

FONDO PER INVESTIMENTI IN IMMOBILI
PREVALENTEMENTE NON RESIDENZIALI



Relazione semestrale
al 30 giugno 2007

POLIS FONDI SGR.p.A.

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2007

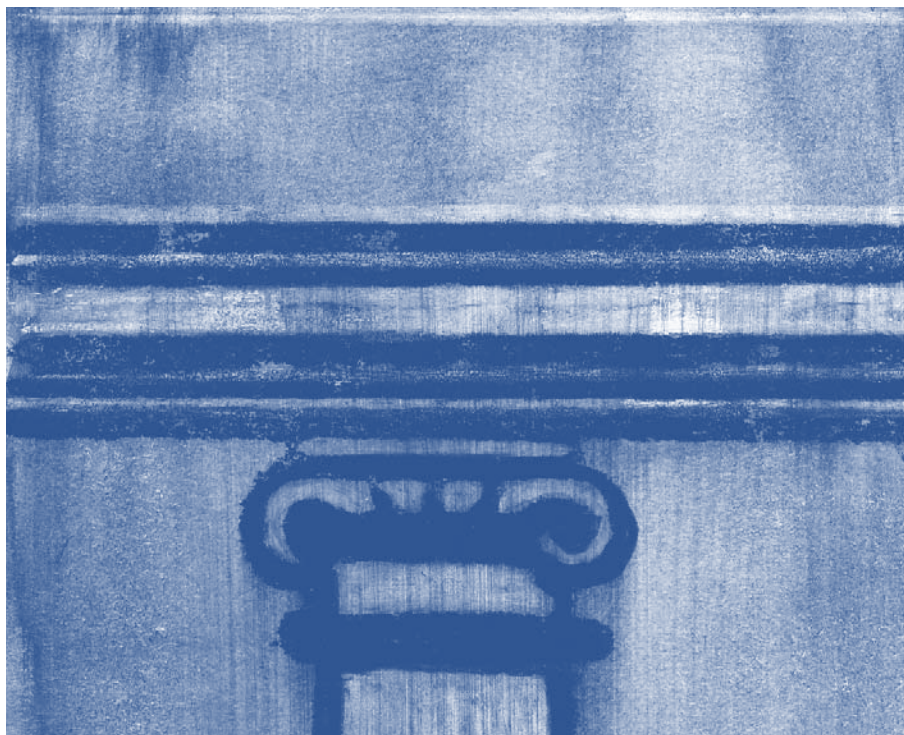
1. Il mercato immobiliare italiano nel primo semestre

Mercato Terziario

È proseguita nel comparto terziario la contrazione di rendimenti che, a fronte di stabilità dei canoni, si riflette in un conseguente incremento dei valori capitali.

Tale situazione è dovuta ad un eccesso di domanda di investimento da parte di operatori nazionali ed internazionali. Gli scambi più intensi si verificano sempre nelle città di Milano e Roma, anche se le piazze minori hanno visto concretizzare diverse transazioni sia sul fronte dell'usato che del nuovo (es. nuovi business park nelle prime periferie o in aree industriali riqualificate).

Per Roma e Milano i rendimenti immediati di operazioni in location primarie si sono attestati al di sotto del 5%.



Mercato Commerciale

Il comparto commerciale continua a mostrare una forte tensione sul fronte della domanda. Malgrado da ormai un triennio si susseguano iniziative di sviluppo e/o riconversione in spazi commerciali, l'offerta, soprattutto nel Sud del Paese, continua ad essere carente.

Come per il settore terziario, anche il settore commerciale ha visto una contrazione dei rendimenti; nel Nord Italia sono state concluse rilevanti operazioni con rendimenti compresi tra il 5,25% ed il 5,75%.

Per ottenere rendimenti più elevati, occorre rivolgersi a prodotti di nuova generazione - Factory Outlet, Retail Park, Leisure Park - che presentano tuttavia rischi più elevati (scarso track record, non immediata percezione, da parte dell'utenza potenziale, dell'oggetto come nuovo polo di interesse e attrazione, inerzia nel mutamento di abitudini, ecc.).

Mercato Alberghiero

Il comparto alberghiero-turistico mostra dal 2006 un andamento favorevole, con un forte incremento delle transazioni.

Il driver principale di questa dinamica è da ricercarsi nel sempre più frequente ricorso ad operazioni di sale and lease back, spesso finalizzate al finanziamento di progetti di crescita dell'attività alberghiera.

Dal punto di vista dell'investitore, la continua compressione dei rendimenti negli altri settori ha reso più attraente questa tipologia di investimento che, a parità di location, riesce ancora ad offrire rendimenti nell'intorno del 6% (con contratti di locazione immobiliare) e del 6,5% - 7,5% (con strutture di management contract).

Mercato Logistico

Il mercato del comparto logistico italiano, in linea con quello europeo, ha confermato un andamento positivo. Rimangono ottime le prospettive di crescita, confermate dalla elevata attività edificatoria in tutto il territorio.

In crescita sono risultati gli investimenti effettuati dai fondi immobiliari in questo settore, supportati dalle aspettative di redditività superiori rispetto agli altri comparti.

I valori capitali sono generalmente stabili, mentre i rendimenti sono in fase di contrazione: fra il 6% e il 7% per le migliori piattaforme logistiche.

2. Il Fondo Polis

Rispetto al dicembre 2006, il portafoglio del Fondo Polis risulta più equilibrato, poiché la componente di uffici, che allora costituiva l'87% del portafoglio rispetto al costo storico, si attesta oggi al 66%, sempre in rapporto al costo.

Il riequilibrio è stato raggiunto per mezzo delle seguenti operazioni di compravendita effettuate nel primo semestre:

- Vendita dell'immobile di via Montefeltro, Milano (28 maggio 2007);
- Vendita dell'immobile Palazzo Q in Rozzano (Mi) (15 giugno 2007);
- Acquisto dell'immobile ad uso logistico in Gorgonzola (Mi) (2 febbraio 2007)
- Acquisto degli immobili ad uso commerciale siti in Domodossola e Crevoladossola (13 giugno 2007)
- Acquisto dell'immobile ad uso terziario in Trieste (12 giugno 2007).

L'insieme di tali operazioni ha premesso di riequilibrare l'asset allocation del Fondo sia dal punto di vista tipologico sia da quello geografico.

Distribuzione del provento

Il 21 marzo 2007 è stato posto in pagamento un provento complessivo di euro 10.320.000, pari a euro 80 per quota, equivalente al 4% del valore di sottoscrizione.

Valore di mercato e valore di borsa

Gli Esperti Indipendenti del Fondo rilevano, al 30 giugno 2007, un valore del portafoglio immobiliare pari ad € 265.830.000 che, al netto delle operazioni di compravendita effettuate nel semestre, fa emergere rispetto al 31 dicembre 2006 (euro 251.311.000) una plusvalenza non realizzata pari a euro 2.250.000.

Al 30 giugno 2007 il valore complessivo netto del Fondo è pari a euro 316.603.822, che, suddiviso per le 129.000 quote, risulta in un valore unitario di euro 2.454,293.

La liquidità disponibile a fine giugno ammonta a 63.797.371 euro. Inoltre sono impiegati in strumenti finanziari di pronta liquidabilità 57.486.756 euro.

Il livello di indebitamento del Fondo ammonta a 23.543.044 euro.

La performance di periodo relativa al primo semestre 2007 è stata pari al 2,41%.

Al 30 giugno 2007 la quotazione sul Mercato Telematico Azionario di Polis era di euro 1.834,99, con uno sconto del 9,2% rispetto al valore di sottoscrizione delle quote. Al 30 giugno dello scorso anno la quotazione era stata di euro 1.726.

Tale miglioramento della quotazione di Borsa appare riconducibile al notevole incremento di attenzione per le quote di fondi immobiliari quotati conseguente l'offerta pubblica d'acquisto lanciata da alcuni intermediari su quote di fondi.

* * *

Operazioni in strumenti finanziari

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

* * *

Evoluzione prevedibile della gestione

Si ritiene che il secondo semestre possa confermare l'andamento verificatosi nel periodo in esame, con l'aspettativa di conseguimento di un risultato migliore rispetto a quello dell'anno precedente.

Il Consiglio di Amministrazione

Milano, 25 luglio 2007

RELAZIONE SEMESTRALE FONDO POLIS

Polis Fondi S.G.R.p.A.

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2007 (IN EURO)

ATTIVITA'	Situazione al 30 giugno 2007		Situazione al 31 dicembre 2006	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari quotati	0	0,00%	45.311.445	13,53%
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito	0	0,00%	45.311.445	13,53%
A8. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari derivati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	274.955.000	77,56%	260.436.000	77,78%
B1. Immobili dati in locazione	265.830.000	74,99%	251.311.000	75,05%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	9.125.000	2,57%	9.125.000	2,73%
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
D. DEPOSITI BANCARI				
E. ALTRI BENI (da specificare)				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	6.310.615	1,78%	-4.796.700	-1,43%
F1. Liquidità disponibile	63.797.371	18,00%	5.202.901	1,55%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-57.486.756	-16,22%	-9.999.601	-2,99%
G. ALTRE ATTIVITA'	73.236.076	20,66%	33.891.513	10,12%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	62.408.240	17,60%	20.025.751	5,98%
G2. Ratei e risconti attivi	146.042	0,04%	1.813.852	0,54%
G3. Crediti di imposta	0	0,00%	0	0,00%
G4. Altre	4.522.193	1,28%	3.756.432	1,12%
G5. Credito Iva	6.159.601	1,74%	8.295.478	2,48%
TOTALE ATTIVITA'	354.501.691	100,00%	334.842.258	100,00%
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30 giugno 2007		Situazione al 31 dicembre 2006	
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	23.543.044		0	
H3. Altri	23.543.044		0	
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI				
L1. Proventi da distribuire				
L2. Altri debiti verso i partecipanti				
M. ALTRE PASSIVITA'	14.354.824		15.512.114	
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	3.112.972		3.150.125	
M2. Debiti di imposta	26.980		280	
M3. Ratei e risconti passivi	2.878.188		2.773.606	
M4. Altre	8.205.562		9.455.775	
M5. Fondo Imposte sospese				
M6. Debiti per cauzioni ricevute	33.786		34.992	
M7. Opere da appaltare	97.336		97.336	
TOTALE PASSIVITA'	37.897.869		15.512.114	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	316.603.822		319.330.144	
Numero complessivo delle quote in circolazione	129.000		129.000	
Valore unitario delle quote	2.454,293		2.475,427	
Proventi distribuiti per quota	80,000		110,900	

Milano, 16 Luglio 2007

Spettabile

Polis Fondi Immobiliari di Banche Popolari SGR.p.A

Via Mercato, 5

20121 Milano

CONTRATTO N 3518

**DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO ALLA DATA DEL
30/06/2007 DEGLI IMMOBILI FACENTI PARTE DEL FONDO "POLIS"**

PROSPETTO SINTETICO PER RENDICONTO.

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 2007, al fine di determinare il loro Valore di Mercato.

Codice	CITTA'	INDIRIZZO
0002	Milano	Corso di P.ta Romana, 87/89
0003	Milano	Via Romagnoli, 6
0005	Cernusco sul Naviglio (Mi)	Via Achille Grandi, 8
0006	Lacchiarella (Mi)	Park Est "Milano Logistic Center"
0007	Bologna	Viale Aldo Moro, 21
0008	Sesto Fiorentino (Fi)	Loc. Osmanorro, Via Tevere - Hotel Novotel
0009	Sesto Fiorentino (Fi)	Loc. Osmanorro, Via Arno - Hotel Ibis
0010	Roma	Via Raffaele Costi, 58/60
0011	Roma	Via del Serafico, 121
0012	Gorgonzola	S.P. 13 - S.S. 11
0013	Domodossola (VB)	Via Regione delle Nosere, 31
0014	Crevoladossola (VB)	S.S. Sempione, 190
0015	Trieste	Via Giovanni Pascoli, 8

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 atualizzando 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 atualizzati a tassi (diversi per ogni singolo asset) che considerano i rischi derivanti dalla specifica casistica esaminata. Il risultato di tale operazione porta a stabilire il valore attuale di ogni singolo 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 atualizzazione 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 rappresenta la "prima stima" del Fondo "Polis" in quanto CB Richard Ellis Professional Services ha cominciato la propria attività di perito indipendente del Fondo in data 1 Aprile 2007.

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

Contestualmente si è provveduto a rilevare informazioni sul mercato locale per poter determinare i dati (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 e riferiti allo stato patrimoniale del 30 Giugno 2007.

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 pari allo 2,00% per tenere conto dell'attuale situazione di relativa stabilità.

Inflazione prevista

Si è ipotizzato un'inflazione pari al 2,00% 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 2007, sia ragionevolmente espresso come segue:

Euro 265.830.000,00

(Duecentosessantacinquemilioni ottocentotrentamila/00).

Codice	CITTA'	INDIRIZZO	VALORE DI MERCATO AL 30-06-2007 (Euro)
0002	Milano	Corso di P.ta Romana, 87/89	22.500.000
0003	Milano	Via Romagnoli, 6	23.980.000
0005	Cernusco sul Naviglio (Mi)	Via Achille Grandi, 8	20.300.000
0006	Lacchiarella (Mi)	Park Est "Milano Logistic Center"	710.000
0007	Bologna	Viale Aldo Moro, 21	34.140.000
0008	Sesto Fiorentino (Fi)	Via Tevere - Hotel Novotel	21.060.000
0009	Sesto Fiorentino (Fi)	Via Arno - Hotel Ibis	14.590.000
0010	Roma	Via Raffaele Costi, 58/60	25.090.000
0011	Roma	Via del Serafico, 121	29.240.000
0012	Gorgonzola	S.P. 13 - S.S. 11	41.200.000
0013	Domodossola (VB)	Via Regione delle Nosere, 31	16.010.000
0014	Crevoladossola (VB)	S.S. Sempione, 190	1.430.000
0015	Trieste	Via Giovanni Pascoli, 8	15.580.000
TOTALE (Euro)			265.830.000

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.

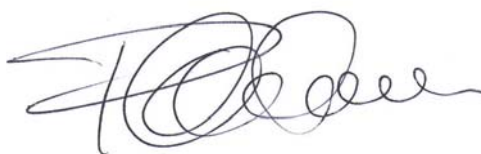
Infine, né tutto né parte del presente rapporto, né alcun riferimento ad esso possono essere citati, pubblicati o riprodotti in qualsiasi modo senza la nostra preventiva approvazione del contesto e delle modalità relative.

Il presente certificato sarà implementato a breve con le schede di dettaglio di ogni singolo immobile.

In fede,

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

**P. Angelo Castelnuovo
(Presidente)**



**Manuel Messaggi
(Project Manager)**





www.polisfondi.it

Polis Fondi SGR.p.A
20121 Milano, via Mercato 5 T. 02 3206001 F. 02 32060033 sgf@polisfondi.it

Capitale sociale € 5.200.000 i.v.
C.F. e P. IVA 12512480158
Iscrizione Albo Banca d'Italia 11/1/99 n. 73 - R.E.A. n. 1562282
banca depositaria BANCA POPOLARE DI MILANO