per gli assets siti sul territorio nazionale e (ii) media dei dati d'inflazione registrati in USA negli ultimi 5 anni monitorati per l'asset sito a New York;
- (iii) previsione di un aumento dei valori e canoni di mercato in linea con l'indice inflattivo;
- (iv) rivalutazione annua dei redditi da locazione in essere in base alla normativa in materia vigente;
- (v) adozione di percentuale di vacancy & credit loss variabile in funzione della possibilità di rinnovo degli eventuali contratti a terzi in essere e/o dei tempi di assorbimento da parte del mercato di riferimento, tenendo conto delle caratteristiche tipologiche dell'immobile e del mercato di riferimento stesso. Il dettaglio dei parametri assunti è riportato nella tabella H;
- (vi) stima della fee di locazione in funzione della possibilità di rinnovo degli eventuali contratti a terzi in essere tenendo conto delle caratteristiche tipologiche dell'immobile e del mercato di riferimento stesso. Il dettaglio dei parametri assunti è riportato nella tabella H;
- (vii) adozione di un periodo di sfritto a seguito della scadenza naturale dei contratti di locazione in essere stimato in ragione dei tempi di assorbimento da parte del mercato di riferimento, tenendo conto della possibilità di rinnovo degli eventuali contratti a terzi in essere. Il dettaglio dei parametri assunti è riportato nella tabella H;
- (viii) stima dei costi di property management, qualora non si disponga del dato reale, quale percentuale dei ricavi lordi potenziali da locazione;
- (ix) costi di assicurazione desunti dai dati reali forniti dalla Proprietà; qualora non si disponga del dato reale, stima quale percentuale del Reinstatement Cost¹⁰;
- (x) stima dell'incidenza delle manutenzioni straordinarie, qualora non si disponga del dato reale, quale percentuale del Reinstatement Cost¹¹;
- (xi) stima dell'imposta di registro su locazione dovuta a seguito del regime impositivo-fiscale ex L. 248/2006 di conversione del D.L. 223/2006, assumendo convenzionalmente la ripartizione dell'aliquota dovuta (1%) in ragione del 50% tra Locatore e Locatario;
- (xii) importo delle property taxes desunto dai dati reali forniti dalla Proprietà.

¹⁰ Definito come il costo di riproduzione del bene secondo tecnologie costruttive e costi materiali di cui all'epoca di costruzione dell'asset stesso, con espressa esclusione del terreno, utilizzato ai fini assicurativi.

¹¹ Ibidem.



Abstract

Tabella H – Principali parametri assunti in sede di analisi

Principali parametri assunti in sede di analisi (dati alla 30/06/2015)						
N.	Asset	N. Immobili	Assunzione Vita utile (anni)	Assunzione rend. netto da immobiliare (% annuo lordo)	Assunzione rend. netto da immobiliare (% annuo)	Assunzione rend. netto da immobiliare (% annuo)
1	[BA-000111] BARR - Langemarck/Natale/Santo, 1	1	3-6 anni	1,00%	1,00%	5,0% ERV
2	[BA-000112] BARR - via Dalmazia, 1	1	3-6 anni	1,00%	2,00%	2,5% ERV
3	[MI-002146] MIAMO - Via Ciroli, 2	1	1-2 anni	1,00%	1,50%	2,5% ERV
4	[MI-002149] MIAMO - Corso San Gottardo, 20-31	1	3-6 anni	1,00%	1,50%	5,0% ERV
5	[MI-002280] MIAMO - Via Solares, 2	1	5-20 gg	1,00%	3,00%	2,8% ERV
6	[MI-002420] MIAMO - Via Seneca, 28	1	1-2 anni	1,00%	1,00%	2,5% ERV
7	[MI-002429] MIAMO - Via Pisan, 110	12	1-6 anni	da 3% a 3%	-2,00%	da 5% a 10% ERV
8	[PA-000191] PDAMS - Via Pizzardi	1	3-6 anni	1,00%	1,50%	1,0% ERV
9	[SP-011400] ROMA - Via Zola, 20-30	2	1-6 anni	da 0,5% a 1,2%	1,00%	da 1,5% a 10% ERV
10	[RIA-001847] ROMA - Via dei Feloni, 132	1	1-2 anni	1,00%	1,00%	2,5% ERV

Attraverso il modello di analisi suanzi descritto, che si rifa prioritariamente all'Income Approach della DCF-Discounted Cash Flow Analysis, su cui si compenetrano l'Income Capitalisation Approach ed il Market Approach, per la stima dei ricavi da vendita, e fatti salvi i parametri di base e le assumptions poc'anzi illustrate, si è giunti ad un valore in blocco di ciascun singolo asset immobiliare nella propria accezione di real estate property (cospite fisicamente esistente) per quanto riguarda n. 11 assets.



Abstract

3.3.1. Valuation assumption asset soggetto a valorizzazione

Nel caso degli assets oggetto di valorizzazione, ovvero gli assets "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", "RM-001549_Roma, Paglian Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea", che si ricordano essere i diritti edificatori in compensazione generati da un'area sita a Roma in via Buonavita divenuta inedificabile a seguito dell'approvazione del Nuovo Piano Regolatore Generale ed attribuiti a tre aree di atterraggio distinte ubicate nel comune di Roma, con riferimento all'analisi di valutazione alla Data di Riferimento del 30/06/2015 si considerino, in aggiunta quanto sopra specificato, anche le seguenti assunzioni:

- (xiii) dati di consistenza e mix funzionale (residenziale, non residenziale) desunti dalla documentazione fornita;

Tabella 1 - Dettaglio consistenze

Dettaglio consistenze				
	Roma	Volumetrie residenziale [mq]	Volumetrie non residenziale [mq]	Volumetrie totale [mq]
1	[RM-001548] ROMA - Ponte Galeria	41.690	13.421	55.111
2	[RM-001549] ROMA - Paglian Casale	85.613,54	12.128,14	97.741,68
3	[RM-001550] ROMA - Boccea	0.712	740	740

- (xiv) completamento dell'iter urbanistico volto alla sottoscrizione della convenzione urbanistica, qualora non ancora ultimato (è questo il caso dell'asset di "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", il cui iter urbanistico risulta essere in una fase più arretrata; sulla base delle informazioni fornite dalla Proprietà, è stato ipotizzato un periodo pari a circa un anno per la sottoscrizione della convenzione urbanistica);
- (xv) un'ipotesi che vede la valorizzazione delle volumetrie autorizzate a valle della sottoscrizione della convenzione urbanistica e la successiva dismissione (as es. la vendita in blocco delle stesse a soggetti terzi coinvolti nella trasformazione dell'area su cui insistono i diritti) a valori che riflettono le evidenze di mercato emerse dall'indagine condotta in merito ad aree edificabili e diritti edificatori, ubicati nell'area di riferimento, attualmente presenti sul mercato o recentemente compravenduti. Si riportano a seguire i valori assunti ai fini dell'analisi;

Data Ref. 30/06/2015

27

Tabella 1 – Valori assunti in sede di analisi:

Dettaglio valori assunti ai fini dell'analisi WU Data del 31/03/2015				
N.	Asset	Valore unitario residenziale (unit/mq)	Valore unitario non residenziale (unit/mq)	Ricavi complessivi (euro)
1	RM-001548 Roma - Ponte Galeria	295	200	21.092.498
2	RM-001549 Roma - Paglian Casale	267	255	20.578.030
3	RM-001550 Roma - Boccea	353	330	25.972.491

- (xvi) non sono stati assunti costi diretti di valorizzazione, infatti in sede di analisi non sono stati ipotizzati interventi di realizzazione in quanto è stata assunta la sola valorizzazione dei diritti edificatori autorizzati a valle della sottoscrizione della convenzione urbanistica e la successiva vendita degli stessi;
- (xvii) stima delle voci di costo inerenti i costi indiretti (progettazione) che concorrono all'ottenimento della convenzione urbanistica. Per gli asset "RM-001549_Roma, Paglian Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea" gli stessi sono stati considerati completamente sostenuti, mentre per l'asset di "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", il cui iter non è concluso, è stato assunto che sia ancora da sostenersi una quota, pari a ca. 55.000 euro dell'importo complessivamente stimato;
- (xviii) stima dei costi correlati alla vendita quale percentuale (0,5%) dei ricavi lordi potenziali da vendita nello status "AS IS=HBU";
- (xix) importo delle property taxes desunto dai dati reali forniti dalla Proprietà, qualora non si disponga del dato reale, stima sulla base delle evidenze derivanti da beni assimilabili;
- (xx) in sede di analisi è stata assunta la dismissione dei diritti edificatori a seguito della sottoscrizione della convenzione, non è stata pertanto considerata la stima di una eventuale quota di extra profitto del developer per l'implementazione dell'operazione complessiva di valorizzazione (Development Royalties) quale percentuale degli incassi alla vendita nell'eventuale status "HBU" considerato ai fini valutativi (si ricorda che in sede di analisi non è stata ipotizzata la realizzazione della volumetria), tuttavia i valori di mercato e il tasso di attualizzazione assunti in sede di analisi tengono conto di tale parametro;
- (xxi) definizione del timing di durata complessiva dell'operazione a partire dai tempi amministrativi e di progettazione (ca. 1 anno per l'asset di "RM-001548_Roma, Ponte Galeria") nonché i tempi necessari alla successiva allocazione sul mercato dei diritti



Abstract

edificatori a seguito della sottoscrizione della convenzione urbanistica (ca. 1 anno per ciascun assets);

- (xxii) attualizzazione dei flussi di cassa determinati in sede di analisi ad un tasso, che varia in ragione delle caratteristiche di ciascuna operazione di valorizzazione, determinato secondo la modalità sopra riportata; nella tabella a seguire si riporta il dettaglio relativo ai tassi di attualizzazione adottati in sede di analisi.

Tabella K – Principali tassi di attualizzazione assunti in sede di analisi

Tasso di attualizzazione assunto ai fini dell'analisi al 30/06/2015		
N	Nome	WACC Development
1	RM-001548 ROMA - Ponte Galeria	10,3%
2	RM-001549 ROMA - Paglian Casale	10,8%
3	RM-001550 ROMA - Boccea	9,0%

Attraverso il modello di analisi suanzi descritto, che si rifà prioritariamente all'Income Approach della DCF-Discounted Cash Flow Analysis, su cui si compenetra il Market Approach, per la stima dei ricavi da vendita, e fatti salvi i parametri di base e le assumptions poc'anzi illustrate, si è giunti ad un valore in blocco di ciascun singolo asset immobiliare nella propria accezione di real estate development/ enhancement project (operazione di sviluppo/valorizzazione immobiliare) per gli assets "RM-001548_Roma, Ponte Galeria", "RM-001549_Roma, Paglian Casale" e "RM-001550_Roma, via Boccea", determinato, appunto, quale NPV-Net Present Value dei flussi di costi e ricavi dell'operazione immobiliare nell'arco di tempo ragionevolmente corrispondente alla durata dell'operazione medesima.



Abstract

4. ASSETS MOBILIARI

4.1. Limiti della Relazione

Al fine di implementare la valutazione di ciascuna delle società costituenti il portafoglio mobiliare alla Data di Riferimento del 30/06/2015, come individuate nella Tabella B al paragrafo 3.1, è stata effettuata un'analisi di valutazione del Capitale Economico basandosi esclusivamente sui dati di input contenuti nella documentazione fornita dal Cliente (o da chi per esso), sul know-how relativo alla prassi estimativa, e per la valutazione dei beni immobili e dei diritti immobiliari, ivi sottesi, in esito all'incarico ricevuto.

4.2. Approcci di valutazione

In sede di analisi sono stati applicati gli approcci di seguito individuati:

(i) Metodo Patrimoniale Semplice

Il FV-Fair Value del Capitale Economico della Società, è fatto coincidere con il Patrimonio Netto Rettificato, determinato con le seguenti modalità:

- assunzione, quale punto di partenza, della situazione patrimoniale contabile della Società alla Data di Riferimento della valutazione;
- analisi ed eventuale riclassificazione delle voci dell'Attivo e del Passivo dello Stato Patrimoniale;
- espressione, a valore corrente, dei valori contabili relativi alle poste non monetarie dell'Attivo¹;
- evidenziazione di eventuali plusvalenze/minusvalenze;
- eventuale stima dell'incidenza fiscale possibile per effetto delle rivalutazioni/svalutazioni

Tale metodo valutativo, finalizzato all'ottenimento del Patrimonio Netto Rettificato, viene esplicitato dalla seguente formula:

$$V = \text{Patrimonio Netto Rettificato} = \text{PN} + \text{Rettifiche Nette}$$

laddove:

PN = Patrimonio Netto Contabile/Riclassificato

Rettifiche Nette = differenze rilevate tra valore corrente e valore di libro delle voci attive e passive da rettificare, al netto della stima degli oneri potenziali

¹ Limitando l'analisi, di norma, ai beni immobili, diritti immobiliari e relative partecipazioni in società immobiliari



Abstract

$V = \text{FV-Fair Value del Capitale Economico della Società} = \text{Patrimonio Netto Rettificato}$

Mediante l'applicazione di tale metodo, è possibile determinare il Patrimonio Netto Rettificato attraverso la somma del Patrimonio Netto Contabile/Riclassificato con le plusvalenze/minusvalenze derivanti dai valori correnti delle poste attive e passive della Società. Il Patrimonio Netto Rettificato così ottenuto, corrisponde quindi al FV-Fair Value del Capitale Economico della Società considerata.

(ii) Metodo Reddituale

Il FV-Fair Value del Capitale Economico della Società viene determinato sulla base della capacità della stessa di generare reddito. Il valore dell'impresa viene infatti determinato mediante la capitalizzazione dei risultati economici attesi ad un determinato tasso che tenga anche conto della componente di rischio insito nell'attività, stimando un reddito medio 'normalizzato', cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, quali plusvalenze e minusvalenze, sopravvenienze attive e passive, rivalutazioni e svalutazioni. In particolare, si è proceduto come di seguito descritto.

Il valore è stato determinato tramite la capitalizzazione di un importo definito sulla base dei dati forniti dal Management della Società, oltre che di ragionevoli stime ed assunzioni, equiparandolo al FCFE (Free Cash Flow to Equity), ad un tasso (K_e) secondo la prospettiva "unlevered" e prescindendo da effetti di natura fiscale.

Nella tabella a seguire si riporta il principale approccio metodologico applicato al fine della determinazione del FV-Fair Value di ciascun asset.

Tabella 1 – Principali approcci applicati

Tecniche utilizzate al fine della determinazione del FV-Fair Value di ciascun asset		
N°	Asset	Principale metodologia
1	[FE-S00001] FLATIRON RES Inc.	Metodo Patrimoniale Semplice
2	[IT-S00030] GAN MANAGEMENT S.r.l.	Metodo Reddituale

4.3. Valuation Assumptions

L'attività di valutazione delle Società è stata condotta nell'ipotesi di continuità aziendale, secondo un approccio "as is"¹⁰, tenuto conto, nel caso della Gan Management Srl, della disponibilità del Socio a sostenere finanziariamente la Società e a provvedere tempestivamente alla ricapitalizzazione della stessa.

¹⁰ Dr. Cooland, Kohort Maria (1990)



Abstract

I dati forniti dal Cliente riferiti alle situazioni contabili¹⁾ al 30/06/2015 sono stati assunti, per le finalità della presente attività, come rappresentativi della reale situazione patrimoniale, finanziaria ed economica aggiornata delle Società alla Data di Riferimento, senza procedere esplicitamente ad ulteriori verifiche, accertamenti con riferimento alla:

- (i) conformità alle disposizioni di legge ai principi contabili;
- (ii) omogeneità e uniformità di applicazione dei principi contabili;
- (iii) insussistenza di minori attività, maggiori passività o ulteriori sopravvenienze passive.

L'attività è stata condotta sulla base delle ulteriori informazioni trasmesse o acquisite dal Cliente e/o dai suoi consulenti senza tuttavia procedere, non rientrando nell'incarico ricevuto, ad una loro verifica di completezza e/o di accuratezza.

¹⁾ Si precisa che tali situazioni contabili non derivano da bilanci approvati.



Abstract

5. CONFRONTO TRA VALORE DI STIMA E ULTIMO VALORE A BILANCIO

Per completezza informativa si riporta a seguire il confronto tra il valore al 30 Giugno 2015 risultante dalla presente analisi e il valore attribuito da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato.

[BA-000111] Bari – Lungomare Nazario Sauro

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 27.700.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 27.700.000, pari al valore di mercato risultante dalla valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014 elaborata da K2Real-Key to Real S.r.l.

[BA-000112] Bari – Via Dioguardi, 1

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 18.000.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello Comparto Puglia Due" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 18.200.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Donatello Comparto Puglia Due" al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015, pari ad Euro 18.000.000, e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello Comparto Puglia Due" alla data del 31/12/2014, pari ad Euro 18.200.000, è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima) e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[MI-002248] Milano – Via Cusco, 2

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 24.700.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 24.510.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare

Data Ref. 30/06/2015

33



Abstract

risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo Tiziano Comparto San Nicola al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015 pari ad Euro 24.700.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 pari a Euro 24.510.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[MI-002249] Milano – Corso San Gottardo, 29-31

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) di Euro 17.200.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" al 31/12/2014 al valore di Euro 16.370.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" al 31/12/2014. La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015 di Euro 17.200.000 ed il valore iscritto nel Rendiconto del "Fondo Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 di Euro 16.370.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[MI-002249] Milano – Via Spadari, 2

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 35.450.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 35.900.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" al 31/12/2014.



Abstract

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015 di Euro 35.450.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 di Euro 35.900.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 3 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[MI-002428] Milano – Via Senato, 28

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 25.450.000.

L'asset immobiliare, detenuto dalla società immobiliare Senato S.a.S, era iscritto a rendiconto al 31/12/2014 del "Fondo Caravaggio", che detiene le quote della società immobiliare Senato S.a.S, al valore di Euro 25.380.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Caravaggio" al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015 di Euro 25.450.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Caravaggio" alla data del 31/12/2014 di Euro 25.380.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[MI-002429] Milano – Via Pisani, 19

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 27.000.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Tulipano" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 24.600.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Donatello comparto Tulipano" al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015 di Euro 27.000.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Tulipano" alla data del 31/12/2014 di

Data Ref. 30/06/2015

35



Abstract

Euro 24.600.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse; in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi, con variazioni intercorse anche in termini di mercato. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati mediante stima), e (ii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita e l'indice inflattivo adottato.

[RM-000765] Roma – Via Palermo

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 43.200.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 43.200.000, pari al valore di mercato risultante dalla valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014 elaborata da K2Real-Key to Real S.r.l.

[RM-001480] Roma – Via Zara

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 10.300.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 10.300.000, pari al valore di mercato risultante dalla valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014 elaborata da K2Real-Key to Real S.r.l.

[RM-001547] Roma – Via del Tritone, 132

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 24.700.000.

L'asset immobiliare, detenuto dalla società Palazzo del Tritone 132 Srl, era iscritto a rendiconto al 31/12/2014 del "Fondo Caravaggio", che detiene le quote della società Palazzo del Tritone 132 Srl, al valore di Euro 24.300.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Caravaggio" al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015 di Euro 24.700.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Caravaggio" alla data del 31/12/2014 di Euro 24.300.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di (i) dati di input, quali le superfici commerciali (determinate sulla base di coefficienti di ponderazioni differenti), ed operating costs (altresì determinati



Abstract

mediante stima), e (iii) assunzioni adottate in seno al DCF-Discounted Cash Flow, tra le quali il discount rate, il cap rate di uscita, l'orizzonte temporale di riferimento e l'indice inflattivo adottato.

[RM-001548] Roma – Ponte Galeria

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 18.100.000.

L'asset immobiliare, detenuto dalla società Akron S.p.A., era iscritto a rendiconto del 31/12/2014 del Fondo "Donatello comparo Michelangelo Due", che detiene il 90% delle quote della società Akron S.p.A., al valore di Euro 18.100.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Fondo Donatello comparo Michelangelo Due" al 31/12/2014. La rimanente quota¹⁾ della società Akron S.p.A., pari al 10%, è detenuta dal Fondo "Tintoretto comparo Akroterion", essendo tale Fondo detentore di una quota minoritaria della Società, ai fini del confronto si è fatto riferimento alla valutazione elaborata per il Fondo "Donatello comparo Michelangelo Due".

Le analisi di valutazione al 31/12/2014 ed al 30/06/2015 sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi e differiscono in termini di approccio metodologico (nella analisi di valutazione al 31/12/2014 il valore di mercato è stato determinato con il metodo comparativo, mentre nella analisi di valutazione al 30/06/2015 è stato utilizzato l'Income Approach con analisi dei flussi di cassa attualizzati - DCF-Discounted Cash Flow Analysis).

[RM-001549] Roma – Paglian Casale

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 19.500.000.

L'asset immobiliare, detenuto dalla società Akron S.p.A., era iscritto a rendiconto del 31/12/2014 del Fondo "Donatello comparo Michelangelo Due", che detiene il 90% delle quote della società Akron S.p.A., al valore di Euro 19.100.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Fondo Donatello comparo Michelangelo Due" al 31/12/2014. La rimanente quota¹⁾ della società Akron S.p.A., pari al 10%, è detenuta dal Fondo "Tintoretto comparo Akroterion", essendo tale Fondo detentore di una quota minoritaria della

¹⁾ La quota del 10% della società Akron S.p.A. è stata acquisita dal Fondo "Tintoretto comparo Akroterion" in data 09 Aprile 2014. Per tale Società, ai fini della redazione del Rendiconto del Fondo al 31/12/2014, la valutazione è stata fatta al costo di acquisto, tenuto conto del fatto che si tratta di partecipazione non di controllo e che non era ancora trascorso un anno dall'acquisizione da parte del Comparto. Di conseguenza per gli asset immobiliari detenuti dalla Società, nell'ambito del Fondo "Tintoretto comparo Akroterion", non è stata redatta una perizia di stima del Valore di Mercato alla Data di Riferimento del 31/12/2014.

²⁾ Vedi nota 30.



Abstract

Società, ai fini del confronto si è fatto riferimento alla valutazione elaborata per il Fondo "Donatello comparto Michelangelo Due".

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015 di Euro 19.500.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Michelangelo Due" alla data del 31/12/2014 di Euro 19.100.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di approccio metodologico (nella analisi di valutazione al 31/12/2014 il valore di mercato è stato determinato con il metodo comparativo, mentre nella analisi di valutazione al 30/06/2015 è stato utilizzato l'Income Approach con analisi dei flussi di cassa attualizzati - DCF-Discounted Cash Flow Analysis).

[RM-001549] Roma – Boccea

L'asset immobiliare, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari a Euro 2.500.000.

L'asset immobiliare era iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Puglia Uno" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 2.250.000, pari al valore di mercato dell'asset immobiliare risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo "Donatello comparto Puglia Uno" al 31/12/2014.

La differenza tra il FV-Fair Value alla data di valutazione del 30/06/2015 di Euro 2.500.000 e il valore iscritto nel Rendiconto del Fondo "Donatello comparto Puglia Uno" alla data del 31/12/2014 di Euro 2.250.000 è attribuibile al fatto che le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti Indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi, con variazioni intercorse anche in termini di mercato. Inoltre, le analisi di valutazione differiscono in termini di approccio metodologico (nella analisi di valutazione al 31/12/2014 il valore di mercato è stato determinato con il metodo comparativo, mentre nella analisi di valutazione al 30/06/2015 è stato utilizzato l'Income Approach con analisi dei flussi di cassa attualizzati - DCF-Discounted Cash Flow Analysis).

[IT-S00030] – GAN MANAGEMENT S.r.l.

Il capitale economico del 100% delle azioni della GAN Management Srl, alla data di valutazione del 30/06/2015, ha un valore stimato (FV-Fair Value) pari ad Euro 155.000.

La partecipazione del 100% del capitale economico della GAN Management Srl era iscritta nel Rendiconto del Fondo "Tiziano Comparto San Nicola" alla data del 31/12/2014 al valore di Euro 155.000, pari al valore di mercato risultante dalla valutazione alla Data di Riferimento del 31/12/2014 elaborata da K2Real-Key to Real S.r.l.

Data Ref. 30/06/2015

38



Abstract

(EE-S00001) FLATIRON RES Inc.

Il capitale economico (del 100% delle azioni della Flatiron RES inc. (che detiene il 7,4358% del Flatiron Building), alla data di valutazione 30/06/2015, ha un valore stimato (PV-Fair Value) di USD 13.050.000, sulla base del PV-Fair Value del 100% del Flatiron Building di USD 176.000.000.

Si precisa che alla data odierna non è possibile procedere al confronto con l'ultimo valore attribuito dal conferente, Michelangelo Real Estate Corporation, nell'ultimo bilancio annuale approvato, in quanto il bilancio al 31/12/2014 della società Michelangelo Real Estate Corporation, che deteneva la Flatiron RES inc. a tale data, non è stato ancora approvato. Inoltre il precedente bilancio approvato della Michelangelo Real Estate Corporation risale al 31/12/2013, data in cui la società Flatiron RES Inc. non era stata ancora costituita (la data di costituzione è il 25/04/2014).

Per completezza informativa, si precisa che il Flatiron Building è detenuto per tramite delle società summenzionate in capo al Fondo lussemburghese "HTBF USD", gestito dalla Main Source SA, e che la valutazione dell'immobile alla data del 31/12/2014 è stata predisposta dall'Esperto indipendente dello stesso Fondo, ed è pari a USD 176.000.000. Le valutazioni sono state redatte da due distinti Esperti indipendenti a Date di Riferimento diverse, in particolare temporalmente distinte di circa 6 mesi.

Data del 30/06/2015

39



Abstract

6. CONCLUSIONI DI STIMA

6.1. Assets immobiliari

Attraverso i modelli di analisi e le technicalities di valutazione su-anzi descritti, e fatti salvi i relativi parametri di base e main assumptions come illustrati al capitolo 3, si è giunti all'espressione di un GIV-Giudizio Integrato di Valore, per gli assets afferenti il portafoglio immobiliare oggetto di analisi alla Data di Riferimento del 30/06/2015.

A seguire vengono allegare le tabelle di R.V.-Riepilogo Valori.

Tabella M - R.V.-Riepilogo Valori alla Data di Riferimento del 30/06/2015

Gruppi immobiliari oggetto di analisi, Data di Riferimento 30/06/2015				
N°	Assetto	Valore di Riferimento	Assessment	F.V. per Assetto (Euro)
1	IM-000111) ROMA - Isolamento Acustico Scuola 7	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	29.700.000,00 (Euro trentattemila e settecentomila/00)
2	IM-000112) ROMA - Isolamento Acustico Scuola 8	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	29.400.000,00 (Euro ventinove milioni e quattrocentomila/00)
3	IM-000113) ROMA - Via Feltrina, 20	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	43.300.000,00 (Euro quarantatremila e trecentomila/00)
4	IM-000114) ROMA - Via Tevere, 29/30	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	10.300.000,00 (Euro diecimila e trecentomila/00)
5	IM-000115) ROMA - Via del Circolo, 100	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	24.700.000,00 (Euro ventiquattromila e settecentomila/00)
6	IM-000116) ROMA - Ponte Salaria	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	18.100.000,00 (Euro diciotto milioni e centomila/00)
7	IM-000117) ROMA - Pignone Giulio	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	18.500.000,00 (Euro diciotto milioni e cinquecentomila/00)
8	IM-000118) ROMA - Bocca	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	8.900.000,00 (Euro otto milioni e novemila/00)
GRUPPI IV R.V. Value				171.450.000,00 (Euro centottantatremila e quattrocentomila/00)

Gruppi immobiliari oggetto di analisi, Data di Riferimento 30/06/2015				
N°	Assetto	Valore di Riferimento	Assessment	F.V. per Assetto (Euro)
10	IM-000119) ROMA - ex Elagabali, 1	Quadrante immobiliare	Secondo Appraisal	18.000.000,00 (Euro diciotto milioni/00)
11	IM-000120) ROMA - Via Cavour, 2	Quadrante immobiliare	Secondo Appraisal	24.700.000,00 (Euro ventiquattromila e settecentomila/00)
12	IM-000121) ROMA - Via San Giovanni, 25/1	Quadrante immobiliare	Secondo Appraisal	11.200.000,00 (Euro undici milioni e duecentomila/00)
13	IM-000122) ROMA - Via Salaria, 2	Quadrante immobiliare	Secondo Appraisal	18.450.000,00 (Euro diciotto milioni e quattrocentomila/00)
14	IM-000123) ROMA - Via Flaminia, 10	Quadrante immobiliare	Secondo Appraisal	27.000.000,00 (Euro ventisette milioni/00)
GRUPPI IV R.V. Value				122.350.000,00 (Euro centventimilatrecentomila e cinquantamila/00)

Gruppi immobiliari oggetto di analisi, Data di Riferimento 30/06/2015				
N°	Assetto	Valore di Riferimento	Assessment	F.V. per Assetto (Euro)
9	IM-000124) ROMA - Ponte Salaria, 175	Perla immobiliare	Secondo Appraisal	176.000.000,00 (Euro centsettemila e seicentomila/00)
GRUPPI IV R.V. Value				176.000.000,00 (Euro centsettemila e seicentomila/00)

Data R.V. 30/06/2015

40



Abstract

Infine per ciascun assets detenuto mediante leasing immobiliare, premesso che per la valutazione del contratto di leasing e dunque del debito residuo si è tenuto conto della situazione rilevata nella valutazione effettuata al 31 marzo in ragione della circostanza che l'atto di conferimento condizionato è già stato stipulato e considerati gli importi dei debiti residui indicati nelle singole certificazioni del debito residuo emesse dal Concedente (Unicredit Leasing S.p.A.), è stato determinato il Valore di ciascun contratto di leasing alla Data di Riferimento del 30 Giugno 2015, come riportato nella tabella che segue.

Tabella N – Valore dei contratti di leasing immobiliare al 30 giugno 2015

Tabella N - Valore dei contratti di leasing immobiliare al 30/06/2015			
N°	Contratto	Valore Valore al 30/06/2015 (Euro)	Valore al 30/06/2015 (Euro)
1	361-000131) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
2	361-000132) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
3	361-000133) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
4	361-000134) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
5	361-000135) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
6	361-000136) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
7	361-000137) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
8	361-000138) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
9	361-000139) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
10	361-000140) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
11	361-000141) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
12	361-000142) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
13	361-000143) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
14	361-000144) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
15	361-000145) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
16	361-000146) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
17	361-000147) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
18	361-000148) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
19	361-000149) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
20	361-000150) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
21	361-000151) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
22	361-000152) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
23	361-000153) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
24	361-000154) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
25	361-000155) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
26	361-000156) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
27	361-000157) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
28	361-000158) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
29	361-000159) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
30	361-000160) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
31	361-000161) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
32	361-000162) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
33	361-000163) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
34	361-000164) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
35	361-000165) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
36	361-000166) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
37	361-000167) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
38	361-000168) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
39	361-000169) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
40	361-000170) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
41	361-000171) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
42	361-000172) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
43	361-000173) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
44	361-000174) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
45	361-000175) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
46	361-000176) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
47	361-000177) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
48	361-000178) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
49	361-000179) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
50	361-000180) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
51	361-000181) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
52	361-000182) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
53	361-000183) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
54	361-000184) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
55	361-000185) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
56	361-000186) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
57	361-000187) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
58	361-000188) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
59	361-000189) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
60	361-000190) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
61	361-000191) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
62	361-000192) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
63	361-000193) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
64	361-000194) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
65	361-000195) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
66	361-000196) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
67	361-000197) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
68	361-000198) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
69	361-000199) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
70	361-000200) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
71	361-000201) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
72	361-000202) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
73	361-000203) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
74	361-000204) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
75	361-000205) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
76	361-000206) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
77	361-000207) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
78	361-000208) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
79	361-000209) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
80	361-000210) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
81	361-000211) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
82	361-000212) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
83	361-000213) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
84	361-000214) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
85	361-000215) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
86	361-000216) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
87	361-000217) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
88	361-000218) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
89	361-000219) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
90	361-000220) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
91	361-000221) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
92	361-000222) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
93	361-000223) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
94	361-000224) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
95	361-000225) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
96	361-000226) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
97	361-000227) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
98	361-000228) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
99	361-000229) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00
100	361-000230) RNF - via Rappelli, 1	18.000.000,00	8.287.000,00

Data REF: 30/06/2015

48



Attestato

6.2. Assets mobiliari

In base all'indagine svolta, ai metodi di valutazione applicati e a quanto precedentemente indicato nel capitolo 4, si è giunti all'espressione del IV-Fair Value del Capitale Economico delle Società oggetto di analisi nell'ambito dell'analisi di valutazione del patrimonio, alla Data di Riferimento del 30/06/2015.

Tabella 0 - R.V.-Riepilogo Valori alla Data di Riferimento del 30/06/2015

Riepilogo patrimoniale in valuta della società alla Data di Riferimento del 30/06/2015								
N.	Codice Società	Società	Tipologia Società	Tipologia Assetto	Valutazione IV-FV (€)	Quota di possesso (%)	Valore della quota (%)	Valore (€)
1	IE-500001	FLATIRON RES. Inc.	Property Holding	Finanziamento	13.080.000	100%	13.080.000	(Dollari)
2	IE-500020	MAN MANAGEMENT S.r.l.	Finanziaria	Finanziamento	185.000	100%	185.000	(Euro)

Tutto quanto sopra premesso e considerato, fatto espresso riferimento ai parametri di base di main assumption, così come illustrati all'omonimo paragrafo, e fatte altresì salve le condizioni al contorno e disclaimer di cui agli allegati che costituiscono parte integrante del presente documento, si ritiene ragionevole che il più probabile controvalore economico di ciascuno degli assets di cui al patrimonio in questione, nello stato di fatto e di diritto in cui si trova alla Data di Riferimento e sulla base della documentazione fornita, corrisponda ai valori espressi.

In fede,

K2REAL - Key to Real

Real Estate Partners
Chartered Surveyors

Tania Gamba
Tania Gamba - MRICS
Managing Partner

Marco Fabbri
Marco Fabbri - MRICS
Partner

Data RIC 30/06/2015

42



Abstract

ALLEGATO A - MODUS OPERANDI E CONDIZIONI AL CONFORNO

- A.1 K2Real ha indicato espressamente la Data di Riferimento alla quale sono riferiti i giudizi di valore raggiunti. Il giudizio di valore espresso è basato sulle condizioni di mercato e sul potere d'acquisto della moneta alla Data di Riferimento; nonché sulla situazione urbanistica, come verificata e/o secondo assunzione, alla medesima data. Si precisa che per condizioni di mercato si intendono, a mero titolo esemplificativo, le condizioni economiche generali, i tassi di interesse, i livelli dei prezzi di mercato, la situazione locativa, le condizioni di liquidità generale del mercato, la normativa vigente et al.
- A.2 K2Real non ha proceduto ad una verifica delle aree e delle dimensioni dell'asset immobiliare oggetto della presente analisi. Si precisa che la consistenza edilizia è stata recepita dalla documentazione fornita dal Cliente, fatti salvi alcuni controlli a campione effettuati da K2Real su suddetta documentazione. Non si è proceduto infatti (i) al rilievo metrico *in situ* finalizzato alla verifica delle aree e delle dimensioni degli asset immobiliari oggetto della presente analisi né (ii) alla computazione grafica delle planimetrie fornite. L'analisi immobiliare è stata condotta sulla base della documentazione disponibile e dell'ispezione visiva che è stata effettuata in sede di sopralluogo. Si fa presente che il sopralluogo è stato svolto per quanto visibile e consentito dalla Proprietà o da chi per essa.
- A.3 K2Real per le finalità di valutazione ha eseguito una analisi ambientale di 1° livello (analisi documentale) e ha ipotizzato, ai fini valutativi e/o delle proprie considerazioni, la rispondenza al vero, la completezza e la correttezza delle informazioni e dichiarazioni fornite nel corso delle verifiche. Inoltre, laddove non diversamente riscontrato, per le finalità di valutazione K2Real ha assunto la conformità degli asset immobiliari in questione a quanto previsto dalle vigenti regolamentazioni in materia e che la parte proprietaria del bene rispetti le regolamentazioni in materia ambientale e sia titolare di tutti i permessi, le concessioni rilevanti ai fini della presente analisi o che, in ogni caso, possa ottenerli e/o rinnovarli.
- A.4 L'analisi che K2Real ha eseguito esclude specificatamente l'esame dell'impatto ambientale derivante da sostanze pericolose (amianto, formaldeide, rifiuti tossici, ecc.) o potenzialmente tali, o il danno strutturale e le contaminazioni derivanti dagli effetti di terremoti.
- A.5 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito verifiche circa la compatibilità degli asset immobiliari con le prescrizioni vigenti in materia di accessibilità dei luoghi di lavoro alle persone disabili.



Abstract

- A.6 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito alcuna analisi del suolo, né analizzato i diritti di proprietà e sfruttamento dei gas e dei minerali presenti nel sottosuolo.
- A.7 I valori espressi non comprendono l’IVA e non sono stati considerati i costi, ivi compresi quelli fiscali, potenzialmente connessi alla vendita e/o alla acquisizione degli assets immobiliari.
- A.8 K2Real ha svolto delle indagini di mercato i cui risultati considera rappresentativi della situazione di mercato alla Data di Riferimento della presente valutazione. Tuttavia non si esclude che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta riferibili alle attività analizzate che possano, seppur non significativamente, variare parte dei parametri unitari utilizzati quali dati di input nella presente analisi.
- A.9 L’analisi che K2Real ha eseguito esclude specificatamente l’esame degli aspetti legali e fiscali. Restano di conseguenza espressamente esclusi dalla suddetta analisi gli accertamenti di natura amministrativa/giuridica/legale con riferimento, a mero titolo esemplificativo, alla situazione amministrativa (titoli di proprietà, servitù, vincoli e gravami, et. al.), alla correttezza e coerenza della situazione urbanistica rispetto alle norme generali, particolari o speciali, alla copertura assicurativa degli immobili, ai contratti di gestione immobiliare ed alla situazione locativa.
- A.10 K2Real, ai fini valutativi, ha presupposto che il diritto di proprietà sia valido ed efficace, esercitato nell’ambito dei confini e pienamente trasferibile, che non esista violazione del diritto di proprietà altrui né sconfinamento e che non esista alcuna ipoteca che non possa essere cancellata attraverso procedure ordinarie.
- A.11 In seno agli output di progetto, e negli allegati che li completano, sono contenute, sia in forma esplicita che implicita, previsioni e proiezioni, realizzate da K2Real, relative all’andamento del principale mercato di riferimento del Cliente. Data tuttavia l’impossibilità di prevedere con certezza gli eventi futuri, qualsiasi conclusione relativa alle previsioni economiche e finanziarie contenute negli output di progetto non può essere considerata certa, né i commenti presentati da K2Real possono essere considerati una garanzia degli sviluppi previsti.



Abstract

A.12 K2Real, considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento da parte del Cliente degli obiettivi di investimento prefissati né assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati in seno agli output di progetto e/o negli allegati che li completeranno, né delle opinioni basate su tali dati, che fossero analogamente riportate negli output di progetto e/o negli allegati che li completeranno.



Abstract

ALLEGATO B - DISCLAIMER & GENERAL AGREEMENT

8.1 Indipendenza e precisazioni di merito

K2Real ed il Cliente agiscono come contraenti indipendenti, ciascuno nel rispetto dei diritti dell'altro. Nello svolgimento delle attività previste dal Contratto, K2Real si riserva il diritto di utilizzare consulenti esterni accreditati presso K2Real e assoggettati ai medesimi impegni di riservatezza assunti da K2Real stessa e/o subappaltatori in relazione ad attività specifiche di natura specialistica.

8.2 Informazioni

Tutte le informazioni ed i dati forniti dal Cliente (o da chi per esso), sui quali K2Real ha basato le proprie considerazioni e giudizi, o semplicemente ha citato nel rapporto finale, sono stati assunti quali attendibili ed accurati, non rientrando nell'ambito della commessa una loro sistematica verifica. K2Real non assume pertanto alcuna responsabilità circa la veridicità di dati, opinioni o stime fornite da terzi ed impiegate nello svolgimento del progetto, ancorché raccolte presso fonti attendibili, a meno che non rientri espressamente nell'oggetto della commessa la verifica di tali informazioni e dati.

8.3 Riservatezza

K2Real si è obbligata a mantenere strettamente riservati tutti i dati e le informazioni, relativi all'oggetto della commessa ed al suo svolgimento, e a non divulgarli o renderli noti a terzi, salvo che in ottemperanza a disposizioni e provvedimenti dell'Autorità.

K2Real si è obbligata a rispettare le norme contenute nel nuovo codice in materia di protezione dei dati personali (Decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196).

K2Real si è riservata il diritto di mostrare documenti di lavoro nell'ambito di verifiche ispettive di qualità o di conformità, svolte da enti accreditati ai quali K2Real è associata o intende associarsi. Sia K2Real che gli enti di certificazione garantiranno, per queste forme di accesso ai dati, la medesima riservatezza. Le informazioni non saranno trattate come riservate qualora:

- (i) esse siano, al momento o nel futuro, di pubblica accessibilità;
- (ii) le informazioni, nel momento in cui vengono fornite a K2Real, siano già pubbliche;
- (iii) le informazioni siano fornite da una parte terza non soggetta ad obblighi di riservatezza verso il Cliente.



Abstract

B.4 Incertezza di scenario

A seguito dei recenti sviluppi occorsi in ambito finanziario, che hanno provocato notevoli effetti di restrizione del credito e carenza di liquidità e, più in generale, della crisi e della recessione globale che hanno coinvolto molte economie, compresa quella italiana, si registrano situazioni di estrema incertezza riguardanti l'evoluzione prevedibile dello scenario di mercato futuro, con conseguenze evidenti in termini di rischiosità e di volatilità sia dei valori di vendita che dei canoni di locazione degli immobili. Sulla base di queste considerazioni si consiglia pertanto, nel caso ci si appresti ad effettuare transazioni concrete, di fare riferimento a stime aggiornate che tengano conto dell'evoluzione di tali eventi.

B.5 Limitazioni d'uso delle risultanze di progetto

Soltanto il Cliente, firmatario del Contratto, per le finalità connesse all'espletamento della Procedura, di cui all'incarico ricevuto, potrà utilizzare le risultanze del progetto svolto da K2Real. Il Cliente non potrà consentire a terzi l'utilizzo delle medesime risultanze e non potrà consentire a terzi di considerarle quali sostitutive di quelle eventualmente derivanti da proprie verifiche. Il Cliente, d'altro canto, non divulgherà, né renderà accessibile a terzi, nemmeno in parte, le risultanze del progetto svolto da K2Real, il materiale di proprietà di K2Real, l'oggetto della commessa, del servizio e del ruolo svolto da K2Real, fatto salvo il caso in cui il Cliente sia tenuto a fornire le informazioni in ottemperanza a disposizioni o provvedimenti dell'Autorità. Gli output di progetto elaborati da K2Real per ciascuna analisi effettuata potranno essere utilizzati esclusivamente per le finalità indicate nel Contratto e secondo le avvertenze specificate nei documenti stessi. Ogni altro uso è considerato improprio. Il possesso degli output – in originale o in copia – non dà dunque il diritto di renderli pubblici. Nessuna parte di detti documenti (in particolare, né le conclusioni né la firma o l'identità dei membri di K2Real che hanno firmato il rapporto, né l'affiliazione alle organizzazioni professionali dei membri di K2Real) potrà essere divulgata a terzi attraverso prospetti, pubblicità, pubbliche relazioni, notiziari o altri mezzi di comunicazione senza il consenso scritto di K2Real. K2Real non sarà responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo di detti documenti né potrà, quindi, essere ritenuta responsabile di qualsiasi danno che i destinatari o terzi possano subire a causa dell'uso improprio degli stessi e il Cliente terrà indenne K2Real da qualsiasi reclamo, danno e passività che dovesse sorgere a causa di un uso non autorizzato del documento.



Abstract

8.6 Standards professionali

K2Real, in relazione alle analisi da svolgere in ottemperanza all'incarico ricevuto, ha fatto esclusivo riferimento alla legislazione vigente italiana, escludendo pertanto espressamente ogni riferimento e conformità a qualsiasi altra disposizione e/o convenzione internazionale applicabile, ed ha svolto i servizi di cui al Contratto conformemente agli standards professionali applicabili. In ogni caso, i servizi professionali prevedono anche giudizi espressi in un ambito non sempre certo e basati su analisi di dati che possono non essere verificabili o assoggettati a cambiamenti nel corso del tempo e che comportano da parte del Cliente la conseguente assunzione di specifici rischi di mercato, legati all'andamento del mercato immobiliare, alla concentrazione degli investimenti, all'evoluzione della situazione normativa e dei regolamenti applicabili, et al..

Il Cliente deve pertanto giudicare l'operato di K2Real sulla base di quanto stabilito nel Contratto e sulla base degli standards professionali applicabili. Le informazioni contenute negli output di progetto richiamano inoltre fonti ritenute attendibili e non possono in alcun modo intendersi come consulenza in materia di investimenti. Tali informazioni non devono pertanto essere intese come una raccomandazione o un invito di K2Real a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione. Il Cliente deve formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare l'operazione prospettata e a tale scopo non deve basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detti documenti, bensì deve consultare anche altre fonti. La responsabilità di tutte le decisioni relative all'implementazione di tali indicazioni e raccomandazioni ricade unicamente su chi assume la relativa decisione.

K2Real ha fatto riferimento esclusivamente alla legislazione italiana - escludendo pertanto espressamente ogni riferimento e conformità ai Securities Act del 1933 al Securities Exchange Act del 1934 o qualsiasi analogo disposizione legislativa Federale o Statale USA riconducibile ai medesimi testi nonché qualsiasi altra disposizione e/o Convenzione Internazionale applicabile.

Dichiarazione di Praxi ai sensi del Paragrafo 130 e del Capitolo 2h del documento ESMA/2013/319, relativa al Documento di Valutazione al 30 giugno 2015



PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.

10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 4 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 65 21 82

praxi.administrativ@praxi.com - www.praxi.com

ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

Spett.le

Sorgente RES S.p.A. SIIQ

Via del Tritone, 132

00187 - Roma

Oggetto: Sorgente RES - Dichiarazione ai sensi del Capitolo 2h e del Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319

Spettabile Sorgente RES S.p.A. - SIIQ (la "Società"), la sottoscritta PRAXI S.p.A. dichiara che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi sono state redatte in conformità ai Paragrafi 128 e ss. - società immobiliari del documento ESMA 2013/319.

In particolare, secondo quanto previsto dal Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319, si precisa che la propria perizia di valutazione inclusiva dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi:

- (i) sono state redatte da un esperto indipendente che:
- a) non detiene titoli emessi dalla Società o da ogni altra società appartenente allo stesso gruppo né è titolare di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli della Società;
 - b) non percepisce dalla Società alcuna forma di compenso ad eccezione di quella connessa con l'incarico;
 - c) non è membro di alcun organo della Società;
 - d) non intrattiene rapporti con gli intermediari finanziari coinvolti nell'offerta o nella quotazione dei titoli della Società;
 - e) non è socio, amministratore o sindaco di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, ovvero lo è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;
 - f) non è legato alla società, che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;
 - g) non è parente o affine entro il quarto grado dei soci, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi;

BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA
LONDRA

Italy: Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 4 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 65 21 82
Aut. MLPS 110000186001114 e 1000000965/MAD054001 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA 07011170011

PRAXI

- h) non si trova in una situazione che può comprometterne comunque l'indipendenza nei confronti della società che conferisce l'incarico;
- (ii) riportano le date di sopralluogo sui beni immobili oggetto di valutazione;
- (iii) forniscono tutti gli elementi rilevanti e necessari in ordine alla valutazione della proprietà;
- (iv) sono datate e comprensive di certificazione della data di valutazione per ciascuna proprietà non superiore a 1 anno rispetto alla data di pubblicazione del prospetto informativo;
- (v) riportano un'apposita tabella in cui viene rappresentato separatamente il numero di immobili in proprietà piena e quelli in nuda proprietà nonché gravati da ipoteca o altro genere di garanzia, peso o contenzioso, assieme al valore aggregato delle rispettive valutazioni;
- (vi) compiono un confronto, spiegandone le differenze, tra la valutazione attuale di detti immobili, come risultante dalla perizia di valutazione/sintesi e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato, ove redatto.

La sottoscritta si impegna a rinnovare la suddetta dichiarazione, nei medesimi termini e con il medesimo tenore di cui sopra, anche con riferimento a eventuali successive perizie di valutazione ed alle corrispondenti sintesi che saranno dalla medesima redatte in relazione alla Società.

Con la presente, inoltre, la sottoscritta rilascia alla Società il proprio consenso irrevocabile ed incondizionato all'inserimento nel prospetto informativo relativo alla Società ed alla pubblicazione integrale e/o parziale della sintesi della propria perizia di valutazione e di propri documenti destinati alla Società, secondo la normativa applicabile ed in conformità a richieste da parte di Autorità.

In fede.

Torino, 15 Luglio 2015

PRAXI S.p.A.



Dott. Ing. Giulio Crosetto
Legale Rappresentante

Rendiconto sintetico del Documento di Valutazione al 30 giugno 2015 rilasciato da Praxi ai sensi del Capitolo 1a (Property Companies) del documento ESMA/2013/319

PRAXI **PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**
Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.
00146 ROMA - Viale degli Ammiragli, 21 - Tel. +39 06 5 999 1 - Fax +39 06 59 231 960
praxi.italy@praxi.com - www.praxi.com
ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

Spettabile
SORGENTE RES S.p.A. SHQ
Via del Tritone, 132
00187 - Roma (RM)

nr. rif.: MC/val 238 - Roma, 15 luglio 2015

1. OGGETTO DELL'ANALISI

a. Inquadramento generale

Facendo seguito all'incarico affidatoci abbiamo effettuato la valutazione di un portafoglio di immobili, nonché la valutazione del capitale economico di una società, **con riferimento alla data del 30 giugno 2015**.

La nostra attività di valutazione e la nostra relazione di stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") edizione 2014.

PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS" [Firm n° 710985].

Il report di valutazione, inclusivo dell'appendice e della corrispondente sintesi, sono stati redatti in conformità ai Paragrafi 128 e ss. - società immobiliari del documento ESMA 2013/319.

In particolare, secondo quanto previsto dal Paragrafo 130 del documento ESMA 2013/319, si precisa che i report di valutazione inclusivo dell'appendice (ove esistente) e la corrispondente sintesi:

- sono state redatte da un esperto indipendente che:
 - a) non detiene titoli emessi dalla Società o da ogni altra società appartenente allo stesso gruppo né è titolare di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli della Società;
 - b) non era dipendente della Società e non percepisce dalla Società alcuna forma di compenso ad eccezione di quella connessa con l'incarico;
 - c) non è membro di alcun organo della Società;
 - d) non intrattiene rapporti con gli intermediari finanziari coinvolti nell'offerta o nella quotazione dei titoli della Società;
 - e) non è socio, amministratore o sindaco di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, ovvero lo è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;
 - f) non è legato alla società, che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi, da rapporti di lavoro

BOLZANO - BRESCIA - FERRARA - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VENEZIA
LONDON
Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 1 - Tel. +39 011 63 60 - Fax +39 011 630 21 80
Aut. M.B. 135/0001866/01/014 - 100006096/MA001A001 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01152750012

N. Rif.: MC/cal.238 del 15 luglio 2015



subordinato o autonomo, ovvero è stato nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;

g) non è parente o affine entro il quarto grado dei soci, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi;

h) non si trova in una situazione che può comprometterne comunque l'indipendenza nei confronti della società che conferisce l'incarico;

- riportano le date di sopralluogo sui beni immobili oggetto di valutazione;
- forniscono tutti gli elementi rilevanti e necessari in ordine alla valutazione della proprietà;
- sono datate e comprensive di certificazione della data di valutazione per ciascuna proprietà non superiore a 1 anno rispetto alla data di pubblicazione del prospetto informativo;
- riportano un'apposita tabella in cui viene rappresentato separatamente il numero di immobili in proprietà piena e quelli in nuda proprietà nonché gravati da ipoteca o altro genere di garanzia, peso o contenzioso;
- compiono un confronto tra la valutazione attuale di detti immobili, come risultante dal report di valutazione/sintesi e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato, ove redatto.

Asset immobiliari

Il perimetro di immobili oggetto della presente valutazione è rappresentato dal seguente portafoglio di immobili, con il relativo oggetto di conferimento:

<u>Indirizzo</u>	<u>Oggetto di conferimento</u>
• Bari, corso Cavour 28-30-32	Piena proprietà
• Bologna, via Darwin 4	Piena proprietà
• Padova, via Uruguay 30	Contratto di leasing imm.re
• Torino, Lingotto Direz., via Nizza 262	Piena proprietà
• Torino, Lingotto Hotel NH, via Nizza 262	Contratto di leasing imm.re
• Venezia (Marghera), via Brunacci 32	Contratto di leasing imm.re

Asset mobiliari

Il perimetro degli asset mobiliari è rappresentato dalla seguente società:

- i) Sorgente RIM S.p.A.

Tipologia immobili esaminati

Gli asset oggetto di valutazione sono rappresentati da immobili con diversa destinazione e comprendono nello specifico quella direzionale e ricettiva.

Si tratta di immobili che presentano caratteristiche compatibili con l'attuale destinazione d'uso e sono così articolati:

No. Rif. MC/vul 238 del 15 luglio 2013

PRAXI

Indirizzo	Destinazione	Situaz. Loc.
• Bari, corso Cavour 28-30-32	Ricettiva	Locato
• Bologna, via Darwin 4	Terziaria	Locato
• Padova, via Uruguay 30	Terziaria	Locato
• Torino, Lingotto Direz., via Nizza 262	Terziaria	Locato
• Torino, Lingotto Hotel NH, via Nizza 262	Ricettiva	Locato
• Venezia (Marghera), via Brunacci 32	Terziaria	Locato

h. Proprietà e gravami

Sulla base delle informazioni raccolte, sugli immobili oggetto di valutazione risulta trascritto quanto segue:

Società controllat a titolare, ove diversa dall'Emittente	Città	Indirizzo Immobiliare	Gravami o altri vincoli
Emittente	Bari	Corso Cavour 32 (Grande Albergo Oriente)	Risultano trascritti: - ipoteca iscritta a favore della BANCA DELLE MARCHE S.p.A. in data 25 settembre 2009 al n. 8635 di formalità per Euro 28.000.000,00=, capitale Euro 14.000.000,00=, a garanzia di un mutuo concesso al Fondo Comune di Investimento Immobiliare Multicomparto di Tipo Chiuso Donatello Comparto Puglia Due gestito da Sorgente - Società di Gestione del Risparmio S.p.A. in dipendenza dell'atto in data 22 settembre 2009 ricevuto dal notaio Paolo Di Marcantonio di Bari n. 129.760/42.096 di repertorio; - locazione ultra novennale trascritta in data 12 luglio 2010 al numero 21.748 di formalità a favore di Apitour World Hotel & Resort S.p.A. in forza dell'atto ricevuto dal Notaio Paolo Di Marcantonio di Bari in data 24 giugno 2010 n. 131.135 di repertorio, registrato a Bari il 9 luglio 2010 al numero 17.182; - trascrizione in data 26 ottobre 1991 ai numeri 38.206/29.328 di formalità portante vincolo a favore del Ministero per i Beni Culturali ed Ambientali derivante da atto in data 4 marzo 1991 ai sensi della L. 1 giugno 1939 n. 1089. Sul pozzo luce posto tra l'albergo ed il

N. Rif.: MC/val 238 del 15 luglio 2015

PRAxi

			retrostante fabbricato a destinazione "residence" che si sviluppa dal piano interrato fino all'altezza del primo piano (di pertinenza esclusiva dell'albergo ed al quale si accede dal piano interrato dell'albergo medesimo) grava servitù di affaccio a favore delle finestre al piano terra delle unità immobiliari al civico n. 11 di Via De Giosa ed in corrispondenza di esso non sarà possibile aprire altre finestre o creare scarichi o altre prese d'aria a parete.
Emittente	Bologna	Via Darwin 4	Risultano trascritti: - ipoteca iscritta in data 17 dicembre 2010 al n. 12092 di formalità dell'importo di Euro 60.000.000,00= in favore della Banca Popolare di Lodi S.p.A. a garanzia di un mutuo concesso alla società "ISI - IPi SVILUPPI IMMOBILIARI S.r.l.", con sede in Torino con atto a rogito del Notaio Francesco Pene Vidari di Torino in data 3 dicembre 2010 rep. n. 65005/5596; - cessione di fitti trascritta in data 13 dicembre 2005 al n. 42516 di formalità a favore della Banca Popolare Italiana Società Cooperativa di cui all'atto a rogito del Notaio Antonio Mosca di Roma in data 24 novembre 2005 n. 72948 di repertorio; - servitù per sistemi di radiocomunicazione trascritta in data 14 aprile 2003 al n. 12105 di formalità gravante sulle unità immobiliari censite al Catasto Fabbricati al foglio 69, particella 307, sub. 23 e sub. 24, in dipendenza di atto ricognitivo a rogito del Notaio Alberto Vladimiro Capasso di Roma in data 20 marzo 2003 rep. n. 54644, reg.to a Bologna il giorno 14 aprile 2003 al n. 18577/12105 a favore della Dalmazia Trieste S.p.A.; - servitù di elettrodo costituita con atto a rogito del notaio Alberto Vladimiro Capasso in data 1 luglio 2004, repertorio n. 60977, trascritta presso la Conservatoria dei Registri Immobiliari di Bologna in data 5 maggio 2005 ai numeri 26558/15451 a favore di Enel Distribuzione S.p.A., con sede in Roma, - vincolo di tutela ambientale e di interesse paesistico.
Emittente	Torino	Via Nizza 262	Risultano trascritti

Na. Rif. - MC/real 248 del 15 luglio 2013

PRAXI

		(Lingotto Uffici)	- ipoteca iscritta a Torino in data 16 novembre 2010 al n. 42263/7987 di formalità a favore di Banca Popolare di Novara, con sede in Novara, a garanzia di mutuo fondiario, con atto a rogito del Notaio Giuseppina Morone di Torino in data 12 novembre 2010, Rep.n. 368369/22183, registrato a Torino in data 15 gennaio 2010 al n. 5329; - vincolo a favore del Ministero per i Beni Culturali e Ambientali con Decreti Ministeriali in data 17 maggio 1986, 5 gennaio 1987 e 30 settembre 1994 rispettivamente trascritti a Torino 1 in data 3 aprile 1987 ai nn. 12696/8939, in data 4 maggio 1987 ai nn. 15787/11050 e in data 1 marzo 1995 ai nn. 5105/3423.
--	--	-------------------	---

Società controllata titolare, ove diversa dall'Emittente	Titolo di detenzione	Città	Indirizzo Immobiliare	Gravami o altri vincoli
Emittente	Leasing immobiliare	Torino	Via Nizza, 262 (Lingotto NH Hotel)	Risultano trascritti: - vincolo a favore del Ministero per i Beni Culturali e Ambientali con Decreti Ministeriali in data 17 maggio 1986, 5 gennaio 1987 e 30 settembre 1994 rispettivamente trascritti a Torino 1 in data 4 maggio 1987 ai nn. 12696/8939, in data 4 maggio 1987 ai nn. 15787/11050 e in data 1 marzo 1995 ai nn. 5105/3423.
Emittente	Leasing immobiliare	Padova	Via Uruguay 30	Non sussistono vincoli o gravami trascritti
Emittente	Leasing immobiliare	Venezia	Via Brunacci 32	Non sussistono vincoli o gravami trascritti

Nr. Rif. MC/val 258 del 15 luglio 2015



2. DEFINIZIONE DEL VALORE DI MERCATO

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili/capitale economico dei beni sopra indicati.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS Red Book VS 3.2 - edizione 2014).

3. ASSET IMMOBILIARI

a. Limiti della relazione

Grado di approfondimento e fonte dei dati utilizzati

In generale, la stima è basata sulla due diligence effettuata sulla base dei dati tecnici e delle informazioni fornitaci dalla IPI S.p.A. (ad eccezione del complesso di Bari, per il quale sono stati forniti da Sorgente SGR); in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati aggiornati e si declina ogni responsabilità eventuale derivante dalla loro inesattezza.

A riguardo precisiamo che dalla documentazione fornitaci abbiamo desunto i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili che si ispirano direttamente allo "standard" proposto per il mercato italiano dal Comitato di Valutazione IPD - Investment Property Databank;
- ai contratti di locazione in essere (unità immobiliari interessate, canoni, scalette, scadenze, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- imposta IMU e premi assicurativi sugli immobili;
- agli interventi di manutenzione straordinaria già programmati su parte degli immobili.

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- canoni di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- eventuali interventi di manutenzione straordinaria;
- property management;
- accantonamento spese straordinarie.

Le informazioni di cui sopra sono state rilevate da un'analisi del mercato di riferimento e ritenute da noi rappresentative della situazione attuale.

N. Rif. MC/val 238 del 15 luglio 2015



Sopralluoghi

Su tutti gli immobili oggetto di valutazione, sono stati effettuati sopralluoghi diretti sia esterni che interni al fine di rilevare le caratteristiche costruttive e lo stato di manutenzione.

I sopralluoghi sono stati svolti nel mese di marzo 2015, nelle seguenti date:

• Bari, corso Cavour 28-30-32	19 marzo 2015
• Bologna, via Darwin 4	13 marzo 2015
• Padova, via Uruguay 30	12 marzo 2015
• Torino, Lingotto Direzionale, via Nizza 262	12 marzo 2015
• Torino, Lingotto Hotel NH, via Nizza 262	12 marzo 2015
• Venezia (Marghera), via Brunacci 32	12 marzo 2015

Stime autonome

Le stime effettuate derivano da indagini di mercato puntuali relative alle specifiche destinazioni d'uso oggetto di valutazione.

Per gli asset oggetto di valutazione, i canoni di mercato ossia "il canone di mercato che una proprietà immobiliare può ragionevolmente prevedere di raggiungere in funzione delle specifiche caratteristiche costruttive, dell'ubicazione e delle condizioni di mercato locali", sono stati assunti a regime come segue:

• Bari, corso Cavour 28-30-32	€/anno 1.306.000,00
• Bologna, via Darwin 4	€/anno 2.198.400,00
• Padova, via Uruguay 30	€/anno 759.500,00
• Torino, Lingotto Direz., via Nizza 262	€/anno 6.709.200,00
• Torino, Lingotto Hotel NH, via Nizza 262	€/anno 2.208.000,00
• Venezia (Marghera), via Brunacci 32	€/anno 1.677.500,00

b. Approcci di valutazione

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato è stato adottato per tutti gli immobili presi in esame, il seguente approccio:

- Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo conto, ove necessario, dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfratto.

c. Assumption valutazione

Trattandosi di immobili a reddito, ovverosia di immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso, gli stessi sono stati stimati attualizzando il cash-flow netto generato dai contratti di affitto in essere e/o prospettici; il prezzo di cessione finale di ciascun bene (terminal value) è stato determinato proiettando a fine periodo il canone di affitto, utilizzando un going-out cap rate che incorpora un adeguato spread, per tenere conto del rischio insito nella proiezione a lungo termine.

Durata cash flow

La **durata del cash-flow**, coerentemente con il principio di ordinarietà, che è tra i presupposti di base del Valore di Mercato, corrisponde ad un ciclo di investimento, entro cui dovrebbe essere possibile la normalizzazione e stabilizzazione della rendita immobiliare, e quindi la corretta determinazione del valore di uscita ("terminal value") dell'immobile, per questo motivo sono stati adottati modelli con orizzonti temporali sia di 15 anni (nel caso di contratti di locazione di 6+6 anni oppure di 12+6 anni nonché di 9+6 anni, ormai prossimi alla prima scadenza o già in corso nel sessennio relativo alla seconda scadenza) sia di 21 anni (nel caso di contratti di locazione di 9+9 anni).

Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della proprietà, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan della proprietà.

Tassi di capitalizzazione e attualizzazione

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

Il **tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il "valore equivalente", ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso delle operazioni immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'operazione stessa.

Il tasso di attualizzazione è stato utilizzato per riportare al momento attuale i flussi di cassa futuri che si prevede verranno generati dall'investimento immobiliare, e si costituisce di due componenti fondamentali: il rendimento di un investimento alternativo privo di rischio (tipicamente assunto pari al rendimento medio dei titoli di stato con scadenza omogenea rispetto all'orizzonte temporale di riferimento) e la remunerazione del rischio proprio dell'operazione (cioè il premio legato all'eventualità che l'investitore non riceva il flusso atteso alla data prevista). Il rischio è quindi la potenzialità che si verifichi un evento non

N. RIF. MCiv. 238 del 15 luglio 2015



previsto, intendendo per evento una qualsiasi significativa variazione dei risultati rispetto alle attese.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, nel caso, come quello in specie, degli immobili a reddito, fra i due tassi esiste un rapporto diretto.

Nelle valutazioni sono stati utilizzati i seguenti tassi finanziari:

Asset	Discount rate	Exit cap rate
Bari, corso Cavour 28-30-32	6,11%	5,49%
Bologna, via Darwin 4	7,33%	6,87%
Padova, via Uruguay, 30	7,03%	6,53%
Torino, via Nizza, 262 (Direz.)	6,58%	6,02%
Forlì, via Nizza, 262 (Hotel NH)	6,58%	6,02%
Venezia, via Brumby, 32	7,03%	6,53%

Variabili macroeconomiche

Tra i fattori che concorrono a determinare, dal punto di vista dell'investitore, la soglia di rendimento accettabile rispetto al rischio correlato alla acquisizione di un immobile/di un'area o immobile trasformabile, vi sono, oltre ai fattori specifici e caratteristici già esaminati, anche variabili di natura macroeconomica e finanziaria:

- Andamento prospettico dell'inflazione (per tutte le valutazioni è stato utilizzato un trend d'inflazione pari all'1,50%).
- Rendimento dei Titoli di Stato di durata analoga a quella dell'investimento immobiliare (convenzionalmente considerati come "risk free").
- Illiquidità caratteristica degli investimenti immobiliari.
- Costo del denaro, composto da un indicatore proprio dei mercati interbancari (Euribor o EurIRS) e dallo spread mediamente applicato dalle banche per il finanziamento delle operazioni di investimento immobiliare.
- Rapporto tra equity (capitale proprio dell'investitore) e debito (capitale chiesto in prestito ai finanziatori).

Le variabili utilizzate nei modelli di calcolo sopra indicate, quali: trend di mercato, trend di inflazione, trend Eurirs, trend Titoli di Stato, rappresentano una previsione dell'andamento a medio-lungo termine, elaborata da PRAXI sulla base di fonti ufficiali (tra cui ISTAT, EUROSTAT, Banca d'Italia) e delle previsioni a lungo termine di Istituti di Ricerca internazionali (Consensus Forecast).

Utile dell'imprenditore

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate best practices del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per

N. Rifer. MC/val 738 del 13 luglio 2015



l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

Consistenze

Le consistenze immobiliari corrispondono alle superfici commerciali lorde. Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato le consistenze virtuali degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare. In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati, in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza all'interno dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi.

Ricavi da locazione

I **ricavi da locazione** sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, nonché da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate.

Per le unità immobiliari sfitte, e per tutte le unità i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto, ove previsto, dei tempi necessari alla messa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "vacancy/free rent" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

Per la valutazione dei beni sono stati utilizzati specifici periodi di vacancy, fees di locazione (calcolate come percentuale sul canone di locazione) e di vendita (calcolate sul prezzo di cessione), quest'ultime stimate in funzione della piazza di riferimento e delle caratteristiche di ciascun asset.

Nella tabella seguente riportiamo quanto utilizzato nei modelli DCF.

Asset	Vacancy e/o reletting	Marketing fee	
		Locazione	Vendita
Bari, corso Cavour 28-30-32	5 anni	10,00%	1,50%
Bologna, via Duse 4	18 mesi	10,00%	1,50%
Padova, via Uruguay, 30	3 anni	10,00%	1,50%
Torino, via Nizza, 262 (Diner)	12 mesi	10,00%	1,50%
Torino, via Nizza, 262 (Hotel NH)	6 mesi	10,00%	1,50%
Venezia, via Fiumani, 32	6 mesi	10,00%	1,50%

Costi a carico della proprietà

I **costi a carico della proprietà** (IMU, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) o sono stati forniti direttamente da IPI S.p.A./Gruppo Sorgente o sono stati determinati in modo analitico, alla luce dei dati inviatici, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

Nr. Rif. MC/val 238 del 13 luglio 2015



Indicatori significativi

Nei fogli di sviluppo "DCF" della valutazione vengono riportati alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di stitto, utili alla interpretazione sintetica dei risultati della valutazione, quali:

- Canone attuale, che corrisponde al Canone annuo generato complessivamente dai contratti di locazione in essere.
- Rendimento attuale, il quale costituisce la redditività dei contratti di locazione in essere, rispetto al Valore di Mercato delle unità attualmente locate.
- Canone di Mercato, che rappresenta il Canone Locativo di Mercato totale dell'immobile, secondo i parametri determinati dalla stima.
- Rendimento di mercato, il quale coincide con il cap rate dell'immobile.
- Capex, che riguarda l'ammontare complessivo degli interventi iniziali (in fase sia di affitto che di riaffitto) di ripristino/ristrutturazione previsti a carico della proprietà, comprensivi degli eventuali investimenti programmati nel corso degli anni dalla proprietà stessa.
- Reversionary yield (rapporto tra il Canone Locativo di Mercato ed il Valore di Mercato, più l'eventuale Capex, determinati dalla stima), corrispondente al rendimento teoricamente ottenibile da un investitore che acquistasse l'immobile ad un prezzo equivalente al Valore di stima e ottenesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.

4. ASSET MOBILIARI

a. Limiti della relazione

Fonte dei dati utilizzati

Al fine di determinare il valore del capitale economico della società alla data del 30 giugno 2015, ci si è basati sulla seguente documentazione fornita dalla proprietà:

- visura camerale della società;
- bilancio di esercizio relativi agli ultimi esercizi;
- situazione contabile al 31.03.2015;
- piano industriale 01/07/2015 – 30/06/2022 come approvato dal CdA in data 10 luglio 2015;
- altra documentazione tecnica di supporto.

Tenuto conto che la società ha affidato ad una società di revisione la revisione legale dei conti, si è ritenuto opportuno non sviluppare attività di revisione contabile né alcuna autonoma verifica, pertanto i documenti e le informazioni impiegate per l'applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono state utilizzate e valutate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva.

b. Approcci di valutazione

Per la determinazione del Valore del Capitale Economico della Società SORGENTE REM S.p.A. è stato adottato il Metodo reddituale; tale metodo tiene conto della potenziale capacità dell'azienda di produrre risultati economici positivi negli esercizi futuri, con o senza limitazioni di periodo, e prende in considerazione la capitalizzazione del reddito medio prospettico, ad un tasso che sia pari a quello di investimenti alternativi, depurato dell'effetto inflazionistico ed aumentato di un fattore variabile in funzione del rischio d'impresa.

Il reddito a base della valutazione, pari a Euro 4.108.842, è stato determinato come media del reddito normalizzato relativo agli esercizi 2015/2016 -2021/2022 (così come riportati nel conto economico prospettico predisposto dal management della società).

Il tasso di rendimento atteso sul capitale investito è definito in misura pari al 10,28%, determinato dai seguenti elementi (i) risk free rate 1,65% (ii) market risk premium 7,80% (iii) Beta 0,85 e (iv) correttivo Alpha del 2%. Quest'ultimo elemento è da intendersi come coefficiente di aggiustamento per tenere in considerazione il possibile non pieno raggiungimento dei risultati reddituali previsti (tenuto conto delle ipotesi in termini di sviluppo contenute nel piano rispetto al dato "actual").

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

5. CONFRONTO TRA VALORE DI STIMA E BILANCIO CONSOLIDATO

È stato effettuato un confronto tra la valutazione al 30 giugno 2015 risultante dalle perizie e la valutazione attribuita da ciascun conferente o venditore nell'ultimo bilancio annuale o consolidato approvato (31 dicembre 2014), da cui emerge quanto segue:

- **Bari, corso Cavour, 28-30-32**

L'immobile alla data di valutazione del 30/06/2015 ha un valore di € 23.540.000,00. L'immobile è iscritto nel Rendiconto del Fondo Donatello Comparto Puglia Due al valore di € 26.000.000,00. Detto valore è pari al Valore di Mercato dell'immobile risultante dalla valutazione dell'esperto indipendente allegata al Rendiconto del fondo Donatello Comparto Puglia Due.

La differenza tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 è imputabile all'ammontare della penale prevista per rilascio anticipato, che l'attuale conduttore dovrà riconoscere alla proprietà.

- **Bologna Via Darwin, 4**

L'immobile alla data di valutazione del 30/06/2015 ha un valore di € 29.970.000,00. Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. approvato il 29 giugno 2015, riporta un valore al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate di € 30.200.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2014 al valore di € 30.200.000,00.

Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è possibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

No. Rif. MC/val 238 del 15 luglio 2015



- **Padova Via Uruguay, 30**

L'immobile alla data di valutazione del 30/06/2015 ha un valore di € 11.820.000,00. Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. approvato il 29 giugno 2015, riporta un valore al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate di € 10.252.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2014 al valore di € 10.252.000,00. Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è possibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

- **Torino Lingotto Direzionale**

L'immobile alla data di valutazione del 30/06/2015 ha un valore di € 102.140.000,00. Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. approvato il 29 giugno 2015, riporta un valore al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate di € 72.428.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2014 al valore di € 72.428.000,00. Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è fattibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

- **Torino Lingotto Hotel NH**

L'immobile alla data di valutazione del 30/06/2015 ha un valore di € 27.500.000,00. Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. approvato il 29 giugno 2015, riporta un valore al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate di € 20.155.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2014 al valore di € 20.155.000,00. Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è possibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

- **Venezia (Marghera) Via Brumacci, 32**

L'immobile alla data di valutazione del 30/06/2015 ha un valore di € 25.850.000,00. Il bilancio separato e consolidato di IPI S.p.A. approvato il 29 giugno 2015, riporta un valore al costo storico al netto del relativo fondo di ammortamento e delle perdite di valore cumulate di € 20.371.000,00. Per completezza di informazione, lo stesso immobile è iscritto nel bilancio consolidato di IPI S.p.A. alla data del 31/12/2014 al valore di € 20.371.000,00. Il confronto tra valore attuale e valore di bilancio al 31/12/2014 non è possibile dal momento che un valore di mercato l'altro è un valore al costo.

N. Rif. AdC/ral 238 del 15 luglio 2015

PRAXI

CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base delle valutazioni e di quanto emerso dalle *due diligence* effettuate, è nostra opinione che il **Valore di Mercato con riferimento alla data del 30/06/2015** dei beni/contratti di leasing immobiliari/capitale economico, sia complessivamente pari a:

Euro 228.988.159,73

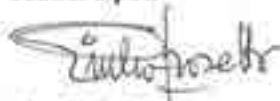
Di seguito viene riportato il riepilogo della valutazione a livello di singolo asset/contratto di leasing.

Comune	Indirizzo	Tipologia Immobili	Valore di Mercato asset 30/06/2015	Valore contratto di leasing ¹ 30/06/2015
Bari	Corso Cavour, 28-30-32	Ricettiva	23.540.000,00	-
Bologna	via Darwin 4	Terziaria	29.970.000,00	-
Padova ²	via Uruguay 30	Terziaria	-	3.922.781,62
Torino	Via Nizza, 262	Terziaria	102.140.000,00	-
Torino ³	Lingotto Hotel NH	Ricettiva	-	18.406.073,39
Venezia ⁴ (Marghera)	via Brunacci 32	Terziaria	-	11.109.304,72
Subtotal VM asset immobiliari/contratti di leasing			155.650.000,00	33.438.159,73
Sorgente REM S.p.A.			59.900.000,00	-
Subtotal Valore capitale economico			59.900.000,00	-
Totale valore di mercato asset/capitale economico			228.988.159,73	

Nelle relazioni di stima degli asset allegate al presente documento, sono descritti analiticamente procedimenti e metodologie adottate.

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

PRAXI S.p.A.



Dott. Ing. Giulio Creschio
Consigliere Delegato

¹ Per la valutazione di ciascun contratto di leasing a dunque del debito residuo, si è tenuto conto della situazione progressiva (riferimento al 31/03/2015), in ragione della circostanza che l'atto di conferimento condizionato è stato già stipulato.

² Il valore di mercato dell'asset è pari ad € 31.820.000,00. Considerando che il debito residuo sul contratto di finanziamento n. 972671 stipulato in data 17 febbraio 2003, sino al pagamento della prossima rata prevista il 1 aprile 2015 è pari a € 2.897.218,38 (come da certificazione della stessa società di leasing Relouis SpA, datata 12/03/15), il valore del contratto di leasing per il bene in esame è pari a € 3.922.781,62.

³ Il valore di mercato dell'asset immobiliare ammonta a € 27.500.000,00; considerando che il debito residuo sul contratto di finanziamento in pool stipulato in data 17 febbraio 2003, sino al pagamento della prossima rata prevista il 1 aprile 2015 è pari a € 9.053.926,61 (come da certificazione della stessa società di leasing Relouis SpA, datata 12/03/15), il contratto di leasing è pari a € 18.406.073,39.

⁴ Il valore di mercato dell'asset immobiliare ammonta a € 25.530.000,00; considerando che il debito residuo sul contratto di finanziamento n. 972678 stipulato in data 17 febbraio 2003, sino al pagamento della prossima rata prevista il 1 aprile 2015 è pari a € 14.740.695,28 (come da certificazione della stessa società di leasing Relouis SpA, datata 12/03/15), il valore del contratto di leasing è pari ad € 11.109.304,72.

