



**POLIS**  
Fondi Immobiliari

**Relazione semestrale**  
*al 30 giugno 2008*

*del fondo immobiliare chiuso*  
**Polis**

**Società di gestione:****POLIS FONDI SGR.p.A.**

Sede:

via Mercato 5, 20121 - Milano

Capitale sociale:

euro 5.200.000 I.V.

Iscrizione albo banca d'Italia:

n. 73 Del 11 gennaio 1999

P.I. - C.F.

12512480158

**Consiglio di amministrazione al 30.06.08**

Roberto Ruozi	presidente
Paolo Berlanda	consigliere delegato
Enrico Barachini	consigliere indipendente
Pio Bersani	consigliere indipendente
Attilio Guardone	consigliere
Aldo Magnoni	consigliere
Renato Martignoni	consigliere
Giovanni Massera	consigliere
Marco Mezzadri	consigliere
Alessandro Polenta	consigliere
Giorgio Ricchebuono	consigliere
Erminio Spallanzani	consigliere
Franco Tonato	consigliere

**Collegio sindacale**

Giorgio Moro Visconti	presidente
Sergio Brancato	sindaco effettivo
Marco de Ruvo	sindaco effettivo
Luciano Ceruti	sindaco supplente
Paolo Bertolino	sindaco supplente

**Società di revisione**

DELOITTE &amp; TOUCHE S.p.A.

**POLIS**  
**NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE**  
**SEMESTRALE**  
**AL 30 GIUGNO 2008**

**1. Il mercato immobiliare italiano del primo semestre**

**Mercato Terziario**

Il comparto **terziario** continua ad essere caratterizzato da una domanda che ricerca qualità ed efficienza degli spazi.

Si legge una flessione nella domanda di “nuovo” legata sia ad una minore fiducia nelle prospettive di mercato in generale sia ad una forte propensione ai consolidamenti ed ai trasferimenti, soprattutto per quelle società che non necessitano di uffici rappresentativi nei business district centrali. A ciò si aggiungano le società che, avendo la necessità di ridurre i costi, continueranno a ridurre le spese di affitto trasferendosi in uffici “usati” ma meno costosi o, alternativamente, in uffici di nuova edificazione e concezione (più efficienti e meno costosi da un punto di vista della gestione ordinaria) ubicati in zone non centrali ma ben posizionate e collegate ai poli di interesse economico delle città.

Il mercato degli uffici si presta, soprattutto in un momento di scarsa crescita e con prospettive non positive nel breve, ad essere considerato, per investitori e/o utilizzatori finali, una sorta di rifugio per la conservazione del valore patrimoniale acquisito fino ad oggi. Si sono infatti verificate transazioni importanti, in termine di valore, aventi livelli reddituali estremamente contenuti e, in alcuni casi, ben al di sotto del tasso di inflazione.

Milano rimane la piazza più appetibile, anche perché è la città con un elevato indice di dotazione di strutture economiche accompagnato da un'elevata densità imprenditoriale. Segue Roma che, a fronte di una dotazione di strutture paragonabile a Milano, presenta una densità imprenditoriale al di sotto della media nazionale.

Per Roma e Milano i rendimenti immediati di immobili in location primarie si sono attestati al di sotto del 5% con alcune eccezioni al rialzo per posizioni non centrali e rendimenti molto al di sotto del 5% per immobili considerati trophy asset.

## **Mercato Commerciale**

Il comparto **commerciale**, che ha raggiunto un grado di saturazione nelle principali aree urbane del Nord Italia, mostra una tensione sul fronte della domanda soprattutto nel Sud del Paese dove l'offerta continua ad essere carente.

È prevedibile che nel corso dei prossimi anni anche il comparto commerciale si farà più selettivo e le nuove costruzioni si ispireranno maggiormente agli stili di consumo degli Italiani.

La rimodulazione dei format costituisce e costituirà una componente sempre più strategica del business. Si ritiene che sarà intenso lo sviluppo di parchi commerciali con strutture di vendita specializzate, che generalmente presentano costi di gestione più contenuti rispetto ai tradizionali centri commerciali ed offrono spazi modulari che possono essere sviluppati in sequenza, permettendo di diluire l'investimento nel tempo.

Anche i factory outlet vivranno una fase di sviluppo. Tuttavia l'alta concentrazione di questa tipologia in alcune regioni (specialmente nel Centro-Nord) potrebbe avere come risultato un calo della qualità dei mix di marchi proposti. Si potrebbe giungere quindi ad un livello qualitativo dell'offerta assimilabile a quella dei centri commerciali.

Nel corso degli ultimi mesi i rendimenti del settore (centri commerciali) sono stati compresi tra il 5,25% ed il 5,75% per location interessanti sia dal punto di vista viabilistico sia del bacino d'utenza potenziale. Rendimenti leggermente maggiori si sono riscontrati per parchi commerciali e strutture del genere factory outlet.

## **Mercato Alberghiero**

Il comparto **alberghiero-turistico** continua ad essere al centro di molti interessi da parte di operatori specializzati. Si tratta sicuramente di un settore caratterizzato da grandi potenzialità di sviluppo in quanto l'Italia è in ritardo sulla modernizzazione del parco alberghiero.

Se da una parte gli operatori specializzati nella gestione sono sempre alla ricerca di operazioni, dall'altra parte gli investitori immobiliari risultano più attenti nella valutazione delle eventuali acquisizioni, poiché i margini di resa per queste tipologie immobiliari sono sempre strettamente correlati alla bontà della gestione. Non sempre peraltro i ricavi immobiliari sono o possono essere legati alla gestione stessa per cui il mercato risulta abbastanza chiuso e frequentato prevalentemente da "addetti ai lavori".

Poiché le redditività iniziano ad essere comparabili con quelle di immobili appartenenti ad altre asset class, gli investitori istituzionali

non vedono remunerato il cosiddetto rischio gestionale per cui, a meno di casi particolari, preferiscono investimenti alternativi che, a quasi parità di resa, non incorporano il rischio legato al fattore gestionale.

### **Mercato Logistico**

Il mercato del comparto **logistico** italiano, in linea con quello europeo, conferma l'andamento positivo sia a livello di investimenti che di locazioni.

Il mercato della logistica in Italia, pur non costituendo più un mercato di nicchia, risulta essere uno dei più giovani in Europa, con ottime prospettive di crescita nell'immediato futuro, confermate dalla elevata attività edificatoria nel territorio.

Anche entro un quadro economico generale debole, il settore logistico prosegue nel suo trend positivo per i seguenti fattori:

- tendenza al consolidamento delle attività da parte degli operatori del settore;
- progressivo trasferimento da location obsolete verso piattaforme più moderne ed efficienti;
- domanda dei conduttori per spazi distributivi nuovi con costi operativi meno onerosi;
- forte appetito da parte degli investitori internazionali e nazionali (in particolare fondi immobiliari core/core plus) per la logistica italiana.

A tutto ciò si aggiunga il fattore di maggior sofisticazione presente all'interno del comparto commerciale (vedere paragrafo "**Mercato Commerciale**") che sta trainando ed alimentando una nuova domanda di spazi a destinazione logistica con caratteristiche peculiari (es. logistica a temperatura negativa, warehousing dedicato, ecc.).

I fondi immobiliari hanno continuato ad investire nel settore della logistica, supportati da aspettative di redditività superiori rispetto ai comparti terziario e commerciale.

I valori capitali sono generalmente stabili ed i rendimenti si attestano in un range che va dal 6,5% al 7,0% per le migliori piattaforme logistiche.

## 2. Il Fondo Polis

Rispetto al giugno 2007 il portafoglio del Fondo Polis risulta ancora meno sbilanciato verso il settore terziario. Allora il peso relativo di detto comparto era pari al 56% circa (rispetto ai valori di perizia<sup>1</sup>), oggi risulta del 46% circa. Anche le altre tipologie immobiliari risultano avere un peso equilibrato, ma soprattutto adeguato a quanto oggi esprime il mercato sia in termini di valori attuali sia in termini di prospettive di evoluzione.

Le operazioni che hanno contribuito maggiormente a redistribuire i pesi relativi delle varie componenti sono state le acquisizioni delle 8 (otto) posizioni della logistica del freddo a seguito delle quali le componenti di portafoglio hanno assunto le seguenti connotazioni rispetto al giugno del 2007:

- Direzionale: dal 55,80% al 44,99%;
- Ricettivo: dal 13,41% al 14,23%;
- Logistico: dal 15,5% al 28,34%;
- Commerciale: dal 6,56% al 7%;
- Altro (operazione di valorizzazione): dall' 8,46% al 4,44% (riduzione dovuta alle vendite in corso).

Anche la diversificazione geografica del portafoglio, in conseguenza dell'acquisizione del pacchetto di immobili destinati a logistica del freddo, risulta accresciuta ed i pesi delle città di Milano e Roma ridimensionati.

L'area milanese allargata (Milano, Trezzano, Cernusco e Gorgonzola) rappresenta comunque il 43% circa dell'intero portafoglio.

Nel semestre il portafoglio del Fondo Polis risulta modificato per la sola cessione dell'immobile sito in Roma, via del Serafico 121, il cui prezzo di vendita è stato di € 30.000.000, con un utile realizzato, rispetto al prezzo di acquisto, di € 4,3 milioni.

Inoltre, a seguito di un'integrazione del contratto di acquisto di cosa futura stipulato con Milanofiori 2000 S.r.l., società del Gruppo Brioschi, sono state parzialmente modificate le condizioni di pagamento degli immobili a destinazione uffici siti in Assago (ricompresi negli "Altri Immobili", voce B3 della Situazione Patrimoniale): a fronte della riduzione alla metà della quota variabile di prezzo, connessa all'entità dei canoni di locazione, in data 30 giugno è stato corrisposto alla stessa società un importo pari a € 20

<sup>1</sup> Da detto valore sono escluse le spese di ristrutturazione allocate per l'immobile denominato Romagnoli ed il valore nominale dell'operazione di Acquisto di cosa futura per il Business Park Milanofiori 2000

milioni a titolo di ulteriore acconto sul prezzo.

Nel semestre il portafoglio del Fondo Polis risulta modificato per la sola cessione dell'immobile sito in Roma, via del Serafico 121, il cui prezzo di vendita è stato di € 30.000.000, con un utile realizzato, rispetto al prezzo di acquisto, di € 4,3 milioni.

### **Distribuzione del provento**

Il 13 marzo 2008 è stato posto in pagamento un provento pari a complessivi € 10.320.000. A ciascuna delle quote in circolazione sono stati corrisposti € 80, equivalenti al 4% del valore nominale di sottoscrizione.

### **Valore di mercato e valore di borsa**

Gli Esperti Indipendenti del Fondo rilevano, al 30 giugno 2008, un valore del portafoglio immobiliare pari ad € 260.760.000 che, al netto delle operazioni di compravendita effettuate nel semestre, rimane sostanzialmente in linea con quello espresso a fine esercizio 2008.

Al 30 giugno 2008 il valore complessivo netto del Fondo è pari a € 315.886.014 che, suddiviso per le 129.000 quote, risulta in un valore unitario di € 2.448,729.

La liquidità disponibile a fine giugno ammonta a € 39.317.030 ed è impiegata in strumenti finanziari di pronta liquidabilità e detenuta a fronte di impegni di pagamento dei saldi per il ritiro di immobili già acquisiti e registrati, al valore nominale, alla voce B3 del Rendiconto.

Al 30 giugno 2008 i finanziamenti accesi dal Fondo ammontano al 7,29% del valore del portafoglio immobiliare per un importo totale di € 21.269.548. Di questi, € 17.229.200 sono costituiti da finanziamenti ipotecari e € 4.040.348 da finanziamento di IVA riconosciuta a venditori e di cui viene richiesto il rimborso.

La performance di periodo relativa al primo semestre 2008 è stata pari all'1,57%.

Al 30 giugno 2008 la quotazione sul Mercato Telematico Azionario di Polis era di € 1.480, con uno sconto del 35% rispetto al valore di sottoscrizione delle quote. Alla fine del 2007 la quotazione era stata di € 1.834.

### **Operazioni in strumenti finanziari**

La liquidità del fondo è affidata in gestione alla Banca Popolare dell'Emilia Romagna e risulta investita in operazioni di tesoreria secondo un orizzonte temporale di brevissimo periodo.

### **Evoluzione prevedibile della gestione**

Nel secondo semestre dell'anno sarà completata l'acquisizione degli immobili a uffici di Assago, la cui consegna è prevista per la fine del prossimo mese di ottobre.

*Il Consiglio di Amministrazione*

*Milano, 23 luglio 2008*



**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO POLIS AL 30 GIUGNO 2008**

gestito da Polis Fondi Immobiliari di Banche Popolari S.G.R.p.A.

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

	Situazione al 30 giugno 2008		Situazione al 31 dicembre 2007	
ATTIVITÀ	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
Strumenti finanziari non quotati			8.991.360	2,55%
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito			8.991.360	2,55%
A5. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari derivati				
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	293.121.995	79,45%	305.479.995	86,54%
B1. Immobili dati in locazione	260.760.000	70,68%	295.150.000	83,62%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	32.361.995	8,77%	10.329.995	2,93%
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>E. ALTRI BENI (da specificare)</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	39.317.029	10,66%	25.122.403	7,12%
F1. Liquidità disponibile	39.317.029	10,66%	25.122.403	7,12%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	36.516.433	9,90%	13.382.106	3,79%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	212.994	0,06%	166.662	0,05%
G3. Crediti di imposta				
G4. Altre	29.264.614	7,93%	4.711.195	1,33%
G5. Credito Iva	7.038.825	1,91%	8.504.249	2,41%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>368.955.457</b>	<b>100,00%</b>	<b>352.975.864</b>	<b>100,00%</b>
<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	<b>Situazione al 31 dicembre 2006</b>			
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	21.269.548		20.882.004	
H1. Finanziamenti ipotecari	17.229.200		17.366.022	
H3. Altri	4.040.348		3.515.982	
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
<b>L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI</b>				
L1. Proventi da distribuire				
L2. Altri debiti verso i partecipanti				
<b>M. ALTRE PASSIVITÀ</b>	31.799.895		10.877.860	
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	3.718.143		3.854.417	
M2. Debiti di imposta	2.030		64.501	
M3. Ratei e risconti passivi	3.447.372		3.971.879	
M4. Altre	24.631.593		2.855.547	
M5. Fondo Imposte sospese				
M6. Debiti per cauzioni ricevute	758		34.180	
M7. Opere da appaltare			97.336	
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	<b>53.069.443</b>		<b>31.759.864</b>	
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>		<b>315.886.014</b>		<b>321.216.000</b>
<b>Numero complessivo delle quote in circolazione</b>		<b>129.000</b>		<b>129.000</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>		<b>2.448,729</b>		<b>2.490,047</b>
<b>Proventi distribuiti per quota</b>		<b>80,000</b>		<b>80,000</b>

**DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO**

**DEGLI IMMOBILI FACENTI PARTE DEL**

**FONDO “POLIS”**

**ALLA DATA DEL 30/06/2008**

**LUGLIO 2008**

## INDICE

<b>ARGOMENTO</b>	<b>PAGINA</b>
PREMESSA	1
LIMITI DELLA PRESENTE RELAZIONE	2
CRITERI DI VALUTAZIONE	3
METODOLOGIE OPERATIVE	4
SUPERFICI	4
SITUAZIONE LOCATIVA	5
COSTI DI GESTIONE	5
STATO DI CONSERVAZIONE	5
VERIFICHE NORMATIVE	5
TASSE, IMPOSTE, ALTRI COSTI DI GESTIONE E VARIE	5
VALUTAZIONE DI PORTAFOGLIO, CESSIONI DI SOCIETA',	
PAGAMENTI DIFFERITI	6
INFORMAZIONI	6
IPOTECHE	6
ASSUNZIONI VALUTATIVE	6
Indicatori monetari	7
Tempi	7
Tassi utilizzati	8
VALUTAZIONE	10
NOTA FINALE	10

***Allegati:***

- *Riepilogo Valori di Mercato per immobile.*

Milano, 14 Luglio 2008

Spettabile  
**Polis Fondi Immobiliari di Banche Popolari SGR.p.A**  
Via Mercato, 5  
20121 Milano

CONTRATTO N° 3999

**DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO ALLA DATA DEL  
30/06/2008 DEGLI IMMOBILI FACENTI PARTE DEL FONDO "POLIS".**

**PREMESSA**

In conformità alle Vostre istruzioni, abbiamo preso in considerazione gli immobili facenti parte del Fondo "Polis", così come risulta dall'elenco di seguito riportato, alla data del 30 Giugno 2008, al fine di determinare il loro Valore di Mercato.

N°	ASSET
0002	Milano - C.so di Porta Romana 87/89
0003	Milano - Via Romagnoli, 6
0005	Cernusco sul Naviglio (Mi)
0007	Bologna - Viale Aldo Moro, 21
0008	Sesto Fiorentino (Fi) - Hotel Novotel
0009	Sesto Fiorentino (Fi) - Hotel Ibis
0010	Roma - Via Raffaele Costi, 58/60
0012	Gorgonzola (Mi) - Strada Statale 11
0013	Domodossola (VB)
0014	Crevoladossola (VB)
0015	Trieste - Via Giovanni Pascoli, 8
0016	Trezzano S.N.-Via Cellini 6/8
0017	Venezia-Z.I. di S. Maria di Sala - Via Rivale n° 61
0018	Crespellano-Via Emilia n° 32-33
0019	Prato-Z.I. Macrolotto 1 - Via Liguria
0020	Bari-Z.I. - Via Dei Gerani 10-16
0021	Catania-Località Blocco Palma 1°
0022	Sassari-Z.I. Predda Niedda - Via Caniga n° 102
0023	Cagliari-Viale Marconi 197

## **DEFINIZIONE DEL VALORE DI MERCATO**

Nel determinare la nostra opinione di Valore di Mercato di ciascun immobile, abbiamo tenuto in considerazione i disposti del “RICS Appraisal and Valuation Manual” della Royal Institution of Chartered Surveyors del Regno Unito, pubblicato nel Settembre 1995 e successivamente modificato nel Novembre 1997 (“The Red Book”). Esso definisce “valore di libero mercato” nel modo seguente:

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

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

## **LIMITI DELLA PRESENTE RELAZIONE**

La presente relazione di stima è stata effettuata secondo le istruzioni ricevute ed in base alla documentazione urbanistica ed edilizia fornitaci dalla Proprietà, ciononostante vi sono alcuni limiti inerenti alla relazione stessa che è nostro preciso dovere segnalarVi, come qui di seguito riportato.

Tali aspetti andranno ulteriormente analizzati perché non considerati dal presente rapporto:

- a) Nessuna ricerca è stata effettuata riguardo a titoli di proprietà, servitù, vincoli, ipoteche od altro.

Non sono state effettuate verifiche della struttura né analisi ambientali per la rilevazione della presenza di eventuali sostanze tossiche. Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente illustrato nelle seguenti pagine.

- b) Le indicazioni delle indagini di mercato da noi effettuate sul locale mercato immobiliare sono, a nostro parere, rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione.

Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta propri di alcuni delle attività esaminate e tali da modificare, ma non

sensibilmente, l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento.

- c) Il computo delle superfici e tutti i dati relativi alle consistenze sono stati forniti dalla proprietà e da noi verificati solo in alcune posizioni come meglio specificato nel seguito della relazione.  
Non abbiamo proceduto ad alcuna verifica degli elaborati, neppure tramite misurazione per campione della proprietà in questione.
- d) Non abbiamo preso visione di copia delle autorizzazioni relative a concessioni edilizie, condoni, VVFF, Ufficio d'igiene, etc.; non abbiamo effettuato verifiche presso gli Enti competenti e pertanto non possiamo accettare nessuna responsabilità per quanto attiene a tali autorizzazioni.

### **CRITERI DI VALUTAZIONE**

In sede di stima ci siamo attenuti a metodologie e principi valutativi di generale accettazione. Considerata la finalità della perizia, la tipologia edilizia e le condizioni locative in essere, la metodologia valutativa da noi ritenuta più appropriata è stata individuata nell'applicazione dei "Flussi di Cassa Scontati" (o Discounted Cash Flow).

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

Sia i costi di riconversione che il valore finale capitalizzato sono stati attualizzati a tassi (diversi per ogni singolo asset) che considerano i rischi derivanti dalla specifica casistica esaminata. Il risultato di tale operazione porta a stabilire il valore attuale di ogni singolo asset immobiliare.

Gli elementi considerati sono:

- reddito lordo annuo derivante dai contratti di locazione;
- indicizzazione canoni attuali;
- tempi di occupazione degli spazi previsti dal contratto di locazione (piano di utilizzo);
- costi di gestione degli immobili locati (ICI, amministrazione, assicurazione, riserve per manutenzione straordinaria, tassa di registro);
- uso alternativo ottimale (High & Best Use);
- eventuali investimenti necessari alla ottimizzazione d'uso;
- tempi di ottimizzazione e di messa a reddito, considerando, dove necessario, le situazioni urbanistiche attuali ed i relativi vincoli;
- previsione di rivalutazione dei valori immobiliari (Capital Gain);
- canoni di locazione di mercato;

- tassi di attualizzazione e capitalizzazione per ciascun immobile.

Con tutti gli elementi suddetti si è sviluppato il flusso di cassa per ciascun immobile per determinare il “Valore di Mercato”.

## **METODOLOGIE OPERATIVE**

Questa valutazione è un aggiornamento di una nostra precedente valutazione datata 31 Dicembre 2007.

In accordo con la Proprietà, al fine di accertare il valore, CB Richard Ellis Professional Services ha effettuato ispezioni ad alcuni immobili significativi per rilevare, oltre alle informazioni ricevute (consistenza, destinazioni d'uso), la situazione immobiliare alla data attuale (qualità, condizioni, caratteristiche, ecc.).

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

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

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

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

Nei casi in cui abbiamo riscontrato carenze nello stato di conservazione degli immobili, abbiamo provveduto a determinare i costi ed i tempi necessari per ripristinare le condizioni fisiche e poter essere in linea con gli usi e consuetudini del mercato immobiliare della zona di riferimento.

## **SUPERFICI**

La nostra valutazione è basata sui dati di consistenza forniti direttamente dalla Proprietà.

In relazione alla completezza ed attendibilità delle informazioni ricevute abbiamo proceduto ad un controllo a campione, tramite misurazione delle planimetrie in formato dwg o cartaceo, delle consistenze indicate e, in taluni casi, ad una misurazione ex novo delle consistenze.

In particolare, a fini valutativi, sono state utilizzate le superfici commerciali (distinte per piano e destinazione d'uso) ottenute detraendo alla superficie lorda gli spazi destinati a locali tecnici, cavedi e collegamenti verticali.

Non abbiamo proceduto alla misurazione di alcun immobile.

### **SITUAZIONE LOCATIVA**

I dati locativi necessari allo svolgimento della stima (individuati per Conduttore, canone aggiornato e scadenza contrattuale) ci sono stati forniti dalla Proprietà.

### **COSTI DI GESTIONE**

L'importo dell'ICI ci è stato fornito dalla Proprietà e non è stato da noi verificato. Il costo relativo all'Assicurazione Fabbricati è stato da noi ipotizzato come percentuale del CRN (Costo di Ricostruzione a Nuovo) dell'immobile.

### **STATO DI CONSERVAZIONE**

Non abbiamo effettuato verifiche strutturali di alcun immobile, né effettuato verifiche sugli impianti e, pertanto, le nostre valutazioni si basano sul presupposto che non esistano problemi in merito. Inoltre, non sono state effettuate verifiche dettagliate per determinare l'eventuale presenza di passività ambientali, quali amianto od altri materiali nocivi, e di conseguenza le nostre valutazioni sono basate sul presupposto che nessuna passività ambientale esista.

Nei casi in cui abbiamo riscontrato carenze nello stato di conservazione degli immobili, abbiamo provveduto ad imputare nel DCF opportuni capex in linea con gli usi e consuetudini del mercato italiano.

### **VERIFICHE NORMATIVE**

Abbiamo effettuato la valutazione sull'assunto che tutti gli immobili siano perfettamente rispondenti ed in linea con le normative vigenti per l'uso cui gli immobili stessi sono adibiti da parte degli utenti alla data della valutazione. Nessuna verifica di rispondenza urbanistica ed amministrativa è stata da noi fatta.

### **TASSE, IMPOSTE, ALTRI COSTI DI GESTIONE E VARIE**

E' prassi in Italia effettuare valutazioni di cespiti immobiliari al lordo dei costi di cessione. Ne consegue che non abbiamo dedotto alcun costo che potrebbe emergere in fase di cessione, quali imposte, costi legali e di agenzia, ecc.



Non abbiamo effettuato alcun accantonamento o deduzione a fronte di imposte e tasse dirette od indirette di alcun genere.

### **VALUTAZIONE DI PORTAFOGLIO, CESSIONI DI SOCIETA', PAGAMENTI DIFFERITI**

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

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

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

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

### **INFORMAZIONI**

Abbiamo fatto affidamento sui dati fornitici dalla Proprietà, relativamente agli immobili da essa posseduti. Abbiamo pertanto dato per scontato che tutte le informazioni forniteci siano esatte e complete in ogni aspetto.

Abbiamo effettuato un congruo numero di test a campione per verificare l'affidabilità dei dati fornitici dalla Proprietà in relazione alle situazioni locative. Abbiamo inoltre verificato singoli contratti di locazione relativi ad alcuni immobili di dimensioni significative.

Il risultato di questi test è da noi giudicato positivo ai fini della correttezza delle informazioni pervenuteci.

### **IPOTECHE**

Non abbiamo preso in considerazione l'eventuale esistenza di ipoteche od altri gravami di qualsiasi natura che possano essere collegate agli immobili.

## **ASSUNZIONI VALUTATIVE**

### **Indicatori monetari**

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

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

### **Tempi**

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

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

### **Canoni di Mercato**

I canoni di mercato da assumersi al termine delle locazioni in corso o da imputare alle parti sfitte, sono stati determinati in base ai dati di mercato rilevati in zona.

### **Crescita Canoni di Mercato**

E' stata assunta una crescita di mercato variabile dal 2,2% al 2,40% in relazione alla tipologia dell'asset per tenere conto dell'attuale situazione di relativa stabilità.

### **Inflazione prevista**

Si è ipotizzato un'inflazione pari al 2,40% per tutto il flusso temporale considerato.

### **Costi di gestione dell'immobile**

I costi a carico della proprietà considerati sono i seguenti:

- Spese di Amministrazione;
- Riserve per manutenzione straordinaria: determinate come incidenza del Costo di Ricostruzione a Nuovo (CRN) dell'immobile;
- Assicurazione: determinata come incidenza del Costo di Ricostruzione a Nuovo (CRN) dell'immobile;
- ICI: comunicata dalla proprietà;

Le riserve per manutenzione straordinaria rappresentano l'accantonamento annuale destinato a coprire capex programmati e/o imprevisti. Sono calcolate come incidenza percentuale del CRN e possono variare da asset ad asset in relazione alla tipologia edilizia ed allo stato di conservazione.

### **Tassi utilizzati**

Anche per quanto attiene i tassi, nello sviluppo dello studio valutativo vale il discorso impostato per i tempi operativi: ogni immobile presenta una sua valenza analizzata singolarmente. I tassi presi a base della valutazione sono stati i seguenti:

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

Ognuno di questi tassi esprime, ricomprendendole, le quote parte di spread, illiquidità e rischio settore.

Per i mezzi propri si considera un tasso ottenuto sommando al tasso per attività prive di rischio (Risk free) un delta per tener conto dell'illiquidità dell'investimento ed un ulteriore delta per tener conto dello specifico rischio dell'investimento. La remunerazione del capitale di terzi è invece pari al tasso "Euribor" a sei mesi più uno spread.

Il tasso di capitalizzazione rappresenta invece il tasso che permette di convertire una indicazione di reddito futuro in una indicazione di valore attuale. Anch'esso viene determinato con lo stesso criterio del tasso di attualizzazione.

In relazione ai dati di partenza, il "**Risk free**" può essere definito come il tasso privo di rischio, pari al rendimento dei Titoli di Stato con scadenza omogenea rispetto all'orizzonte temporale dell'investimento.

L'**Euribor** è il tasso interbancario applicato dalle principali banche europee dell'area Uem, utilizzato soprattutto come parametro di indicizzazione nei mercati finanziari e per la stipula di finanziamenti bancari.

Infine l'**inflazione programmata** è inflazione prevista per l'intero orizzonte temporale dell'investimento determinata sulla base ai dati diffusi dall'ISTAT.

Lo **Spread** è il delta percentuale aggiuntivo che le banche sommano all'Euribor per determinare il tasso a cui concedono dei prestiti; dipende dalle garanzie che l'investitore può garantire e dal rischio specifico dell'investimento.

L'**illiquidità** può essere definita come la difficoltà di convertire in tempi brevi il valore di un investimento immobiliare in denaro, rischio legato ai tempi di transazione; questo rischio dipende dalle caratteristiche dell'immobile in oggetto.

Il **rischio settore** è un rischio strettamente legato alle caratteristiche dell'investimento immobiliare in oggetto; maggiore è la possibilità che un risultato atteso non venga conseguito, maggiore è il rischio di quell'investimento; è un tipo di rischio che dipende in particolare dalle caratteristiche del mercato immobiliare di riferimento.

Il ritorno sui “mezzi propri” si determina sommando al tasso dei titoli di stato a lungo termine l'illiquidità e il rischio settore. Per quanto riguarda i “mezzi di terzi” si somma all'Euribor a 6 mesi lo spread. Considerando a questo punto la composizione della struttura finanziaria si ottiene il tasso a moneta corrente.

Lo stesso ragionamento viene utilizzato per determinare anche il tasso di attualizzazione/riconversione ed il tasso di capitalizzazione.

## **VALUTAZIONE**

Nell'ipotesi che non esistano restrizione o limitazione alcuna né costi straordinari di cui non siamo a conoscenza, e fatte salve tutte le osservazioni, sia generali che specifiche, dettagliate poc'anzi e/o nelle sezioni seguenti, siamo dell'opinione che il Valore di Mercato relativo alla piena proprietà degli immobili oggetto della presente relazione di stima, elencato nel dettaglio di seguito, alla data del 30 Giugno 2008, sia ragionevolmente espresso come segue:

**Euro 260.760.000,00**  
**(Duecentosessantamilionisettecentosessantamila/00).**

## **NOTA FINALE**

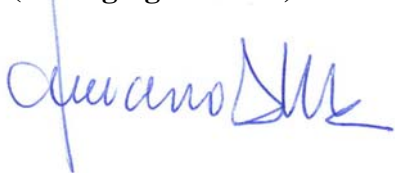
La presente valutazione è stata prodotta esclusivamente per la Vostra Società e per l'uso specifico descritto nella premessa. Può essere mostrata ad altri Vostri eventuali consulenti ma non a qualunque altra persona fisica e/o giuridica senza la nostra approvazione preventiva scritta.

Infine, né tutto né parte del presente rapporto, né alcun riferimento ad esso possono essere citati, pubblicati o riprodotti in qualsiasi modo senza la nostra preventiva approvazione del contesto e delle modalità relative.

In fede,

**CB RICHARD ELLIS**  
**PROFESSIONAL SERVICES S.p.A.**

**Francesco Abba**  
**(Managing Director)**



**Manuel Messaggi**  
**(Director)**



***Allegati:***

– *Riepilogo valori di mercato per immobile.*

**RIEPILOGO VALORI DI MERCATO**

<b>N°</b>	<b>ASSET</b>	<b>V.M. 30.06.2008 (Euro)</b>
<b>0002</b>	Milano - C.so di Porta Romana 87/89	<b>11.580.000</b>
<b>0003</b>	Milano - Via Romagnoli, 6	<b>24.600.000</b>
<b>0005</b>	Cernusco sul Naviglio (Mi)	<b>20.310.000</b>
<b>0007</b>	Bologna - Viale Aldo Moro, 21	<b>34.300.000</b>
<b>0008</b>	Sesto Fiorentino (Fi) - Hotel Novotel	<b>21.890.000</b>
<b>0009</b>	Sesto Fiorentino (Fi) - Hotel Ibis	<b>15.210.000</b>
<b>0010</b>	Roma - Via Raffaele Costi, 58/60	<b>25.000.000</b>
<b>0012</b>	Gorgonzola (Mi) - Strada Statale 11	<b>40.980.000</b>
<b>0013</b>	Domodossola (VB)	<b>16.810.000</b>
<b>0014</b>	Crevoladossola (VB)	<b>1.440.000</b>
<b>0015</b>	Trieste - Via Giovanni Pascoli, 8	<b>15.720.000</b>
<b>0016</b>	Trezzano S.N.-Via Cellini 6/8	<b>12.380.000</b>
<b>0017</b>	Venezia-Z.I. di S. Maria di Sala - Via Rivale n° 61	<b>5.480.000</b>
<b>0018</b>	Crespellano-Via Emilia n° 32-33	<b>2.090.000</b>
<b>0019</b>	Prato-Z.I. Macrolotto 1 - Via Liguria	<b>3.580.000</b>
<b>0020</b>	Bari-Z.I. - Via Dei Gerani 10-16	<b>2.530.000</b>
<b>0021</b>	Catania-Località Blocco Palma 1°	<b>2.630.000</b>
<b>0022</b>	Sassari-Z.I. Predda Niedda - Via Caniga n° 102	<b>1.580.000</b>
<b>0023</b>	Cagliari-Viale Marconi 197	<b>2.650.000</b>
<b>TOTALE</b>		<b>260.760.000</b>