



K2REAL



Real Estate Partners
Chartered Surveyors
K2Real – Key to Real S.r.l.
Via Meravigli, 13
20123 Milano
Tel. +39 02 45471386
Fax +39 02 45471387
www.k2real.com



DEA CAPITAL

Fondo "Atlantic 1"- San Donato Milanese_Via Fabiani 1
(I Denti)

Giudizio di congruità

RISERVATO

R.P. – Relazione di Progetto

Data di Riferimento: 12/03/2017

Le informazioni contenute in questo documento sono di proprietà di K2Real e del destinatario del documento. Tali informazioni sono strettamente legate ai commenti orali che le hanno accompagnate. Copiare, pubblicare o distribuire il materiale contenuto in questo documento senza preventivo consenso di K2Real è proibito e può essere illegale.

Milano 15 marzo 2018

Rif. MF-15-0012.11

Spett.le **DeA Capital SGR S.p.A.**

Via Brera, 21

20121 Milano

C.a. Dott. Carlo Bianchi

Egregi Signori,

in conformità all'incarico da Voi conferito e nell'espletamento del ruolo di Esperto Indipendente e in ottemperanza ai criteri di valutazione indicati al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo IV del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, K2Real-Key to Real S.r.l. ha effettuato la formulazione di un giudizio di congruità pre-disposal alla data del 12/03/2018 per l'asset "MI-002514_San Donato Milanese, Via Fabiani 1 (I Denti)", nell'ambito del Fondo di Investimento Immobiliare denominato "Atlantic 1".

Con i migliori saluti.

K2REAL – Key to Real
Real Estate Partners
Chartered Surveyors

Tania Garuti – MRICS
Managing Partner

INDICE

1. OGGETTO DI ANALISI	3
1.1. Inquadramento generale	3
1.2. Descrizione	3
1.3. Location	4
2. ANALISI	6
2.1. Finalità dell'analisi	6
2.2. Processo di analisi	7
2.3. Team di progetto	8
3. IL MERCATO DI RIFERIMENTO	9
3.1. La situazione macroeconomica	9
3.2. Il mercato immobiliare direzionale di Milano e dell'hinterland milanese	11
4. RISULTATI DELL'ANALISI	13

.....

Allegato A – Glossario

Allegato B – Modus operandi & Condizioni al contorno

Allegato C – Disclaimer & General Agreement

1. OGGETTO DI ANALISI

1.1. Inquadramento generale

Il perimetro oggetto di analisi per la formulazione di un giudizio di congruità pre-disposal relativamente al Fondo "Atlantic 1" risulta, alla Data di Riferimento del 12/03/2018, costituito da un singolo asset immobiliare come di seguito individuato.

N.	Descrizione e Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Identificativo catastale
1	<p>[MI-002514] San Donato Milanese_Via Fabiani, 1 (I Denti) Ubicazione: Area periferica Tipologia: Palazzo uffici</p>	Terziario	<p>Foglio 5 mapp. 32 sub 701 Foglio 5 mapp. 40 sub 701</p>

1.2. Descrizione

L'asset in analisi è situato nel comune di San Donato Milanese, municipalità di circa 32mila abitanti¹ che si posiziona nel quadrante sud-est dell'area metropolitana milanese.

L'asset è infatti un fabbricato cielo-terra che si sviluppa essenzialmente su tre piani fuori terra con destinazione terziaria oltre al piano copertura e ad un piano interrato, situato in posizione angolare tra via Fabiani, via De Gasperi e Via Bonarelli, strade di viabilità locale del comune di San Donato Milanese. L'immobile è disposto all'interno di un isolato secondo una conformazione ad "U" o a ferro di cavallo, oltre che costituito da diversi corpi di fabbrica (Denti, nominati dalla lettera "A" alla lettera "I") comunicanti tra loro e da 325 posti auto.

I prospetti del fabbricato sono lineari interrotti dalla presenza di scale di sicurezza o vari accessi e sono caratterizzati da numerosi elementi trasparenti. L'ingresso principale è posizionato al piano rialzato/terreno. A questo piano è presente un grande locale reception da cui si accede ai corridoi e agli ascensori che uniscono i piani dell'intero stabile.

I vari piani presentano un *layout* regolare e sono interamente occupati da uffici con arredi organizzati secondo uno stile definito dal conduttore, caratterizzato da una pavimentazione flottante e dalla prevalenza di colori chiari. Gli uffici hanno una distribuzione delimitata da pareti mobili senza le quali ogni piano presenterebbe una tipologia distributiva di tipo *open space*.

¹ Fonte: Istat, 2017

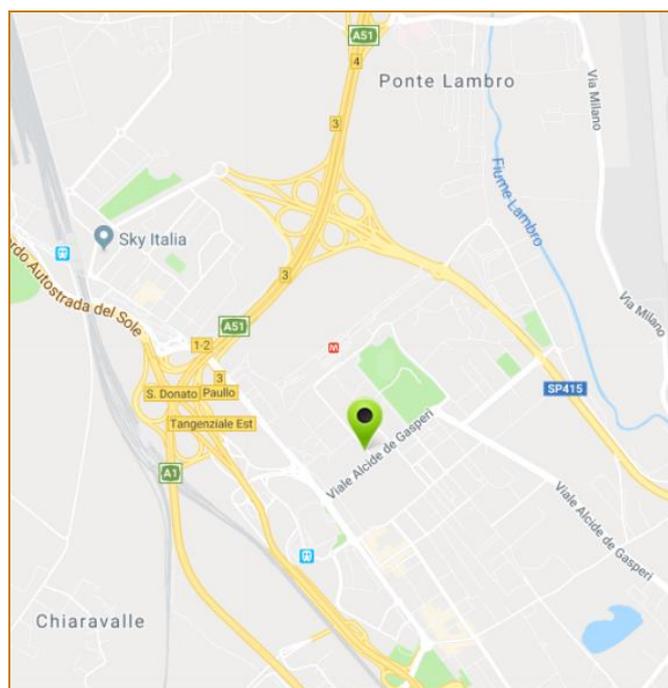
Il livello manutentivo, sia della parte strutturale sia di quella edile è mediamente molto buono, stante il fatto che progressivamente nel tempo (sino al 2015 circa) sono stati effettuati degli interventi di ristrutturazione interna in diverse parti del fabbricato.

L'asset immobiliare, alla corrente Data di Riferimento, come da informativa fornita, risulta interamente locato (0% vacancy). L'immobile è infatti locato alla società ENI S.p.A. e alla società Enipower S.p.A. con due distinti contratti di locazione.

1.3. Location

L'asset risulta ben collegato alla rete infrastrutturale di San Donato Milanese, non distante dal tratto iniziale della S.S. 9 "Via Emilia" che da Milano conduce verso Bologna e Rimini, ora sostituito dal Raccordo Autosole al fine di snellire l'intenso traffico da e per l'area metropolitana. A nord della zona abitata corre poi la strada "Paullese", a scorrimento veloce, che collega Milano a Cremona. Inoltre, nel territorio comunale di San Donato ha termine l'Autostrada del Sole, che prosegue verso nord come Tangenziale Est di Milano.

Per quanto attiene alla rete ferroviaria, in parallelo alla via Emilia corre la linea Milano-Bologna; nel territorio comunale sono poste due fermate, quali quella di San Donato Milanese, presso il centro direzionale ENI, e quella di Borgolombardo, più a sud. Entrambe le stazioni interconnettono anche i treni del servizio ferroviario suburbano di Milano.



Più a nord è presente invece la stazione ferroviaria di Milano Rogoredo e il capolinea "San Donato Milanese" della linea 3 della metropolitana milanese.

Nella zona è situato altresì l'aeroporto di Milano Linate.

Il comune di San Donato milanese è attualmente sede di importanti aziende multinazionali. Più che noti sono tra l'altro gli insediamenti ENI, che ne hanno storicamente connotato l'intero sviluppo che ha assunto il nome di "Metanopoli".

In zona sono in corso inoltre importanti riconversioni e trasformazioni urbane.

Con riferimento a tale proposito si segnala l'avvenuta decisione, resa nota nel mese di agosto 2017, della realizzazione del VI Palazzo ENI, di fatto prospiciente all'asset in analisi. Secondo infatti quanto pubblicato da alcuni quotidiani il costruendo fabbricato sarà progettato per ospitare 4.600 postazioni su 65mila mq circa e sarà concepito per godere della certificazione "Leed Gold".

2. ANALISI

2.1. Finalità dell'analisi

Il presente documento è finalizzato alla formulazione di un giudizio di congruità pre-disposal unicamente circa il corrispettivo offerto in ragione di una "Irrevocable Offer" presentata da Castello SGR S.p.A., per conto del Fondo immobiliare "Forma Italian Fund", il giorno 8 marzo 2018.

Tale giudizio è basato sul confronto di tale corrispettivo con il valore, FV-Fair Value², identificato in sede di analisi periodica, alla Data di Riferimento del 31/12/2017 (ns. Rif. MF-15-0012.08) condotta da K2Real, in qualità di Esperto Indipendente del Fondo Immobiliare "Atlantic 1".

Si ricorda che, 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 determinato 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 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 ne' 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).

² laddove con tale accezione si intende l'ammontare stimato a cui un'attività o una passività dovrebbe essere ceduta e acquistata tra operatori di mercato nello stato di fatto e di diritto in cui si trova (as is), ove per "stato di fatto e di diritto" sono 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

Si rimanda per ulteriori approfondimenti al Glossario all'uopo predisposto all'Allegato A.

2.2. Processo di analisi

L'analisi è stata condotta pertanto comparando (i) il corrispettivo offerto, sulla base della documentazione fornita da DeA Capital SGR S.p.A., (ii) con il Fair Value ottenuto alla Data di Riferimento del 31/12/2017 e (iii) dello scostamento di tale corrispettivo offerto rispetto al secondo.

2.3. Team di progetto

Il team di professionisti K2Real coinvolti direttamente al fine dell'espletamento delle attività di Progetto è composto come di seguito illustrato.

Responsabile dei processi di valutazione: **Arch. T. Garuti, MRICS** – Managing Partner

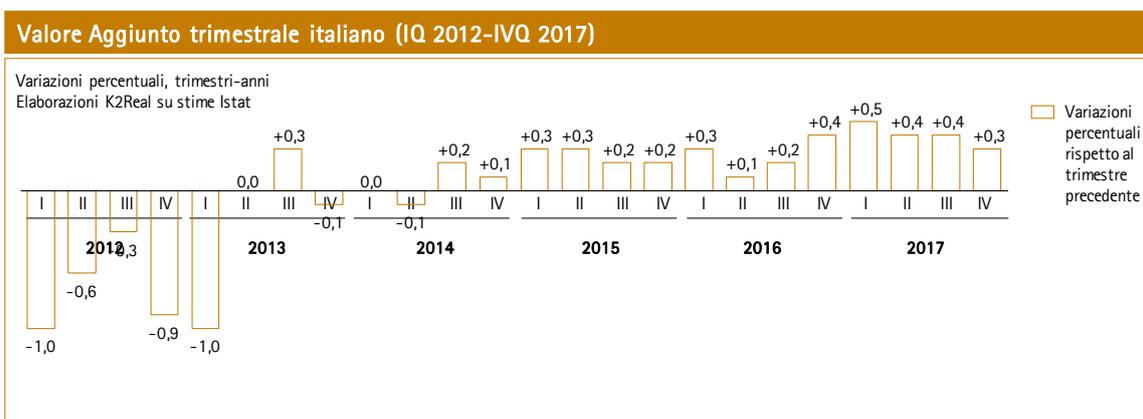
Responsabile di Progetto: **Ing. Ugo Festini, MRICS, CIIA** – Partner

Attività tecniche: **Dott. Andrea Ciarcia** – Project Manager

3. IL MERCATO DI RIFERIMENTO

3.1. La situazione macroeconomica

La situazione dell'**economia italiana** mostra un consolidamento nella crescita, il PIL infatti registra un incremento del +0,3% nel quarto trimestre 2017 dopo il +0,4% del terzo trimestre 2017. Rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, in cui si sono susseguite variazioni del PIL più modeste, ma comprese tra lo +0,1% e lo +0,4% su base trimestrale, viene riconfermato il trend di crescita.



I principali fattori, oltre alle esportazioni (+2%), sono da attribuirsi agli investimenti fissi lordi (+1,7%), supportati anche dal miglioramento delle condizioni del mercato del credito, con una variazione del PIL annuale stimata pari al +1,6%.

L'economia italiana rispetto a quella di altre nazioni, specialmente nel contesto europeo, cresce tuttavia con una velocità inferiore.

Ad esempio le variazioni congiunturali³ e le variazioni tendenziali⁴ registrate recentemente, mostrano per il PIL tedesco un +0,6% a livello congiunturale (+2,9% a livello tendenziale), per il PIL francese un analogo +0,6% (+2,5% a livello tendenziale) e per il PIL britannico un +0,4% (+1,4% a livello tendenziale).

Dal punto di vista "monetario" non si registrano particolari variazioni ove la politica della Banca Centrale Europea è rimasta pressoché immutata rispetto all'anno precedente in termini di tassi di interesse applicati⁵, con tassi a breve e a lungo termine negativi o estremamente contenuti.

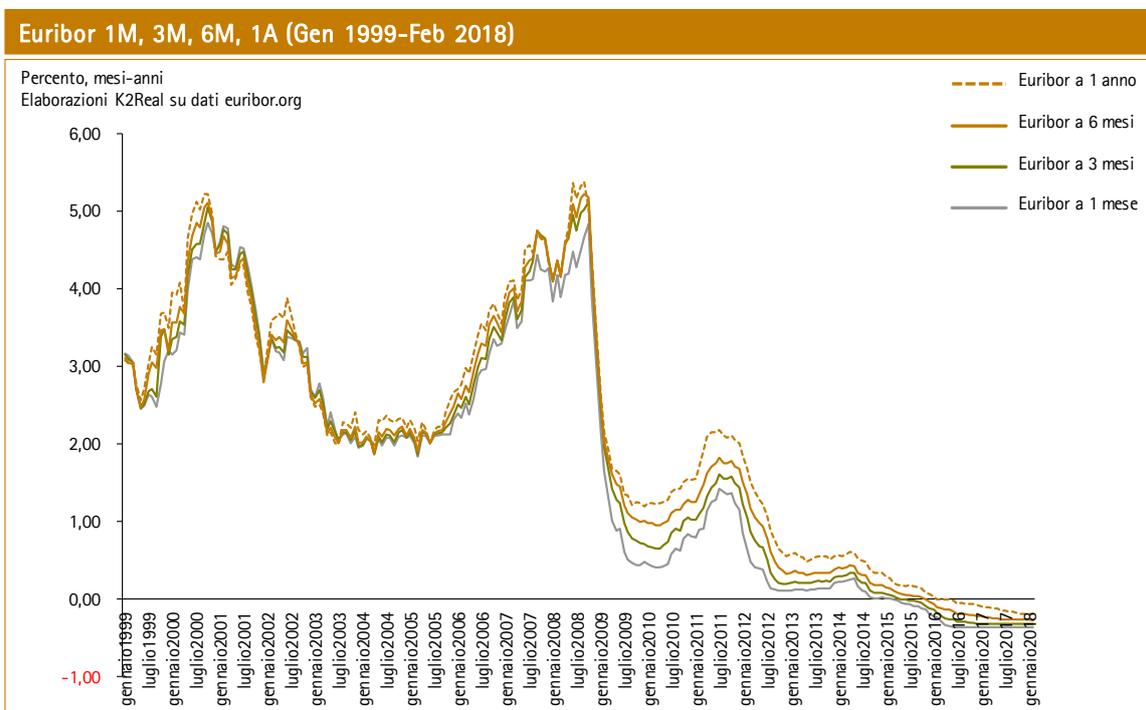
³ Da intendersi come variazione percentuale rispetto al trimestre precedente

⁴ Da intendersi come variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente

⁵ Fonte: Notizia Ansa del 14 dicembre 2017

Per quanto riguarda invece i titoli di stato, dopo avere registrato un calo generalizzato nei mesi primaverili, da giugno i rendimenti dei paesi avanzati sono progressivamente risaliti, pur rimanendo su livelli contenuti⁶.

Con riguardo alle dinamiche della forza lavoro italiana si registrano lievi variazioni in positivo. A gennaio 2018 il tasso di occupazione aumenta infatti di un +0,1% (+25mila unità) e sale al 58,1%⁷. A livello internazionale permangono ancora incertezze legate all'esito referendario inglese sull'appartenenza all'Unione Europea e alle modalità di uscita della Gran Bretagna dall'UE e riassetto dei grandi *hub* europei della finanza.



Temi di attenzione centrali nell'economia italiana risultano ancora alcuni nodi problematici non risolti ancora adeguatamente e che interessano implicitamente il mercato immobiliare italiano, quali le sofferenze bancarie e gli NPLs, oltre che quelle politiche legate all'esito delle elezioni nazionali di marzo 2018.

Il graduale rilascio dei crediti in sofferenza, assieme all'irrobustimento dei principali indicatori economici, sta permettendo al sistema bancario di sostenere la crescita tramite l'erogazione di credito a famiglie e ad imprese. Ad esempio, le erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni nell'ultimo anno si sono stabilizzate su tendenze in costante crescita rispetto agli anni pregressi, sostenendo di fatto il comparto immobiliare.

⁶ Fonte: Banca d'Italia, Bollettino economico n. 4/2017

⁷ Fonte: Istat, "Occupati e disoccupati", gennaio 2018, dati provvisori

Proprio con riguardo al settore immobiliare si registrano infatti alcune variazioni positive e una tendenza all'accelerazione delle compravendite che sembra essere legata a doppio filo con il ritmo di erogazione dei finanziamenti.

Gli ultimi dati disponibili a livello annuale indicano una ripresa delle transazioni, anche di quelle terziarie, con una variazione positiva pari al +12% circa⁸ in questo specifico caso.

3.2. Il mercato immobiliare direzionale di Milano e dell'hinterland milanese

Il mercato immobiliare milanese, anche con riferimento a quello dell'hinterland, sembra essere ad oggi caratterizzato da due tendenze di fondo, quali il consolidamento dell'interesse verso immobili caratterizzati da una qualità immobiliare elevata (Grade A o in possesso di certificazioni ambientali internazionali riconosciute⁹), da un posizionamento centrale rispetto al centro o a nuovi CBD-Central Business District (ad esempio Porta Nuova) e la continua stagnazione per immobili che invece non possiedono queste caratteristiche.

Un esame delle ultime operazioni immobiliari condotte sulla piazza di Milano, quale centro gravitazionale nazionale del segmento terziario, mostra infatti una generale concentrazione degli investitori quasi sempre su di un prodotto ad alta qualità ambientale, situato in *prime location* ed ottimamente locato, oppure, ma in misura inferiore, verso una componente *value added in location* già riconosciute, anche internazionalmente, quali ad esempio il già citato centro storico o il CBD di Porta Nuova.

Dal punto di vista del numero di transazioni normalizzate¹⁰, gli ultimi dati annuali disponibili indicano una ripresa del capoluogo lombardo con riferimento agli scambi terziario-direzionali. La variazione annuale tra il 2015 e il 2016 rivela infatti un aumento delle transazioni del +8% circa a livello cittadino¹¹.

Anche alcune fonti istituzionali di settore rilevano un generale miglioramento dei parametri di mercato. I tempi di vendita degli immobili direzionali in città sono infatti in leggera contrazione, passando da un dato di 8,8 mesi del secondo semestre 2016 ad un dato di 8,2 mesi nel secondo semestre 2017 nel caso delle periferie terziarie, mentre invece un segno contrario si registra per il

⁸ Variazione annuale (anni 2015 e 2016)

⁹ Leed, BREEAM, ecc.

¹⁰ Fonti: Agenzia delle Entrate, volumi di compravendita

¹¹ Il dato 2015 è pari a 850 transazioni. Il dato 2016 è invece pari a 918 scambi

bid-ask spread che passa dall'11,1% nel secondo semestre 2016 al 13,1% nel secondo semestre 2017 per gli immobili direzionali¹².

Si riscontrano poi misure più elevate per gli immobili direzionali collocati nelle aree periferiche propriamente dette. Con riferimento alle stesse fonti istituzionali, i tempi di vendita riportati sono infatti generalmente pari a 10 mesi e il *bid-ask spread* è compreso tra il 17-18%¹³, in linea con alcune recenti operazioni immobiliari compiutesi o in divenire a Milano (per alcuni approfondimenti si rimanda al ns. Rif. MF-15-0012.08).

Se nella città di Milano si assiste in linea di massima ad un'inversione di tendenza, con un aumento della numerosità degli scambi e in talune circostanze anche dei valori immobiliari, in altri contesti urbani importanti, quali per esempio l'hinterland di Milano stessa, non si segnalano ancora consistenti segnali di recupero.

Nel comune di San Donato Milanese infatti nel 2016 secondo i dati pubblicati dall'Agenzia delle Entrate si sono registrate circa 3,5 transazioni direzionali, a fronte dei circa 918 scambi che si sono avuti nello stesso anno nel comune di Milano.

Va aggiunto tuttavia che secondo lo stesso Osservatorio del Mercato Immobiliare, nel territorio comunale di San Donato Milanese la quotazione degli Uffici strutturati¹⁴ in stato conservativo "Ottimo" è compresa tra 2.000 euro/mq e 2.550 euro/mq, mentre la quotazione degli Uffici ordinari, ma in stato conservativo "Ottimo", è compresa tra 1.900 euro/mq e 2.350 euro/mq. Si tratta di valori più elevati rispetto ad altre circostanti microzone, anche di Milano, ed in linea con la valutazione espressa.

¹² Fonte: Nomisma

¹³ Fonte: Nomisma

¹⁴ Fonte: Agenzia delle Entrate, Geopoi, Microzona B1 (Centrale/Trivulzina, Bordolano, Metanopoli)

4. RISULTATI DELL'ANALISI

L'analisi condotta alla Data di Riferimento del 12/03/2017, con riguardo all'immobile in esame, ha individuato una difficoltà del mercato immobiliare di San Donato Milanese ad esprimersi, risentendo ancora delle circostanze di incertezza a livello macro-economico, politico e locale, quest'ultime legate soprattutto al progetto del costruendo VI Palazzo ENI.

Rimandando per ogni altro dettaglio e considerazioni specifiche alla valutazione identificata in sede di analisi periodica condotta alla Data di Riferimento del 31/12/2017 (ns. Rif. MF-15-0012.08), la quale riporta un Fair Value *(as is)* pari a 50.500.000 (cinquantamilionicinquencentomila) euro,

preso atto che il prezzo di cui alla proposta di acquisto formulata in data 08/03/2018 da "Castello SGR S.p.A." per conto del Fondo "Forma Italian Fund", per l'asset immobiliare in oggetto risulta pari ad un importo complessivo di **46.000.000,00 (quarantaseimilioni) euro**, si è ulteriormente considerato quanto segue:

- il suddetto "FV-Fair Value" fa riferimento alle condizioni di ordinarietà proprie della definizione di Market Value, ovvero all'ipotesi in cui l'acquirente sia un soggetto terzo (dotato di caratteristiche ordinarie – e, in quanto tale, assimilabile a un concetto di mercato diffuso – e nell'ambito di una transazione ordinaria, coerentemente alla connotazione stessa di Valore di Mercato) e l'asset sia stato esposto sul mercato per un adeguato periodo di tempo per addivenire alla naturale formulazione di manifestazioni di interesse;
- l'oscillazione di valore legata al margine di trattativa tra le Parti in sede di negoziazione, tenuto altresì conto del reciproco potere negoziale, può essere generalmente ricompreso nell'ordine del \pm 10% rispetto al congruo valore di mercato, anche in ragione della perifericità, e conseguente sporadicità degli scambi, che caratterizzano i mercati secondari, quale quello dell'hinterland milanese e in particolare quello di San Donato Milanese alla corrente Data di Riferimento.

Tutto quanto sopra premesso e considerato, con riferimento al prezzo offerto, inferiore di circa il 9% rispetto al Fair Value *(as is)* alla Data di Riferimento del 31/12/2017, riteniamo che tale scostamento, sebbene si posizioni sulla fascia alta di riferimento, rappresenti una riduzione compatibile con il possibile margine di trattativa/potere negoziale sulla piazza di mercato di afferenza.

Si conviene, pertanto, che il suddetto prezzo di acquisto possa ritenersi congruo, rimandando comunque alla SGR ed ai propri organi decisionali/consultivi ogni eventuale ulteriore approfondimento ritenuto più opportuno circa l'offerta nella sua complessità e l'opportunità e convenienza di procedere nell'operazione di dismissione prospettata.

.....
Tutto quanto sopra premesso e considerato, fatto espresso riferimento ai parametri di base Et main assumptions, così come illustrati all'omonimo paragrafo, e fatte altresì salve le condizioni al contorno e disclaimers di cui agli allegati che costituiscono parte integrante del presente documento, si ritiene che quanto riportato da K2Real in merito all'operazione immobiliare, alla Data di Riferimento e sulla base dell'informativa fornitaci, risponda a criteri di ragionevolezza, evidenziandone tuttavia la volatilità derivante dallo scenario di incertezza - acuito dalla recente vicenda 'Brexit' - nell'ambito del quale sono stati stimati.

In fede.

K2REAL – Key to Real
Real Estate Partners
Chartered Surveyors

Tania Garuti – MRICS
Managing Partner

ALLEGATO A – GLOSSARIO

Nel presente documento, e negli allegati che lo completano, salvo qualora in seno ai medesimi diversamente indicato, ai termini di seguito elencati deve intendersi attribuita la corrispondente definizione.

- (i) **"Asset immobiliare"** - Bene immobile (terreni, fabbricati, impianti fissi, aree ed opere edili esterne) oggetto di analisi, con espressa esclusione di ogni altro e diverso bene, compresi beni mobili e beni immateriali. In particolare, è prassi convenzionale di K2Real assumere, con riferimento specifico ai corpi di fabbrica a volumetria definita, il distinguo tra "complesso immobiliare", "fabbricato cielo terra", "porzione di fabbricato", "unità immobiliare" e "lotto di terreno", a seconda del perimetro che univocamente definisce l'entità dell'asset, generalmente individuata da precipuo titolo di proprietà.
- (ii) **"GBA-Gross Building Area" (Superficie lorda di fabbricato)** - 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.
- (iii) **"Uncovered building surfaces" (Superfici scoperte di fabbricato)** - 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)
- (iv) **"Gross Area totale" (Superficie lorda totale)** - Superficie complessiva, espressa in metri quadrati (mq), misurata al filo esterno dei muri perimetrali dell'asset immobiliare ed alla mezzeria delle murature confinanti verso terzi, inclusiva altresì delle superfici in estensione, prospicienza e/o aggetto, definita dalla sommatoria di superfici coperte e scoperte, come sopra individuate.
- (v) **"GLA-Gross Lettable Area"** - 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 terrazzi e sottotetti privi di requisiti di abitabilità seppur accessibili (in funzione dell'altezza minima utile raggiunta).

- (vi) **"Analisi"** - Attività di indagine, di stima e di elaborazione dati condotta su un determinato oggetto, indipendentemente dal "giudizio di valore" cui si pervenga al termine di tale attività, e solitamente nota con l'accezione di "valutazione", qualora riferita allo status "as is" e finalizzata alla determinazione del FV-Fair Value (as is), e di "analisi di valorizzazione", qualora riferita allo status "HBU" e finalizzata alla determinazione del FV-Fair Value (HBU). Oggetto di analisi è l'asset immobiliare (real estate asset), come suanzi definito, che si può configurare quale: real estate property (proprietà immobiliare) / real estate investment (investimento immobiliare) / real estate development/enhancement project (operazione di sviluppo/valorizzazione immobiliare).
- (vii) **"GIV-Giudizio Integrato di Valore"** - A seconda del "Tipo di Valore" (FV, VPV, MK, ...) di cui alla finalità dell'analisi e dello "Status" (as is, HBU, scenario...) che si sta assumendo ai fini dell'analisi stessa, può configurarsi nelle seguenti accezioni: "FV-Fair Value (as is/HBU/scenario)", "Market Rent (as is/HBU/scenario)", "VPV-Vacant Possession Value (as is/HBU/scenario)". La logica che sottende la determinazione del valore così definito presuppone la contestuale applicazione della pluralità di technicalities e metodologie di analisi, in modo da sfruttarne i reciproci aspetti di confronto, complementarietà e sinergia.
- (viii) **"Market Rent/ERV-Estimated Rental Value"** - 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 ("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 nonché la situazione locativa, il titolo di proprietà, l'eventuale

presenza di servitù, gravami ed altri fattori connessi al godimento del bene - ciascun fattore come verificato e secondo assunzione alla Data di Riferimento della valutazione stessa. La definizione di "Market Rent/ERV-Estimated Rental Value" è una variazione della definizione di Valore di Mercato, facente di conseguente pieno ed integrale riferimento alle condizioni di ordinarietà proprie della definizione di Market Value.

- (ix) **"FV-Fair Value (as is)"** - 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), rappresenta il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione.

La locuzione "as is" adottata nella market practice di K2Real identifica che, in relazione ad un bene immobile, lo 'status' che si assume per la stima di tale prezzo di trasferimento è lo stato di fatto e di diritto in cui il bene 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 nonché la situazione locativa, il titolo di proprietà, l'eventuale presenza di servitù, gravami ed altri fattori connessi al godimento del bene - ciascun fattore come verificato e secondo assunzione alla Data di Riferimento della valutazione stessa

Il 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, laddove nella definizione sopra richiamata, recepita negli Standard Internazionali di Valutazione IVS (standard IVS 300) e 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.

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 stato determinato 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 invereare 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 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 ne' 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/locazione;
- 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);

ALLEGATO B – MODUS OPERANDI & CONDIZIONI AL CONTORNO

- B.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..
- B.2 K2Real non ha proceduto ad una verifica delle aree e delle dimensioni degli assets immobiliari oggetto della presente analisi. Non si è proceduto (i) al *rilevo metrico in situ* finalizzato alla verifica delle aree e delle dimensioni degli assets immobiliari nè (ii) alla computazione grafica delle planimetrie fornite. Le consistenze utilizzate ai fini valutativi sono quelle fornite dal Cliente e l'analisi immobiliare è stata condotta sulla base della ulteriore documentazione disponibile. Si fa presente che il sopralluogo è stato svolto per quanto visibile e consentito dal Cliente o da chi per esso.
- B.3 K2Real non ha eseguito alcuna indagine ambientale, ma ha ipotizzato, ai fini valutativi, la conformità degli assets immobiliari in questione a quanto previsto dalle vigenti regolamentazioni in materia. K2Real inoltre, ha assunto che la parte proprietaria dei beni 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.
- B.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.
- B.5 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito verifiche circa la compatibilità degli assets immobiliari con le prescrizioni vigenti in materia di accessibilità dei luoghi di lavoro alle persone disabili.
- B.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.

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

ALLEGATO C – DISCLAIMER & GENERAL AGREEMENT

.....

C.1 Indipendenza & precisazioni di merito

K2Real ha agito in qualità di Esperto Indipendente. In particolare:

- (i) il ruolo di Esperto Indipendente è rivestito in coerenza a quanto disposto dall'art 16 del D.M. n. 30 del 5 marzo 2015;
- (ii) K2Real possiede una conoscenza adeguata del mercato specifico e capacità professionali e conoscenze sufficienti per effettuare la valutazione con competenza, e che rispetta quanto riportato nel paragrafo 1.2, Responsabilità della valutazione, dello standard PS 2 degli "Standard professionali di valutazione RICS – Gennaio 2014".

C.2 Informazioni

Tutte le informazioni ed i dati forniti dalla SGR (o da chi per essa), sui quali K2Real ha basato le proprie considerazioni e giudizi di valore, 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 rientrasse espressamente nell'oggetto della commessa la verifica di tali informazioni e dati.

C.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 la SGR.

C.4 Incertezza di scenario

K2Real, in relazione all'incertezza dello scenario in cui si colloca l'opinione di valore espressa, per la presente analisi ha fatto riferimento alla VPGA9 del Red Book "Valutazione in mercati suscettibili di cambiamenti: certezza e incertezza", a cui si rimanda.

A seguito degli 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. Tale raccomandazione risulta più attuale in considerazione dello scenario che la recente vicenda della Brexit ha determinato sui mercati finanziari e, coerentemente, anche sul comparto immobiliare. In particolare, sebbene i mercati risultino in fluttuazione a causa dell'imprevedibilità circa il futuro rapporto economico e politico tra UE e Regno Unito, coerentemente a quanto riportato in seno al documento "The implications of Brexit for RICS members in Europe" di Luglio 2016, si ritiene che lo scenario contingente possa produrre molteplici fattori in grado di influire, direttamente e indirettamente, sul mercato degli investimenti immobiliari, tali da acuire anche in misura significativa il carattere di volatilità dei giudizi espressi in un siffatto contesto di incertezza.

C.4 Limitazioni d'uso delle risultanze di progetto

Soltanto il Cliente (SGR), firmatario del Contratto, 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.

La presente "R.P.-Relazione di Progetto", eventualmente inclusiva di "Appraisal Forms" e "Analytical Report", elaborati da K2Real, potrà essere utilizzata esclusivamente per le finalità

pattuite tra le parti e secondo le avvertenze specificate nel documento stesso. Ogni altro uso è considerato improprio. Il possesso dei suddetti documenti – 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 la R.P., né l'affiliazione alle organizzazioni professionali dei membri di K2Real) potranno essere divulgati a terzi attraverso prospetti, pubblicità, pubbliche relazioni, notiziari o altri mezzi di comunicazione senza il consenso scritto di K2Real.

C.5 *Standards professionali*

K2Real ha svolto i servizi di cui trattasi conformemente agli standards professionali applicabili. In ogni caso, i servizi professionali prevedono anche giudizi espressi in un ambito non sempre certo e basati su un'analisi di dati che possono non essere verificabili o assoggettati a cambiamenti nel corso del tempo. Il Cliente dovrà giudicare l'operato sulla base di quanto pattuito tra le parti e sulla base degli standards professionali applicabili.