



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA
"TOR VERGATA"**

FACOLTA' DI ECONOMIA

DOTTORATO DI RICERCA IN BANCA E FINANZA

XXII CICLO

*Il processo di selezione
degli Esperti Indipendenti
per i fondi immobiliari in Italia*

Coordinatore
Ch.mo Prof. ALESSANDRO CARRETTA

Relatore
Ch.mo Prof. MASSIMO CARATELLI

Dottorando
ANTONIO GIUSEPPE CADONI

ANNO ACCADEMICO 2009/2010

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO PRIMO	15
LA VALUTAZIONE NELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE	15
1.1 INTRODUZIONE	15
1.2 MAPPATURA DEGLI STANDARDS INTERNAZIONALI ED EUROPEI	16
1.2.1 <i>Gli standards e la valutazione immobiliare in Italia</i>	25
1.3 IL VALORE DI MERCATO E GLI IMMOBILI	31
1.3.1 <i>Definizioni internazionali ed europee</i>	33
1.3.2 <i>Peculiarità sul concetto di valore</i>	37
1.4 METODOLOGIE NELLA VALUTAZIONE	40
1.4.1 <i>Le metodologie e i fondi immobiliari in Italia</i>	45
1.5 IL RAPPORTO VALUTATIVO: REQUISITI, CONTENUTO E MONITORAGGIO	52
1.6 CONCLUSIONI	58
CAPITOLO SECONDO	60
I VALUTATORI NEL RUOLO DI ESPERTI INDIPENDENTI E LA SGR	60
2.1 INTRODUZIONE	60
2.2 LA FIGURA DEL VALUTATORE IMMOBILIARE	61
2.2.1 <i>Il valutatore immobiliare e gli standards internazionali</i>	63
2.2.2 <i>Il valutatore immobiliare in Italia</i>	66
2.3 LA LETTERA D'INCARICO	69
2.4 L'ESPERTO INDIPENDENTE E LA SGR	72
2.4.1 <i>Ruoli e vincoli normativi</i>	74
2.4.2 <i>Forme organizzative degli Esperti Indipendenti</i>	83
2.5 CONCLUSIONI	85
CAPITOLO TERZO	87
IL PROCESSO DI SELEZIONE DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI NELLE SGR IN ITALIA: ANALISI DELLE EVIDENZE EMPIRICHE	87
3.1 INTRODUZIONE	87
3.2 METODOLOGIA E DESCRIZIONE DEL CAMPIONE	91
3.3 PUNTI DI ANALISI E RISULTATI DELLE EVIDENZE EMPIRICHE	96
3.3.1 <i>Le fasi e i ruoli principali per la procedura di selezione dell'Esperto Indipendente da parte della SGR</i>	96
3.3.2 <i>Definizione ex-ante dei parametri che contraddistinguono l'Esperto Indipendente "tipo" e gli elementi cardini che la SGR rileva nella selezione</i>	102
3.3.3 <i>Le ulteriori valutazioni e il numero dei potenziali candidati Esperti Indipendenti ammessi</i>	109
3.3.4 <i>Valutazione finale e relativo incarico all'Esperto Indipendente</i>	113
3.3.5 <i>Incidenza del potere decisionale del CdA sulle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente</i>	119
3.4 IMPLICAZIONI E RIFLESSIONI SUI PUNTI DELL'ANALISI EMPIRICA	122
3.5 CONCLUSIONI	129
CONCLUSIONI	133
APPENDICE	139
BIBLIOGRAFIA	144
<i>Siti Internet</i>	149

Introduzione

Questo lavoro si inserisce nel filone di ricerca di Finanza Immobiliare del Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza ed indaga, sia a livello teorico che empirico, sugli strumenti che sono considerati ed utilizzati dai formal grading system delle SGR, Società di Gestione del Risparmio, quali idonei a fronteggiare il processo di selezione degli Esperti Indipendenti e le relative relazioni connaturate al tipo di rapporto contrattuale.

Questa ricerca è il risultato della volontà e curiosità di indagare ed analizzare, soprattutto sul campo, il modus operandi delle Società di Gestione del Risparmio (SGR) in Italia tenendo conto che il relativo contenuto deve essere interpretato in relazione al periodo in cui è stato redatto.

Il punto di vista dal quale si conduce l'analisi non corrisponde, però, a quello di una verifica dei caratteri tipici e del ruolo del "valutatore" che gli è riconosciuto nel sistema "fondi immobiliari" come, in genere, viene affrontato dalla letteratura economica.

In particolare lo studio è stato orientato verso quell'insieme di parametri, informazioni, caratteristiche, analisi quantitative e qualitative, motivazioni, assunzioni, fino ad arrivare, soprattutto, alle relative decisioni che sono state assunte dalle SGR per scegliere un Esperto Indipendente a cui affidare l'incarico di valutare gli *asset* dei fondi immobiliari in gestione.

Lo scopo è stato quello di rilevare eventuali zone grigie che potevano essere generate da eventuali incompletezze e/o opacità di quei contenuti esplicitabili nel sistema dei processi di selezione della "*figura professionale*" dell'Esperto Indipendente (E.I.) e quindi, poter fornire un contributo a possibili soluzioni e/o ridimensionamenti delle relative problematiche.

Lo sviluppo di questo percorso si inserisce in una corrente di approfondimenti e studi che in questi ultimi tempi hanno generato tematiche di dibattito sia su quanto concerne l'importanza di una valutazione oggettiva e indipendente che sui rapporti che intercorrono tra le SGR e gli Esperti Indipendenti.

Sia le indagini conoscitive da parte delle Autorità di vigilanza che le riflessioni e raccomandazioni da parte delle Associazioni del settore, hanno sensibilizzato i

principali attori del Sistema alimentando l'interesse all'approfondimento sul ruolo dell'Esperto Indipendente.

La crescita di interesse su questa tema è da attribuire alla rilevanza sugli effetti della crisi della finanza immobiliare causati dalla crisi del mercato dei mutui “ *sub-prime* “ del 2007 e con ripercussioni a livello internazionale; un processo inarrestabile sia nel mondo finanziario che immobiliare dove oramai i due mercati, legati da una marcata correlazione, hanno generato la finanza immobiliare.

Il nostro Paese, anche con una politica del credito più prudente e dopo un lungo ciclo immobiliare positivo, ha dovuto comunque subire la crisi con il risultato di un drastico rallentamento delle transazioni e quindi di una mancanza di fiducia degli operatori.

Nonostante le ripercussioni negative nel settore della gestione del risparmio collettivo, la categoria dei fondi immobiliari ha riscontrato una crescita sia del patrimonio che del volume delle attività rispettivamente del 6,1% e del 10,7% alla fine del 2008 e del 1,9% e del 6,4% su base annua alla fine del primo semestre 2009¹. Ma il lungo ciclo immobiliare positivo ha anche contribuito a trascurare la misura del rischio nell'investimento immobiliare e le Autorità di vigilanza hanno ritrovato un maggiore interesse sulle dinamiche gestionali delle SGR specializzate nel settore.

La disponibilità di dati affidabili, il reperimento dei valori effettivi riferiti al mercato immobiliare e la definizione dell'evoluzione storica degli stessi, rappresenta un elemento imprescindibile specie in periodi con particolari fasi congiunturali di transizione come per esempio quella attuale.

Anche alla luce degli accadimenti sia nel mercato finanziario che immobiliare, l'applicazione degli standard estimativi internazionali e il rispetto di rigidi criteri nella redazione del rapporto di valutazione, ha accresciuto l'attenzione alla qualità ed alla trasparenza delle stime immobiliari.

Tutto ciò nonostante l'obiettivo, da parte di Assogestioni, di sensibilizzare ogni SGR associata per l'assunzione nella propria struttura organizzativa, di una “*mappa dei rischi immobiliari*” dell'attività di investimento del/i un fondo/i

¹ Fonte Rapp. Sem. di Assogestioni

immobiliare/i identificandone le relative categorie di rischio nei vari processi gestionali².

Nasce così l'esigenza di un'indagine conoscitiva, da parte delle Autorità di vigilanza, sulle varie fasi di valutazione degli asset dei fondi immobiliari e dei relativi processi decisionali anche a seguito delle relazioni di stime predisposte dagli Esperti Indipendenti e alle procedure che portano le SGR ad interagire con queste figure professionali³.

Questa esigenza si rafforza alla luce del diverso background professionale dei soggetti coinvolti o da coinvolgere, dell'ampia gamma delle risorse necessarie ma, anche, della complessità che le SGR affrontano nelle loro eventuali definizioni preventive per l'attribuzione dei risultati attesi dall'implementazione dei progetti di investimento oppure nell'ambito della rendicontazione periodica.

Gli Esperti Indipendenti hanno un ruolo determinante nella loro funzione di valutatore poiché gli investimenti del fondo immobiliare si riferiscono soprattutto a beni non negoziati in mercati regolamentari e, per i quali, non esistono prezzi desumibili da listini ufficiali.

Si prospetta quindi la necessità di Esperti Indipendenti capaci di offrire un servizio di due diligence tecnica e di misurare il grado di rischio di un investimento immobiliare che sia in funzione non solo di una corretta valutazione degli asset del patrimonio di un fondo immobiliare ma, soprattutto, deve rappresentare la probabilità di perdita del denaro investito che rappresenta un presupposto essenziale per la tutela degli investitori.

Da qui l'attenzione si è gradualmente ampliata comprendendo anche tutte quelle possibili ulteriori informazioni avute direttamente da chi, all'interno di ogni SGR, sono riconosciuti autorevoli e attendibili operatori per lo svolgimento di una procedura per la selezione degli Esperti Indipendenti, giudicata come idonea dal proprio CdA secondo le proprie logiche ed i propri obiettivi, pur in presenza di asimmetria giuridica in merito.

L'indagine sulle procedure di selezione degli Esperti Indipendenti è, quindi, il volano dell'interesse che muove questo lavoro.

² V. "Mappatura dei rischi immobiliari dei fondi real estate" di Assogestioni, 2006

³ V. Documento CONSOB n. 65 / Dicembre 2009

In questa ricerca hanno particolare riguardo le dinamiche endogene che portano alla nomina di queste figure professionali esterne nonché alle interazioni fra i relativi attori del sistema.

Dai meccanismi e strumenti legali, attraverso un'indagine teorica ed empirica, vengono rilevati e analizzati tutti gli elementi ritenuti fondamentali, tipici, indispensabili, irrinunciabili ma anche quelle asimmetrie informative e quelle imperfezioni che caratterizzano il sistema ampliando l'attenzione a tutte quelle eventuali soluzioni suggerite dall'analisi teorica e dalla pratica operativa.

A seguito di quanto sopra le domande di ricerca che ho formulato sono le seguenti:

- Per la valutazione degli asset di un fondo immobiliare le SGR quali parametri utilizzano per la scelta di un Esperto Indipendente?
- Quali procedimenti vengono attivati dalle SGR per la selezione e valutazione degli Esperti Indipendenti?
- Quali sono le motivazioni che potrebbero portare un CdA di una SGR a discostarsi dalle valutazioni degli Esperti Indipendenti?

Alla luce di tutto ciò la letteratura sul concetto di “valore di mercato” per gli standards sia internazionali con il “*White Book*” dell’IVSC (International Valuation Standard Council) che europei con il “*Blue Book*” dell’EVS (European Valuation Standards *TEGoVA* e l’*Appraisal and Valuation Manual* noto come “*Red Book*” della RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) forniscono le metodologie per le relative valutazioni nel mercato immobiliare. Consentono di rilevare criteri e valori di stima; la rilevanza delle quotazioni e dei dati; i potenziali contrasti tra il necessario utilizzo delle leggi scientifiche e la complessa concretezza dei fenomeni reali; gli standards valutativi a livello internazionale sulle metodologie di valutazione e quali sono le linee guida che riguardano i temi principali sulle valutazioni immobiliari in coerenza e nel rispetto del codice etico-deontologico.

Sulla base delle succitate analisi emerge che la valutazione degli immobili ha dei forti margini di soggettività, manca l’uniformità nella prassi valutativa e questo fa rilevare quanto segue:

- differenze metodologiche nelle valutazioni
- differenze sulle condizioni dell’incarico del valutatore

- differenze sulle prassi dei valutatori nel rapporto valutativo
- la scelta della forma di assistenza da parte del valutatore è libera
- imprecisioni sulle valutazioni in ragione del fatto che le informazioni di mercato disponibili spesso risultano essere insufficienti
- che non emergono vincoli normativi e/o regolamenti, prassi standardizzati su criteri, procedure e/o metodologie di selezione dell'Esperto Indipendente nel mondo delle SGR Immobiliari in Italia.

Ad oggi, la letteratura a disposizione, non dà contributi specifici che possano far rilevare elementi significativi sulle procedure di selezione da parte delle SGR per la nomina degli Esperti Indipendenti e questo, nonostante il crescente interesse per la gestione strategica dei relativi patrimoni immobiliari intesa come *asset allocation* sia per la selezione di quelle risorse su cui investire e ottenere la composizione ottimale di un portafoglio che per l'insieme di quelle attività e di quei servizi professionali mirati alla massimizzazione del valore e del reddito della proprietà immobiliare dalla sua acquisizione alla sua rivendita.

Nel nostro paese non c'è ancora una definitiva regolamentazione e quindi una relativa standardizzazione sulle modalità di selezione di queste figure professionali. La letteratura porta a rilevare soprattutto criteri e metodologie di quelle organizzazioni che hanno previsto un "*Valuation Reporting*" standardizzato a livello europeo e alla creazione di un "Codice Etico" con norme deontologiche europee e/o internazionali per orientare i valutatori ad operare con imparzialità ed indipendenza di giudizio, scevri da disposizioni o imposizioni sul contenuto della valutazione.

James McNulty⁴ nei suoi studi ribadisce che è fondamentale l'indipendenza di un giudizio per ottenere una valutazione che porti ad un contributo efficace per l'azienda.

Dato che le procedure di selezione degli Esperti Indipendenti sono parte integrante della vita della struttura di gestione e controllo della SGR, ho pensato di trovare elementi di affinità con le modalità e procedure di selezione riferite agli amministratori indipendenti, due figure presumibilmente comparabili seppur con due ruoli differenti.

⁴ McNulty J. , Stiles P. " Creating Accountability within the Board: The Work of the Effective Non-executive Director " Univ. Business School, 2002

A seguito di questo ho rilevato che la letteratura sia italiana che estera sugli amministratori indipendenti, che oramai sono parte integrante delle diverse categorie dei così detti “*partecipanti*” all’interno di una società, ha creato interesse soprattutto in questi ultimi anni a seguito di un’elevata attenzione circa le strutture di gestione e controllo interno delle società e, quindi, sui temi di *Corporate Governance*.

L’interesse sul tema della Corporate Governance sfocia anche nello studio sul ruolo degli amministratori ai quali, vengono affidati incarichi con mansioni di responsabilità ma in assenza di funzioni esecutive.

In particolare lo studio di Tracy Long, Victor Dulewicz e Keith Gay⁵ riporta i risultati di un’indagine empirica sulle differenze operative nello svolgimento di questo ruolo nelle società quotate⁶ e non del Regno Unito.

In questo confronto vengono evidenziati una serie di fattori che individuano il grado di coinvolgimento nell’azienda sul controllo di gestione, sulle strategie di sviluppo, sul monitoraggio finanziario, sulla trasparenza e comunicazione per gli azionisti, sulla pianificazione delle successioni e controllo retribuzioni.

Si rileva che, mentre l’analisi del rischio ha, per esempio, un’alta considerazione sia sulle società quotate che non, l’indipendenza invece, è un fattore considerato meno importante prevalentemente per le società non quotate.

Il principio di “*giudizio indipendente*” nella loro funzione è ancora più complesso e delicato per queste figure poiché nel loro ruolo hanno anche il compito di fare valutazioni nei vari settori aziendali.

Non sono stati rilevati criteri di selezione né di successivo monitoraggio durante l’incarico di queste figure aziendali e ovviamente non si individuano quanto possano essere più o meno condizionati sia i criteri di reclutamento che i risultati del loro operato; quindi, soprattutto per le società non quotate, una maggioranza nell’azionariato potrebbe condizionarne i principi di “*indipendenza*”.

Con la Corporate Governance⁷ si intende un insieme di regole che possano disciplinare l’organizzazione con diversi gruppi di interessi in conflitto tra loro presenti all’interno di una società.

⁵ Tracy Long, Victor Dulewicz, Keith Gay “The Role of the Non-executive Director: Preliminary Findings of an Empirical Investigation into the Differences Between Listed and Unlisted UK Boards”, Paperback, 23 Mar 2005

⁶ Cfr FTSE

Esistono potenziali conflitti all'interno di una società come ad esempio tra i diversi tipi di soci, tra managers e amministratori, tra amministratori e soci, etc. e, gli amministratori, all'interno del governo societario, dovrebbero perseguire l'obiettivo dell'interesse sociale ma, su questo tema, non mancano i dibattiti in dottrina.

Comunque il vero problema che attanaglia il ruolo di amministratore è il conflitto di interesse tra soci oppure tra amministratori e managers; a seguito di questo, molte sono state le proposte nel definire doveri e requisiti al fine di trovare la struttura migliore per la composizione del CdA.

Chin-Jung Luan e Ming-Je Tang⁸ con la loro ricerca analizzano l'efficacia del ruolo degli Amministratori Indipendenti prendendo come campione le società in Taiwan e la relativa regolamentazione.

Questo studio evidenzia che la presenza di amministratori indipendenti porta a una maggiore efficienza ed efficacia nel controllo della gestione ma anche ad una maggiore trasparenza finanziaria; l'elemento essenziale in questo ruolo è comunque l'assenza o meno dei conflitti d'interesse.

La regolamentazione in Taiwan obbliga alle società che si vogliono quotare in borsa ad avere almeno un terzo di amministratori indipendenti nel loro Board.

I candidati amministratori indipendenti oltre a comprovate qualifiche professionali non possono essere dipendenti o amministratori di società collegate; non devono possedere più dell'1% della società; non devono rappresentare investitori istituzionali che posseggono più del 5% della società; non devono essere parenti degli amministratori della società; non devono avere in corso incarichi di amministratore indipendente con oltre cinque società.

Questi i requisiti minimi richiesti per gli amministratori indipendenti ma, anche in questo caso, non si rilevano cenni sulle modalità di selezione dei relativi candidati.

Dalla letteratura di questo studio si evince che non tutti sono concordi sul requisito di indipendenza ritenendo che molto ci sia da discutere su questa

⁷ Zattoni A., *“Corporate governance”*, Ed. Egea, Milano 2006

⁸ Luan Chin-Jung ,Tang Ming-Je, *“Where is Independent Director Efficacy”* Blackwell Publishers Ltd-Corporate Governance Vol. 15 Nr 4 Luglio 2007

definizione perché possa sussistere una vera indipendenza degli amministratori esterni, soprattutto in presenza di molti casi in cui può essere messa in discussione.

Anche la Governance di una SGR dovrebbe esprimere in maniera inequivocabile l'equilibrio dei poteri nella sua struttura di autogoverno e, pur nella sua organizzazione verticistica e nel rispetto della legge e della normativa vigente, la SGR adotta comunque la forma di autogoverno giudicata più adeguata ai fini del perseguimento dello scopo sociale.

Anche Assogestioni, nel 1994, si è occupata del tema governance e viene reso operativo un Comitato per la Corporate Governance composto da esponenti dell'industria del risparmio gestito ed esperti indipendenti.

Compito del Comitato quello di monitorare gli assetti delle società quotate e assistere le SGR per l'elezione di candidati negli organi delle società quotate in qualità di amministratori o sindaci di minoranza.

Il Comitato di Assogestioni stabilisce che i candidati all'elezione negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate nelle liste di minoranze e in rappresentanza degli investitori istituzionali, debbano avere ulteriori specifici requisiti di indipendenza rispetto a quelli previsti dalla legge; a seguito di questo, il Comitato nel 2008 rende pubblici i principi e le regole per la selezione dei candidati.

Dunque, nelle società controllate da uno o più azionisti, gli indipendenti in forza soprattutto delle loro capacità professionali, dovrebbero in teoria svolgere un ruolo di monitoraggio degli esecutivi per conto della generalità degli azionisti e soprattutto delle minoranze.

Ovviamente la prassi internazionale non è allineata a quella italiana e un riferimento lo danno gli Stati Uniti con la Legge SOX "Sarbanes-Oxley Act"⁹, emanata nel 2002 a seguito dei diversi scandali contabili che hanno coinvolto importanti aziende americane, dalla quale si rileva che la presenza degli amministratori indipendenti è ritenuta fondamentale nel mondo del risparmio gestito.

⁹ Nata da un disegno di legge di due senatori Michael G. Oxley e Paul Sarbanes

E' pur vero che quest'ultima crisi finanziaria ha rimesso in ballo, sempre negli Stati Uniti, il problema della nomina nel Board di amministratori espressione di minoranze che, a differenza del sistema Italia e dell'Europa in genere, vengono eletti secondo il sistema del "plurality vote"¹⁰ e quindi indipendentemente dall'esito di un quorum assembleare sfavorendo, probabilmente, le liste non gradite al CdA.

Nel Regno Unito, riferendosi ad un sistema finanziario più simile a quello americano, gli amministratori indipendenti hanno fatto il loro ingresso con un riconoscimento ufficiale nel Rapporto Cadbury del 1992¹¹; mentre invece in Italia, almeno sulla carta e con il nostro TUF, viene data la possibilità agli azionisti di minoranza di partecipare alla nomina degli organi sociali.

Julie H. Daum¹², alla luce della succitata Legge SOX, ha analizzato i processi di ricerca e le procedure di reclutamento per la creazione di comitati di audit composti da amministratori indipendenti.

L'ondata di questa riforma ha portato numerosi effetti sulle varie questioni critiche della Corporate Governance ma, soprattutto, si evidenzia la rinnovata attenzione che hanno costretto i Board di tutto il mondo a riesaminare la loro composizione con l'obiettivo di inserire più consiglieri indipendenti e di portare nuove professionalità all'interno dello stesso Board.

La maggior parte delle società dello S&P500 hanno sempre avuto un comitato all'interno ma pochi di questi avevano mansioni e regole nel reclutamento di amministratori e manager indipendenti come oggi la Legge SOX detta; in genere, era solamente l'amministratore delegato ad avere questa responsabilità e oggi, l'obbligo di un comitato indipendente con queste funzioni, porta ad un radicale cambiamento nei processi di selezione.

¹⁰ Vince la lista con il maggior numero di consensi e anche il CdA può presentare le sue preferenze

¹¹ Nel 1992 il Comitato sugli aspetti finanziari del governo societario, presieduto da Sir Adrian Cadbury, produsse il primo codice di condotta per amministratori di società quotate. Oggi il "Cadbury Code" rappresenta lo standard internazionale per tutti coloro che si occupano di Corporate Governance

¹² Daum Julie H. (Amministratore Delegato della Spencer Stuart's North American Board Services Practise con sede a New York) "The new rigor in director recruiting: a more thoughtful search process such as the 10-step methodology recommended here, will result in a more cohesive and effective board" Business Publications-Director&Boards 2004

Le società possono avere un comitato interno nominato per la creazione del processo di selezione che abbia i crismi di massima trasparenza o un comitato in outsourcing con società specializzate nel recruiting ma con un track record che delinei la massima conoscenza e esperienza nella progettazione di un processo di ricerca e selezione che possa riunire le migliori prassi del settore.

Il comitato può comunque coinvolgere membri della gestione aziendale al fine di agevolare il processo di ricerca, rilevando dalle esigenze della società, le varie specifiche che serviranno ad individuare le figure più consone da selezionare per poi arrivare ad una short list di non oltre cinque nominativi.

Sono nominativi rilevati dalla selezione di dieci candidati dopo aver scartato coloro che risultano in conflitto di interesse o sono potenziali concorrenti di ruoli simili oppure, che abbiano relazioni preesistenti di lavoro con la società o con l'amministratore delegato della stessa.

A ciascun candidato della short list verrà effettuato una due diligence con il coinvolgimento dell'amministratore delegato e questa lista potrebbe ridursi ulteriormente a seconda delle priorità della società.

Il processo termina con un colloquio finale con i singoli finalisti coinvolgendo il CdA ma anche con la possibilità da parte degli azionisti di avere un loro rappresentante.

Le società dovranno comunicare agli organi di vigilanza le regole e il processo attraverso il quale i nuovi amministratori indipendenti sono stati scelti e, con quali modalità, gli azionisti possono essere parte attiva nella scelta finale.

Mentre invece in Italia, nel 1999, la Borsa Italiana decide di emanare il cosiddetto "Codice Preda" al fine di regolare la Corporate Governance degli emittenti presenti sui mercati gestiti dalla stessa Borsa Italiana.

Importante evidenziare che l'adesione è volontaria e le società che non adottano il codice non sono escluse dalla quotazione a differenza, per esempio, di cosa accade nel Regno Unito.

Intanto con il D. lgs n. 173/2008¹³ si disciplina, tra gli altri aspetti, il contenuto e le modalità di redazione della relazione sulla Corporate Governance ampliando

¹³ Che recepisce la direttiva UE 2006/46

il novero delle informazioni sul governo societario da inserire nella relazione della gestione oppure della stessa Corporate Governance.

In sostanza gli emittenti dovranno indicare l'adesione al regolamento di questo "codice" e le motivazioni dell'eventuale mancato adeguamento a una o più previsioni in esso contenute.

Questo argomento coinvolge anche le Società di Gestione del Risparmio (SGR) il cui ruolo sarà oggetto di riflessioni nel secondo capitolo di questo lavoro che, comunque, si articola in tre parti.

Con il primo capitolo si analizza la parte teorica che riguarda la valutazione immobiliare, partendo da una mappatura sugli standard internazionali ed europei per arrivare alle definizioni sul concetto di valore, alle metodologie applicabili sulle valutazioni e i relativi punti critici.

Particolare attenzione e con specifici paragrafi, è stata rivolta alla situazione in Italia sia sull'utilizzo delle linee guida degli standards internazionali e europei che per quanto riguarda le metodologie utilizzate per la valutazione degli asset dei fondi immobiliari.

Un paragrafo è dedicato alla reportistica per analizzarne i vari requisiti e contenuti al fine di individuare comuni criteri e metodologie professionali.

Con il secondo capitolo si analizzano i fattori rilevanti nella scelta del valutatore immobiliare nella veste di Esperto Indipendente nel sistema delle SGR in Italia.

Si analizza con spunti di criticità e riflessioni, anche alla luce degli standards internazionali e alle direttive della Comunità Europea, il profilo della figura professionale del valutatore immobiliare con riferimenti alla formazione, esperienza, contenuti della lettera d'incarico, ruoli e codice etico.

In questo capitolo prendono spazio anche i ruoli e i relativi vincoli normativi sia degli Esperti Indipendenti con le sue forme organizzative che delle SGR nel panorama italiano.

Con il terzo capitolo si entra in merito a ciò che concerne l'analisi empirica sul processo di selezione degli Esperti Indipendenti da parte delle SGR in Italia per quanto concerne l'incarico per la valutazione degli *asset* dei fondi immobiliari.

Un paragrafo viene dedicato sia alla metodologia utilizzata che alla descrizione del campione di analisi utilizzato per l'analisi empirica.

I risultati delle evidenze empiriche vengono relazionati in uno specifico paragrafo suddividendoli in cinque punti di analisi, a cui verrà dedicato rispettivamente uno specifico sottoparagrafo, che risponderanno alle tre domande di ricerca.

Quindi un'indagine pensata con lo scopo di svolgere una ricognizione empirica del ruolo dell'Esperto Indipendente che viene selezionato dalle società di gestione per il mercato dei fondi comuni immobiliari in Italia ponendo l'attenzione sui risultati di un'indagine fatta direttamente sul campo e con interviste telefoniche.

Indagine realizzata personalmente e con l'utilizzo di un questionario che avesse un profilo basato non solo sulle motivazioni di una mera scelta tra un Esperto Indipendente persona fisica piuttosto che persona giuridica ma soprattutto su:

- un'indagine più attenta su quali sono le figure, nell'organigramma della SGR, che determinano i parametri e i relativi criteri di selezione;
- il percorso di selezione per arrivare alla nomina dell'Esperto Indipendente.

Nei cinque punti di analisi succitati vengono illustrate e commentate, con l'ausilio dei relativi grafici, le domande aperte e/o chiuse del questionario utilizzato per l'intervista di cui, uno specimen, è disponibile nell'appendice del presente lavoro.

Uno specifico paragrafo tratterà sulle implicazioni e riflessioni sui punti dei risultati dell'analisi empirica le quali, saranno supportate anche da alcuni riferimenti di quella letteratura ritenuta più canfacente agli argomenti trattati.

Il lavoro, infine, termina ponendo l'attenzione alle conclusioni sui risultati di un'indagine che, pensata con lo scopo di svolgere una ricognizione empirica relativa alla selezione degli Esperti Indipendenti da parte delle SGR in Italia e di verificarne le ipotesi formulate nel corso della ricerca, rivela aree di approfondimento e nuovi spunti di ricerca per stimolare sia le SGR che le Autorità di vigilanza ad un possibile miglioramento sulle attuali soluzioni organizzative e procedurali.

Capitolo Primo

La valutazione nell'investimento immobiliare

1.1 Introduzione

Il valore dell'immobile rappresenta il risultato di un processo di valutazione complesso, strutturato in più fasi successive, in cui devono essere tenuti in considerazione sia aspetti quantitativi che qualitativi e dove la ponderazione di tutti questi elementi con l'applicazione di standard condivisi richiedono la disponibilità di dati di mercato che siano affidabili al fine di rendere autorevole il relativo report valutativo.

Già dagli anni '70, sia a seguito dei rapidi mutamenti nel mondo dell'economia che le varie vicissitudini del mercato finanziario, è cresciuta da parte degli attori principali del settore immobiliare l'importanza delle stime professionali sugli immobili e quindi la necessità di standards riconosciuti a livello internazionale.

Ma, sempre livello internazionale, esistono numerosi standards di valutazione che si collocano tra usi di tipo fiscale o di tipo contabile piuttosto che catastale e questi, vanno a rappresentare tutte quelle esperienze e quelle informazioni più significative che poi formano la base materiale delle linee guida sulle valutazioni immobiliari.

Il presente capitolo inizia con una essenziale mappatura cronistorica degli standards sia internazionali che europei (par. 1.2) dove si rileva che i requisiti principali sullo standard valutativo hanno le principali fonti di riferimento dagli *International Valuation Standards "White Book"* (IVS) dell'IVSC; dall'*Appraisal and Valuation Standard "Red Book"* della RICS; dagli *European Valuation Standards "Blue Book"* (EVS) della TEGoVA; dalle *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (USPAP) dell'Appraisal Foundation; dal *The Appraisal of Real Estate* della Appraisal Institute-USA;

dai principi contabili internazionali, *International Accounting Standard/ International Financial Reporting Standard* (IAS/IFRS); da *Basilea II*, Comitato di Basilea sulla Vigilanza del Credito; da direttive europee.

Da tutto ciò si rileva anche che gli standard valutativi nascono da una realtà troppo diversa rispetto a quella italiana e, dato le importanti iniziative di carattere professionale nate per cercare di colmarne il divario, il sottoparagrafo 1.2.1 analizza più da vicino la realtà del nostro Paese.

Il paragrafo 1.3 viene dedicato al valore che oggettivamente dovrebbe essere attribuito ad una valutazione immobiliare prendendo a riferimento le definizioni dei principali standards e gli elementi che portano al *concetto* di valore (sottopar.1.3.2).

Gli standards valutativi mirano ad una stima che contenga una valutazione oggettiva, basata anche su procedimenti scientifici e questo implica l'applicazione di valide metodologie.

Su questo argomento è stato dedicato il paragrafo 1.4 con un approfondimento sui fondi immobiliari che è uno dei settori che coinvolge l'oggetto di questa ricerca.

Infine uno sguardo sul rapporto valutativo che dovrebbe esprimere, nella sua forma e nel suo contenuto, il giudizio inequivocabile e obiettivo sulla reale condizione dei beni immobili oggetto di valutazione ma, anche, l'uso di criteri e modalità di valutazione che hanno portato, in assenza di conflitti d'interesse, a certificarne il valore (par. 1.5).

1.2 Mappatura degli standards internazionali ed europei

In ambito internazionale, l'organizzazione che rappresenta il maggior numero di associazioni immobiliari internazionali nate nel secondo dopoguerra (oltre 117 associazioni professionali di categoria e oltre 3.200 iscritti/soci individuali) è l'*International Real Estate Federation* (FIABCI), una "*non-governmental organisation*" (NGO) fondata nel 1951 e presente in 60 nazioni.

La FIABCI non è un'associazione di categoria ma una struttura aperta a tutte le categorie immobiliari e con accesso a più di un milione e mezzo di potenziali contatti in tutto il mondo.

La Federazione opera in quattro zone geografiche: Africa, Americhe, Asia-Pacifico ed Europa-Asia Occidentale, ed ha lo scopo di migliorare qualità e competitività dei membri del settore immobiliare, consentendo lo scambio di conoscenze, informazioni e opportunità a livello nazionale ed internazionale.

I primi passi sulle organizzazioni che si occupano esclusivamente di valutazione immobiliare sono stati fatti negli Stati Uniti dove sono numerose le associazioni che riuniscono i valutatori professionali immobiliari e dove esiste una storia di oltre 70 anni.

Per esempio la nota *Appraisal Institute*¹⁴ che fin dagli anni '30 è un'associazione internazionale per professionisti valutatori immobiliari è nata dalla fusione della American Institute of Real Estate Appraisers e la Society of Real Estate Appraisers. (prima di questa fusione, l'American Institute of Real Estate Appraisers era già nota informalmente come Appraisal Institute); a partire dal marzo 2009, l'associazione conta oltre 26.000 soci e 91 unità fra Stati Uniti, Canada ed altri stati esteri.

Un'altra importante organizzazione è l'*Australian Property Institute* (API)¹⁵ che nasce nel 1926 in Australia come Commonwealth Institute of Valuers definendo standards sulla pratica professionale del valutatore e la relativa disciplina, formazione ed etica deontologica.

Gli oltre 7.500 iscritti seguono gli Standards dell'*Australian and New Zealand Valuation and Property Standards Manual* che sono riconducibili, oggi, agli standard dell'IVS - *International Valuation Standards Council* (IVSC)¹⁶.

Ma dagli anni '70, varie associazioni professionali internazionali hanno adottato ad uso dei loro associati dei criteri omogenei di valutazione per l'esercizio della professione di valutatore.

Nel Regno Unito, dopo il crollo dei prezzi immobiliari della metà degli anni '70 che aveva evidenziato l'inconsistenza dell'approccio estimativo determinando

¹⁴ Per un approfondimento si veda www.appraisalinstitute.org

¹⁵ Per un approfondimento si veda www.propertyinstitute-wa.com

¹⁶ Per un approfondimento si veda www.propertystandards.propertyinstitute-wa.com

valori irrealistici, la RICS¹⁷ “*Royal Institution of Chartered Surveyors*”, adottò degli standards che furono codificati in un testo che diventò il riferimento essenziale per tutti i propri membri sulle linee guida e le norme procedurali: il “*Red Book*“ (1974).

La RICS nasce da un club (Surveyors Club) di agrimensori/geometri nel 1792 arrivando a formare un gruppo di 49 membri nel 1868 per poi fondare la RICS, nominare il primo Consiglio di professionisti e ottenere così nel 1881 dalla Regina Vittoria, il riconoscimento di un albo per la creazione e la promozione delle best practices internazionali con fini di pubblico interesse: il “*Royal Charter*”.

Oggi con circa 100.000 iscritti all’albo e più di 50.000 tirocinanti e studenti in circa 140 paesi; è uno dei leader riconosciuti a livello mondiale in materia di qualificazione professionale e con l’accreditamento a oltre 600 corsi presso prestigiose università a livello internazionale; il rispetto delle linee guida del Red Book diventa obbligatorio per tutti coloro che risultano valutatori nel Regno Unito.

RICS ha la sede a Londra ma è organizzato sia in tutto il Regno Unito che in oltre 50 paesi con altrettante associazioni nazionali o gruppi di iscritti; inoltre è anche “*full member*” di TEGoVA per il Regno Unito.

Nel settembre 2007 RICS ha lanciato il nuovo *standard di valutazione internazionale* (Red Book) tradotto in otto lingue diverse, contiene i principi che regolamentano la professione ed è la fonte primaria degli standard professionali con le migliori pratiche di orientamento e commento sulle valutazioni di tutti i membri RICS.

Il confronto in materia nel 1970 fra il Regno Unito e gli Stati Uniti porta, nel 1981, alla fondazione dal nome *The International Assets Valuation Standards Committee* (TIAVSC).

Ma negli Stati Uniti, durante gli anni ’80, la crisi dovuta al finanziamento facile nel settore immobiliare e quindi alle sofferenze provocate dai mutui ipotecari conduceva sempre di più alla necessità di una certificazione dei valutatori immobiliari.

¹⁷ Per un approfondimento si veda www.rics.org

Successivamente, vennero introdotti anche alcuni codici di etica professionale ma, soprattutto, c'era l'esigenza di usufruire di una metodologia e di definizioni standardizzate da parte dei professionisti a seguito delle evidenti esigenze di regolarizzazione e trasparenza del mercato.

Questa necessità di standards condivisi fu rimarcata con l'avvio di una fase successiva di internazionalizzazione del business, della finanza e dei servizi immobiliari.

Quindi, nel 1987, nasce negli Stati Uniti e dalle otto maggiori organizzazioni del settore, *The Appraisal Foundation*¹⁸ che dopo appena due anni ma soprattutto a seguito delle note crisi finanziarie, viene inserita dal Congresso degli U.S. nel noto "Title XI of the Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act" (FIRREA).

Nota, più comunemente, come "*Saving and Loan Bailout Bill*" che, al fine di tutelare il sistema bancario afflitto in quegli anni da gravi perdite specialmente nel settore immobiliare e per regolarizzare gli *appraisers* del real estate, viene creata la *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (USPAP).

Il 30 gennaio 1989 l'USPAP è riconosciuta in tutti gli Stati Uniti come linea guida per gli standards della valutazione professionale e con l'impegno di sostenere due tipi di Commissioni e cioè l'Appraiser Qualifications Board (AQB) e l'Appraisal Standards Board (ASB).

L'Appraiser Qualifications Board (AQB) è un organo indipendente di valutazione della Fondazione composto da almeno cinque valutatori professionisti nominati dal Consiglio di Amministrazione della Fondazione ed in carica per tre anni.

Sempre ai sensi delle disposizioni del Title XI¹⁹ of the Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989 (FIRREA), l'AQB stabilisce il minimo di conoscenze, esperienze e requisiti per l'esame di aspiranti valutatori immobiliari riconosciuti dallo Stato.

L'Appraisal Standards Board (ASB) invece, stabilisce le norme per lo sviluppo delle valutazioni con il relativo reporting dei risultati e inoltre, promuove l'uso,

¹⁸ Per un approfondimento si veda www.appraisalfoundation.org

¹⁹ Per approfondimento si veda "*Title XI Real Estate Appraisal Reform Amendments [12 U.S.C. 3331-3351]*"

la comprensione e l'applicazione di *Standard uniform of Professional Appraisal Practice (USPAP)*²⁰.

In questo momento storico vengono date nuove linee guida che hanno portato alla riforma sulle valutazioni immobiliari e ai criteri di certificazione dell'appraiser e a seguito di questa riforma lo stato della California, nel 1991, ha creato "*The Office of Real Estate Appraisers*" (OREA) che ha la funzione di registrare i nominativi certificati come "Appraiser" ma anche di pubblicare tutti i reclami che derivano da un comportamento deontologicamente scorretto o illegale.

La stessa legge FIRREA ha poi istituito l'*Appraisal Subcommittee (ASC)* modificando la composizione del *Federal Financial Institution Examinations Council* come già definito nel 1978 e, la sezione 1103 di tale legge, recita le funzioni generali dell'*Appraisal Subcommittee* :

- monitorare i requisiti imposti dallo Stato per diventare un valutatore idoneo a svolgere perizie relative a negozi giuridici di rilevanza federale, nonché definire un codice deontologico di riferimento;
- monitorare gli standard di valutazione relativi a perizie concernenti negozi giuridici di rilevanza federale e determinare quali valutazioni rientrano sotto l'egida di tale disciplina;
- mantenere un registro dei valutatori abilitati a tali generi di valutazioni;
- eseguire una relazione al Congresso entro il 31 gennaio di ciascun anno sul proprio operato.

In particolare la succitata legge deve monitorare e controllare l'attività dell'*Appraisal Foundation* che materialmente redige gli standards e organizza i comitati per il riconoscimento dei valutatori; la sua attività è finanziata direttamente dall'*Appraisal Subcommittee*.

Comunque, i manuali comunemente accettati dal sistema come quelli dell'*Appraisal Institute* e gli standards contenuti nell'USPAP seppur distinti sono tra loro sinergici.

Nel 1994 TIAVSC cambia nome in *International Valuation Standards Committee (IVSC)* e solo in epoca recente, nel 2003, con l'IVSC viene

²⁰ Per un approfondimento si veda "*Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*", 2008-2009

definitivamente affermato il principio che la valutazione è una disciplina che necessita di principi condivisi a livello internazionale ma anche di una approfondita conoscenza di metodologie scientifiche e esperienze professionali con supporti di analisi statistiche, dati quantitativi e qualitativi aggiornati.

L'IVSC²¹, composto dai rappresentanti degli organi professionali di valutazione delle maggiori economie mondiali e di molti paesi minori o in via di sviluppo, non ha la finalità di riconoscere e regolamentare i valutatori contrariamente a quanto può fare un'organizzazione professionale.

Aderiscono venti associazioni nazionali ma il vero obiettivo sarà simile a quello raggiunto dall' *International Accounting Standards Board* (IASB), organo della fondazione privata *International Accounting Standards Committee* (IASC) di diritto statunitense, incaricato di emanare i noti principi contabili IFRS-*International Financial Reporting Standards*.

E infatti, nell'aprile 2007, sono state accettate da tutti i membri le proposte alla radicale trasformazione con l'adozione del nuovo statuto nel novembre dello stesso anno, fino a raggiungere il traguardo dopo 12 mesi di periodo transitorio, nel mese di ottobre dell'anno 2008.

La nuova struttura ha sede a Londra mentre la fondazione non-profit rimane negli Stati Uniti; l'acronimo IVSC viene mantenuto e il titolo cambia in *International Valuation Standards Council* per riflettere un più ampio mandato all'organizzazione.

Noto ai più come "*White Book*" la prima edizione sugli standards internazionali è stata pubblicata nel 1985 mentre l'ottava e ultima edizione è stata pubblicata nel 2007.

Oggi l'IVSC è organizzata da un consiglio responsabile della governance e del controllo, compresa la parte finanziaria, che non sono coinvolti in questioni tecniche relative agli standard internazionali di valutazione ma possono solamente nominare e promuovere il lavoro di due commissioni: l'International Valuation Professional Board (IVPB) e l'International Valuation Standards Board (IVSB).

²¹ Per un approfondimento si veda www.ivsc.org

Il Consiglio non deve essere inferiore a sei e non più di undici persone, di aree geografiche diverse e nominati per un periodo di tre anni rinnovabile.

I nove membri dell'IVPB hanno il ruolo di monitorare l'istruzione, la formazione e l'accreditamento dei valutatori ma anche favorire lo sviluppo e la revisione dei programmi educativi e relativo materiale affinché siano coerenti con gli obiettivi dell'IVSC; sviluppare una conoscenza multidisciplinare a livello internazionale; sviluppare le best practices delle valutazioni internazionali; sostenere l'attività dell'IVSC e promuovere l'istruzione e la formazione relativa alle norme internazionali di valutazione.

All'IVSB spetta lo sviluppo di standard di valutazione che si allarga sempre più su altre classi di attività tipo strumenti finanziari, beni immateriali, imprese commerciali, etc., quindi, la composizione di questo comitato riflette la diversità professionale e numerica per poter affrontare una serie completa di standard di valutazioni internazionali.

L'International Valuation Standards (IVS) sono riconosciuti e accettati da una vasta gamma di organizzazioni:

- adottate come norme nazionali in Australia, Nuova Zelanda, Romania, Turchia, Sud Africa;
- adottate nell'ambito delle norme nazionali nel Regno Unito e Irlanda;
- verso l'adozione di IVS sono le Filippine e la Colombia;
- raccomandato per la valutazione degli immobili ai fini della rendicontazione finanziaria da parte della European Public Real Estate Association e della European Association for Investors;
- l'Asian Public Real Estate Association sta sviluppando un manuale di best practices che raccomanda l'uso di IVS;
- l'Hong Kong Securities and Futures Commission con un codice in materia di Real Estate Investment Trusts (REITs) che richiede l'esigenza di valutazioni sulla base di norme nazionali o HK IVS;
- un progetto di legge pubblicato dalla Securities and Exchange Board of India sui REITs propone requisiti simili;
- nel luglio del 2008, la spagnola Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha pubblicato delle raccomandazioni in cui si afferma che una

relazione di valutazione deve essere conforme ai requisiti stabiliti dalla IVS e IFRS;

- un progetto di regolamento della Commissione europea propone per i mercati UE del credito ipotecario, standard di valutazione conformi all'IVS o standard di valutazione europea.

Nel 1977, a livello superiore dei manuali nazionali, troviamo in Europa la prima associazione europea di valutatori sotto il nome di TEGOVOFA “*The European Group of Valuers of Fixed Assets*”.

I primi standards di valutazione europea furono redatti proprio da TEGOVOFA nel 1978 alla luce della Quarta Direttiva della CEE concernente i conti annuali di alcuni tipi di società.

Nel 1989 l’*European Committee* di FIABCI si è insediato a Bruxelles al fine di promuovere azioni di lobby a livello europeo e da tale iniziativa è successivamente nata la CEPI (*Conseil Européen des Professions Immobiliare*) nel cui seno si è sviluppata EUROVAL.

Nel 1992 TEGOVOFA si è fusa con EUROVAL per dare vita a TEGoVA²² “*The European Group of Valuers’ Associations*” e, nel 1995, è stata pubblicata la prima edizione dell’EVS ad opera della TEGoVA fino ad arrivare al primo di aprile dell’anno 2009 quando, a una conferenza internazionale sulla “*valutazione*”, a Varsavia, è stata ufficializzata la sesta edizione di *European Valuation Standards (EVS)* del 2009 meglio noto come “*Blue Book*”.

E’ disponibile per ora in 4 lingue (inglese, ungherese, rumeno, spagnolo) mentre la quinta edizione del 2003 è disponibile in 9 lingue (inglese, italiano, tedesco, francese, spagnolo, greco, lituano, ungherese, russo).

Oltre a pubblicare le norme, TEGoVA si è attivata per assumere la funzione di certificatore professionale ai fini della norma europea EN45013; oggi ha sede a Bruxelles (per un breve periodo, in passato, la sede operativa è stata Londra) e rappresenta 39 associazioni provenienti da 24 paesi per un totale di oltre 120.000 iscritti; l’Associazione accoglie anche:

- Associazioni che rappresentano periti valutatori dell’Unione Europea²³,
- Associazioni che rappresentano periti valutatori da paesi non UE,

²² Per un approfondimento si veda www.tegova.org

²³ Tra i quali il prestigioso Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS)

- altre Associazioni che però sono ammesse previo valutazione caso per caso; mentre invece le persone fisiche non possono essere iscritte.

L'obiettivo principale della TEGoVA consiste nella promozione scientifica e didattica della professione di valutatore e nell'armonizzazione di standards di valutazione europea.

Sicuramente la ciclicità della congiuntura economico-immobiliare ha contribuito ad una maggiore consapevolezza dell'importanza della valutazione professionale degli immobili secondo criteri codificati.

Comunque in ambito internazionale alcuni paesi hanno norme nazionali di valutazione prevalentemente finalizzate a scopi specifici come per esempio per motivi fiscali e vengono adottati diversi principi ispirati da una molteplicità di "scuole di pensiero" non univoche, in alcuni casi anche divergenti tra loro.

Alcuni paesi dispongono di norme di valutazione che hanno una significativa applicazione anche in altre nazioni mentre, molti altri, non sono inseriti in organismi plurinazionali.

Per esempio l'UPAV "*Union Panamericana de Asociaciones de Valuacion*" in America Latina o l'ASEAN Valuers Association che riunisce alcune associazioni asiatiche stentano nella loro operatività a causa di assenza di un vero sistema normativo di riferimento.

Gli standards internazionali e nazionali hanno trovato un loro riconoscimento dove esisteva un ordinamento di riferimento e questo lo riscontriamo prevalentemente negli Stati Uniti d'America e in Europa soprattutto se quest'ultima continuerà verso una maggiore unificazione attraverso la Comunità Europea.

Da uno studio dell'Appraisal Institute si rileva che i principi base comuni a tutti gli standars a livello internazionale sono contenuti nel *White Book* dell'IVS "*International Valuation Standards*" che, a loro volta e nelle rispettive aree regionali, si integrano con i dettami normativi che li regolamentano.

Così abbiamo l'USPAP "*Standard uniform of Professional Appraisal Practice*" con la normativa federale negli Stati Uniti piuttosto che il *Blue Book* dell'EVS "*European Valuation Standards*" con Regolamenti e Direttive in ambito della Comunità Europea in armonia con gli IAS "*International Accounting Standards*", gli IRFS "*International Financial Reporting Standards*" e i GAVP

“*Generally Accepted Valuation Principles*” per la valutazione dei cespiti aziendali e patrimoniali a fini contabili (*fair value*).

1.2.1 Gli standards e la valutazione immobiliare in Italia

Nell’opinione pubblica del nostro Paese è poco diffusa una cultura valutativa, intesa come il complesso delle manifestazioni e dell’atteggiamento comune verso il tema degli immobili.

Il nostro Paese si avvale di un sistema valutativo dove non esiste una prassi uniforme e condivisa ed inoltre manca un controllo della qualità delle stime pur in presenza di valutatori professionali.

Comunque non mancano le iniziative per colmare il divario tra le valutazioni nel nostro Paese rispetto a quelle di altri che hanno risolto in gran parte queste lacune.

E così in Italia abbiamo l’associazione europea TEGoVA ben rappresentata dall’IsIVI “*Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare*” e “*full member*”, dall’Associazione GEOVAL “*Geometri Valutatori Esperti*”²⁴ e da CNGGL “*Consiglio Nazionale Geometri e Geometri Laureati*”.

Anche il prestigioso RICS “*Royal Institute of Chartered Surveyors*” del Regno Unito è, come succitato nel paragrafo precedente, full member di TEGoVA ed è presente in Italia con RICS Italia.

GEOVAL è nata il 13 dicembre del 2000 come libera Associazione e senza fini di lucro per quei professionisti geometri iscritti nel proprio Albo che hanno inteso adeguare ed integrare le tradizionali competenze per ottenere una qualificazione di livello europeo nel settore dell’estimo immobiliare.

Il CNGGL-Consiglio Nazionale Geometri e dei Geometri Laureati, considerando che il tema delle metodologie estimative legate alla consistenza dei beni immobiliari si trattava di un settore in evoluzione, ha favorito la costituzione di questa Associazione (oltre ad essere full member della WAVO – *World Association of Valuation Organisations* un organismo, con sede a

²⁴ Per un approfondimento si veda www.geoval.it

Singapore, che riunisce organizzazioni professionali di valutazione della proprietà per migliorare e sviluppare le best practices sulla valutazione immobiliare e professioni collegate).

Quindi il CNGGL ha ritenuto di valorizzare al massimo il patrimonio di capacità ed esperienza dei Geometri nel campo estimativo anche a seguito dei cambiamenti derivanti dalla forte *finanziarizzazione* dell'economia.

In tutto il territorio nazionale ci sono oltre 1000 associati professionisti che, aderendo all'associazione, si sono impegnati al rispetto delle regole deontologiche, ai criteri di qualificazione e alla formazione permanente statuiti dall'Associazione e le cui finalità sono sancite dallo Statuto all'art. 5 che, ai seguenti commi recita:

[.....omissis.....]

1. *Condurre studi e ricerche su tutti gli argomenti concernenti la valutazione del valore dei beni, dei terreni, delle costruzioni, delle fabbriche e delle macchine nonché sugli statuti ed i diritti degli esperti;*
2. *Riunire nel proprio ambito geometri professionisti che scelgono liberamente di svolgere con continuità la loro attività professionale secondo i criteri di definizione di esperto in valutazione, stabiliti dall'associazione in base alle regole di valutazione italiane ed europee, e che si impegnino al rispetto dei criteri di qualificazione e delle regole deontologiche indicate dall'Associazione secondo i principi nazionali e comunitari.*
3. *Garantire la trasparenza e la qualità professionale degli associati attraverso controlli quinquennali.*
4. *Contribuire con la formazione professionale iniziale e continua alla qualificazione e crescita professionale dei propri iscritti.*
5. *Promuovere il progresso scientifico degli studi e delle metodologie dell'Estimo in collaborazione con le organizzazioni scientifiche del ramo sia italiane, sia dell'Unione Europea che extraeuropea.*
6. *Pubblicizzare le metodologie di stima e le procedure poste in atto dai soci.*

Anche l'IsIVI "Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare"²⁵ è una Associazione nata nel 1999 e senza fini di lucro che cerca, con i suoi valutatori immobiliari associati, di far sviluppare sempre di più in Italia le linee guida sulle valutazioni immobiliari in uso negli altri Paesi europei al fine di colmare un ritardo in cui si trova invece il nostro Paese.

C'è oramai la convinzione che la globalizzazione dei mercati e i sempre più rilevanti interessi bancari e finanziari di natura internazionale richiedono una necessaria armonizzazione delle metodologie e delle procedure di stima a livello europeo.

In Italia l'IsIVI si propone di mettere in atto qualifiche e riconoscimenti ai sensi degli EVS, certificare sulla base di norme nazionali, definire delle linee guida per il valutatore immobiliare italiano, integrare le norme deontologiche europee ed italiane, definire il quadro assicurativo nel quale potrà operare il valutatore certificato.

L'IsIVI indica quindi la necessaria opera di orientamento dei processi di valutazione verso modelli di trasparenza, qualità e nuova professionalità ma sempre riconosciuti a livello europeo tramite la TEGoVA.

Infine questa Organizzazione vanta sia importanti riconoscimenti a livello mondiale attraverso, per esempio, l'International Real Estate Federation (FIABCI)²⁶ con ai vertici la presenza del proprio Presidente, ma anche rapporti di collaborazione come la nota Associazione internazionale "Appraisal Institute" americana evidenziandone i relativi standards USPAP.

E-Valuations²⁷, istituto di Estimo e Valutazioni, è un'altra Associazione senza fine di lucro dei Valutatori Indipendenti costituita l'8 maggio 2007 ed è stata promossa da un gruppo di valutatori fra accademici ed esperti professionisti.

L'Associazione è aperta a tutti gli operatori del settore immobiliare sia italiano che europeo che si occupano di valutazione per promuovere ed affermare figure specialistiche di Valutatori Indipendenti e di Rilevatori di Dati Immobiliari con principi e criteri estimativi univoci nel rispetto degli standards IVS "International Valuation Standards", dei Principi Contabili Internazionali

²⁵ Per maggiori approfondimenti si veda www.isivi.it

²⁶ Per maggiori approfondimenti si veda www.fiabci.org

²⁷ Per maggiori approfondimenti si veda www.e-valuations.org

(IAS/IFRS) e di Basilea II; infine E-Valuations fa parte anche del Comitato Tecnico Scientifico di Tecnoborsa.

La CCS “*CRIF Certification Services*”²⁸ offre dal 2008 ai valutatori immobiliari che operano nel settore bancario un vantaggio competitivo in un mercato dove, la qualità del servizio, diventa sempre più un fattore distintivo determinante.

E’ la prima società in Italia e tra le prime in Europa ad essere accreditata secondo lo standard internazionale ISO 17024 per la certificazione di professionisti specializzati nella valutazione degli immobili.

La CCS nasce dal Gruppo CRIF che è leader in Italia nelle soluzioni a supporto dell’erogazione e gestione del credito retail e il primo gruppo nell’Europa continentale nel settore delle credit information bancarie ma anche uno dei principali operatori a livello internazionale nei servizi integrati di business & commercial information e di credit & marketing management con oltre 1.500 banche e società finanziarie nel mondo che utilizzano direttamente i suoi servizi. Gli Standard Internazionali di Valutazione (IVS, EVS, RICS), le prescrizioni di Basilea II e l’integrazione del mercato europeo dei mutui richiamano all’importanza di una qualifica, di una professionalità e di una indipendenza del valutatore immobiliare per una migliore gestione del rischio e protezione del mercato.

Quindi la CCS offre ai valutatori immobiliari la possibilità di una certificazione che attesti le competenze tecniche e specialistiche per contraddistinguerli dal resto del mercato e entrare così a far parte delle best practices nel mondo della valutazione immobiliare.

Con Tecnoborsa, società consortile per azioni senza fini di lucro e di emanazione delle Camere di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura, fondata nel 1997, nasce il “*Codice delle Valutazioni Immobiliari*” che è l’evoluzione di un progetto tecnico-scientifico iniziato nel 1998 col fine di consentire al sistema economico-professionale nazionale di disporre di “una metodologia di valutazione condivisa” redatta da un Comitato di autorevoli nomi italiani del settore, del mondo professionale e accademico.

²⁸ Per maggiori approfondimenti si veda www.cricfcertification.com

La mission di Tecnoborsa è quella di contribuire allo sviluppo, alla regolazione e alla trasparenza del mercato immobiliare italiano con studi e ricerca nel campo dell'economia immobiliare italiana e internazionale.

La conoscenza del mercato immobiliare fa capo all'Organismo del Comitato Tecnico-Scientifico di Tecnoborsa che è costituito da istituzioni, organizzazioni, centri di ricerca, associazioni di categoria ed altri organismi che per la loro funzione approntano banche dati provenienti dal settore economico-immobiliare.

Con il Codice delle Valutazioni Immobiliari, già alla sua terza edizione, Tecnoborsa si pone l'obiettivo di creare condizioni di maggiore trasparenza e equità con standards di valutazione uniforme per essere un punto di riferimento per i valutatori italiani sulla base delle evoluzioni normative e delle best practices del settore.

Lo standard valutativo è composto da un insieme di requisiti tratti dagli standards di *White Book* dell'IVS "*International Valuation Standards*", di *Blue Book* dell'EVS "*European Valuation Standards*" e di *Red Book* della RICS "*Royal Institution of Chartered Surveyors*" che integrano quelle carenze metodologiche e professionali che nascono da una così diversa realtà come quella italiana.

Il Codice delle Valutazioni Immobiliari con quattro sezioni: i Principi Generali; i Rapporti con gli Ordini, Collegi e Ruoli Professionali; i Rapporti con i Colleghi e i Rapporti con il Committente, regola e definisce, oltre alle linee guida delle varie valutazioni del settore, un Codice Etico-Deontologico del Valutatore²⁹.

Infine altre iniziative hanno portato alla creazione di Linee Guida nel mondo della valutazione immobiliare:

- nel dicembre 2006, con le *Linee Guida per la Valutazione Immobiliare* a cura di Nomisma e IPD "*Investment Property Databank*", sono state fornite ai valutatori i principi valutativi affinché ci sia un'uniformità nella prassi valutativa per la determinazione di quei valori di mercato (e non sui prezzi di

²⁹ Sezione I, Capitolo 11 del Codice delle Valutazioni Immobiliari III Ed.

compravendita) da inserire nella Banca Dati Immobiliare al fine di dare maggiore attendibilità all'Indice Immobiliare Italiano.

Infatti la Banca Dati Italiana viene gestita da IPD (un network leader mondiale nell'analisi dei dati del Real Estate) che, assieme a Nomisma e attraverso l'Indice Immobiliare Italiano e il Servizio di Analisi del Portafoglio, garantiscono metodi affidabili per la misurazione dei rendimenti di investimenti nel settore immobiliare utili per la gestione di portafogli consentendo così confronti con mercati esteri e/o altre asset class immobiliari.

Nel loro operato riassumono le linee guida fondamentali della valutazione immobiliare conformemente a quelli di RICS, *Appraisal and Valuation Standard "Red Book"* e della TEGoVA, *European Valuation Standards "Blue Book"* (EVS).

- nel novembre 2009, l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) in collaborazione con il Consiglio Nazionale dei Geometri e Geometri Laureati ha ultimato la bozza di autoregolamentazione (con adesione volontaria) di un *Codice per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie*.

Nato dall'esigenza di avere, a seguito dell'evoluzione e dello sviluppo del mercato del credito fondiario, modelli di stima e di reporting basati sulle best practices internazionali ha tenuto conto delle indicazioni degli standards di IVSC, *International Valuation Standards "White Book"* (IVS); della RICS, *Appraisal and Valuation Standard "Red Book"*; della TEGoVA, *European Valuation Standards "Blue Book"* (EVS); dell'Appraisal Foundation, *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*.

L'obiettivo è quello di introdurre, sotto forma di *"Requisiti"*, un elenco di principi operativi per le valutazioni immobiliari e la relativa *"Condotta dei Periti"* che abbiano parametri di certezza e trasparenza del prezzo nei confronti di privati e istituzioni siano essi clienti mutuatari o agenzie di rating, piuttosto che Banca d'Italia o l'Agenzia delle Entrate.

Lo scopo è quello di una maggiore garanzia della stabilità dell'industria bancaria in operazioni di erogazione di crediti, emissioni e/o acquisizioni di titoli emessi

da operazioni di cartolarizzazione o obbligazioni garantite anche nel rispetto delle indicazioni della Banca d'Italia.³⁰

Riassumendo, ad oggi, si evince che in Italia troviamo riferimenti che fanno capo agli standards internazionali di valutazione di IVSC, *International Valuation Standards “White Book”* (IVS); della RICS, *Appraisal and Valuation Standard “Red Book”*; della TEGoVA, *European Valuation Standards “Blue Book”* (EVS); dell'Appraisal Foundation, *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (USPAP).

Da sottolineare, comunque, il Codice delle Valutazioni Immobiliari di Tecnoborsa come riferimento ufficiale in Italia che però, a sua volta, attinge agli standards internazionali succitati.

Infine, come comune denominatore circa la valutazione dei cespiti aziendali e patrimoniali ai fini contabili (*fair value*), abbiamo i noti IAS/IRFS *International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards* e i GAVP *Generally Accepted Valuation Principles*.

1.3 Il valore di mercato e gli immobili

Il valore nell'economia classica è quella proprietà, caratteristica di tutti quei beni per cui essi hanno un “valore di scambio” con quantità di altri beni, esso è quindi il fondamento del prezzo di un relativo bene.

L'analisi contemporanea ha posto in evidenza che il valore non è semplicemente l'oggetto della preferenza, ma piuttosto il preferibile, un desiderio anticipato, in altre parole un'attesa, esso è pertanto la guida delle scelte e il loro criterio di giudizio.

Si tende a determinare le autentiche possibilità di scelta ossia, quelle scelte che si potranno sempre ripresentare al realizzarsi delle stesse circostanze.

La misurazione del valore in maniera appropriata è un obiettivo antico e in continua evoluzione.

³⁰ Circolare nr. 263 del 27 dicembre 2006, Titolo II, Cap. I, Sez. IV (che ha recepito la Direttiva Europea sulla vigilanza Bancaria 2006/48 – “*Credit Requirement Directive*”).

Sicuramente il prezzo di un immobile non può avere un monitoraggio tale che possa permettere una misurazione istantanea come possiamo invece riscontrare nel mercato mobiliare con le obbligazioni e/o le azioni.

La definizione sui corretti principi di valutazione immobiliare coinvolge professionisti, società di valutazione, agenti e consulenti immobiliari, banche, assicurazioni, fondi immobiliari, organismi vari, enti pubblici, amministrazioni statali e locali, ovvero tutti coloro che sono interessati ad una gestione dinamica del proprio portafoglio immobiliare.

Il valore di mercato di un immobile viene comunemente percepito come il prezzo al quale può essere alienata una proprietà.

Ma cosa possiamo intendere per mercato immobiliare?

Possiamo dire che il mercato è il luogo, materiale o virtuale, in cui avvengono e si concludono le operazioni di compravendita.

Le caratteristiche molto specifiche del mercato immobiliare, indipendentemente dalla sua localizzazione o dalle sue prassi, a causa della confidenzialità e della poca trasparenza delle informazioni, della non omogeneità dei beni trattati all'interno del mercato stesso e della sempre più crescente complessità dei prodotti e dei mezzi a disposizione (fondi immobiliari, cartolarizzazioni, leasing immobiliari, etc), non permettono di evidenziare autonomamente prezzi ben definiti.

Il valore di un immobile spesso nasce a seguito di un confronto diretto fra la domanda e l'offerta che può portare alla formalizzazione della vendita a condizioni diverse rispetto alle attese in quanto, il compratore è disponibile a pagare un determinato prezzo.

A livello internazionale il concetto di valore di un bene immobile spesso assume definizioni molto differenti dove magari il possessore di un immobile non è in grado di dimostrare la piena e legittima titolarità dei diritti reali di quel bene, dando così un significato quasi virtuale al concetto di "valore immobiliare".

Quindi è lecito domandarsi se per valore di mercato si può intendere il miglior prezzo che si può ottenere sul mercato oppure il prezzo riferito alle condizioni del mercato in quel particolare momento dove, anche l'aspetto temporale, può fare la differenza.

E' noto che il prezzo è il valore economico di un bene o servizio espresso in moneta corrente in un dato tempo e che varia in base a modificazioni della domanda e dell'offerta; nel prezzo si concentra tutta l'informazione a disposizione degli agenti economici compreso, quindi, tutti quei fattori che lo hanno influenzato (costi, concorrenza, etc).

Comunque i concetti di prezzo e di valore sono profondamente diversi e spesso non coesistono.

I prezzi sono dati espressi dal mercato (dall'incontro della domanda con l'offerta) mentre i valori (come per esempio il valore di mercato, il valore di realizzo, il valore di locazione futura, etc.) sono grandezze stimate a mezzo di previsioni di flussi, ed in parte sono definibili come "opinioni".

1.3.1 Definizioni internazionali ed europee

Diverse sono le definizioni di valore di mercato fornite dai principali organismi nazionali ed internazionali e per quel che ci concerne in questa ricerca verranno presi in esame quelli conformi agli standards internazionali ed europei fissati da IVSC, *International Valuation Standards "White Book"* (IVS); della RICS, *Appraisal and Valuation Standard "Red Book"*; della TEGoVA, *European Valuation Standards "Blue Book"* (EVS) e dell'Appraisal Foundation, *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (USPAP).

A livello europeo le varie linee guida fanno capo alla definizione di valore contenuta nell'art. 49 comma 2 della Direttiva Europea 91/674/CEE ³¹:

[...omissis....]

“ 2. Per valore di mercato si intende il prezzo a cui i terreni e i fabbricati potrebbero essere venduti con contratto privato tra un venditore ed un compratore entrambi in condizioni di uguaglianza, alla data della valutazione, presumendosi che il bene formi oggetto di un'offerta pubblica sul mercato, che le condizioni di mercato ne consentano la vendita regolare e che un periodo

³¹ *GU L 374 del 31.12.1991, pagg. 7-31 (ES, DA, DE, EL, EN, FR, IT, NL, PT)*

normale, tenuto conto della natura del bene, sia disponibile per negoziare la vendita.”

L'obiettivo è quello di una valutazione di mercato che dovrebbe nascere da una metodologia che al meglio rispecchi il carattere e la portata delle informazioni disponibili del mercato di riferimento ma, soprattutto, con criteri comunemente accettati.

E' noto comunque, che questa definizione si riferisce a particolari scopi della Direttiva CE e quindi i termini utilizzati non sono totalmente identici alle definizioni dei vari *drivers* internazionali ed europei anche se la relativa applicazione risulta praticamente identica.

Per IVSC - *International Valuation Standards Council*, adottato da TEGoVA - *The European Group of Valuers' Associations*, la definizione è:

[...omissis....]

“... il Valore di Mercato è il prezzo stimato per il quale la vendita di un bene potrà ragionevolmente ritenersi conclusa alla data della valutazione, tra una parte venditrice che abbia la reale intenzione di alienare tale bene ed una parte acquirente che abbia la reale intenzione di acquistarlo, presupponendo che ci sia stato un ragionevole periodo di tempo per effettuare una adeguata commercializzazione e che le parti abbiano agito correttamente informate, in modo indipendente, prudente e senza essere costrette.”³²

Tale definizione, prendendo a riferimento i termini del contratto di locazione a cui si riferisce la valutazione, sostituendo il termine “prezzo” con “canone” e i termini “venditore” e “compratore” rispettivamente con “locatore” e “conduttore”, porta verosimilmente anche a quella di “Valore Locativo di Mercato”³³.

Da IVSC viene utilizzata anche una definizione, oramai consolidata per il mercato USA, di “*highest and best use value*”³⁴, “valore più elevato e del miglior uso”, la quale risulta più conforme al nostro “valore di mercato” da cui ne deriva la corrispondenza a “ *[...] il più proficuo uso di un immobile a seconda delle sue caratteristiche fisiche, giustificato in modo appropriato,*

³² Da S4.10 di EVS 2003

³³ Market Rental Value S4.11 EVS 2003

³⁴ Concepts Fundamental to Generally Accepted Valuation Principles (GAVP) 6.3

ammissibile legalmente, finanziariamente sostenibile, e che risulti pari al più elevato valore del bene oggetto di valutazione”; tale definizione è stata adottata anche da TEGoVA, *European Valuation Standards “Blue Book”*³⁵.

TECNOBORSA con il “*Codice delle Valutazioni Immobiliari*”³⁶ indica che [...omissis...] “*Secondo l’International Valuation standards e l’European Valuation Standards : “ Il valore di mercato è il più probabile prezzo di mercato al quale una determinata proprietà immobiliare può essere compravenduta alla data della stima, posto che l’acquirente e il venditore hanno operato in modo indipendente, non condizionato e nel proprio interesse, dopo un’adeguata attività di marketing durante la quale entrambe le parti hanno agito con eguale capacità, con prudenza e senza alcuna costrizione” (IVS 1 3.1 e EVS S4.10).*”³⁷

Inoltre [...omissis...] “*Secondo l’Appraisal Institute : il valore di mercato rappresenta il più probabile prezzo a una specifica data, in contanti, ovvero in altre definite condizioni di pagamento o in altri precisi termini, per il quale specifici diritti immobiliari si vendereanno dopo un tempo ragionevole di esposizione su un mercato competitivo, sotto le condizioni di una giusta compravendita, nella quale il compratore e il venditore sono bene informati, agiscono con prudenza, nel proprio interesse e senza indebite costrizioni.*”³⁸

Si evince che Tecnoborsa condivide le definizioni dei principali organismi internazionali ed europei soffermandosi, ai punti successivi del capitolo 5°, sulle varie definizioni del valore di mercato esplicitandone i concetti e richiamandone i relativi riferimenti agli standards utilizzati.

Per quanto riguarda le *Linee Guida per la Valutazione Immobiliare* a cura di Nomisma e IPD “*Investment Property Databank*” è stata adottata questa definizione di “valore di mercato”³⁹ :

[...omissis....] “Il valore di mercato rappresenta la stima del prezzo al quale, alla data di riferimento della valutazione, un determinato immobile dovrebbe

³⁵ Highest and Best Use Value EVS 2003 S4.33

³⁶ Terza Edizione del Dicembre 2005

³⁷ Capitolo 5°, paragrafo 2.2.

³⁸ Capitolo 5°, paragrafo 2.3

³⁹ Standard 4: Basi per la valutazione

essere scambiato, dopo un adeguato periodo di commercializzazione, in una transazione tra due soggetti (compratore e venditore) bene informati e non vincolati da particolari rapporti, interessati alla transazione ed entrambi in grado di assumere le decisioni con eguale capacità e senza alcuna costrizione.”, conformandosi così agli standards sia internazionali che europei di IVSC-*International Valuation Standards Council*; RICS-*Royal Institution of Chartered Surveyors* e TEGoVA-*The European Group of Valuers’ Associations* contenuti sia nel Red Book che nel Blue Book.

Invece l’Associazione Bancaria Italiana (ABI) nella sua recente bozza di autoregolamentazione sul “*Codice per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie*” fa riferimento alla definizione riportata dall’ IVSC-*International Valuation Standards Council*:

*“Il valore di mercato è l’ammontare stimato per il quale un determinato immobile può essere compravenduto alla data della valutazione tra un acquirente e un venditore, essendo entrambi i soggetti non condizionati, indipendenti e con interessi opposti, dopo un’adeguata attività di marketing durante la quale le parti hanno agito con eguale capacità.”*⁴⁰ poiché più comparabile con la definizione dettata dalle “*Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*” con la Circolare nr. 263 del 2006 della Banca d’Italia (che ha recepito la Direttiva europea 2006/48 sulla vigilanza bancaria) e che, alla nota nr. 3 definisce quanto segue⁴¹ :

“Per valore di mercato si intende l’importo stimato al quale l’immobile verrebbe venduto alla data della valutazione in un’operazione svolta tra un venditore e un acquirente consenzienti alle normali condizioni di mercato dopo un’adeguata promozione commerciale, nell’ambito della quale entrambe le parti hanno agito con cognizione di causa, con prudenza e senza costrizioni. Il valore di mercato è documentato in modo chiaro e trasparente.”

Tale definizione è analoga anche a quella fornita dal Codice delle Valutazioni Immobiliari di Tecnoborsa nella III Edizione succitata; trattasi quindi di una “*definizione perno*” nel sistema italiano dove ad ogni elemento della definizione è stato dato ampio spazio per una precisa e comprensibile interpretazione.

⁴⁰ Da IVS1 – 3.0 Definitions di IVS 2007

⁴¹ Titolo II – Cap.1 Sez IV -1.Regole generali

Inoltre il *Codice per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie* dell'ABI, dal paragrafo R.1.2.2 al paragrafo R.1.2.2.5 illustra i vari punti della definizione tratte dalle note di IVS 2007 fino a completare, con due ulteriori punti e che sono stati adottati invece dal Codice delle Valutazioni di Tecnoborsa, la non computazione nel valore di mercato delle relative spese di transazione, quelle di trascrizione e l'esclusione di una stima di prezzi che si riferiscano a circostanze particolari o speciali come potrebbe essere, per esempio, una vendita con patto di locazione.

Similari sono le definizioni date dalla RICS, *Appraisal and Valuation Standard "Red Book"* e dell'Appraisal Foundation, *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)*:

"[...omissis....]...una "valutazione" indica l'opinione in forma scritta circa il valore, alla data della valutazione, di una proprietà. Salvo limitazioni stabilite nei termini dell'incarico, l'opinione è fornita a seguito di un sopralluogo e dopo tutte le appropriate ed opportune indagini ed approfondimenti eventualmente necessari, tenendo in considerazione la tipologia della proprietà e lo scopo della valutazione."

1.3.2 Peculiarità sul concetto di valore

Quindi con il termine *valore, valutazione immobiliare* si indica un'*opinione*, un *parere* del valore di una proprietà che sia in forma scritta e con la data della valutazione.

Inoltre, salvo limitazioni stabilite nei termini dell'incarico, l'*opinione* è fornita a seguito di un sopralluogo e dopo tutte le appropriate ed opportune indagini ed approfondimenti, eventualmente necessari, tenendo in considerazione la tipologia della proprietà e lo scopo della valutazione.

L'*opinione* è soprattutto un giudizio *ad personam* del valutatore che si forma sull'analisi e l'interpretazione di una serie di elementi oggettivi o il più oggettivi possibile.

La valutazione si esplica nell'attività di fornire una misura monetaria rappresentativa del possibile/probabile prezzo della proprietà, cercando di

preconstituire per ciascun caso specifico il meccanismo della formazione del *prezzo*.

Il *prezzo* rappresenta la somma (dato certo ma non probabile) che, a una data certa (momento in cui si forma il prezzo), un determinato acquirente pagherà e un determinato venditore, invece, accetterà nelle circostanze specifiche⁴² in cui avverrà la transazione; quindi è il probabile prezzo che il mercato prevede che debba concludersi una trattativa.

La differenza tra *Valore di Mercato* e *Prezzo* è dato dal fatto che mentre il primo è frutto di una stima/valutazione/giudizio/parere che esprime una probabilità, ancorché supportata e motivata da elementi che devono essere i più oggettivi possibili, il prezzo registra un fatto, e cioè la transazione, avvenuta in un momento storico (in una certa data) la cui somma monetaria è incontrovertibile.

Il prezzo è determinato dall'interazione di un'offerta e di una domanda, la cui misura riflette sia il loro incontro nel tempo che l'appetibilità dei beni in termini di localizzazione, destinazione d'uso, stato di manutenzione, esistenza di logiche particolari (pagamenti dilazionati, sconti portafoglio, clausole sospensive, ecc).

E' anche importante sottolineare che nell'utilizzo di standards internazionali tradotti nelle lingue dei vari paesi si possono trovare anche diverse interpretazioni e TEGoVA ha voluto sottolineare il potenziale rischio di confusione e/o di non distinzione dei due termini "*worth*" e "*value*"⁴³.

La traduzione di entrambi significa nel nostro paese "*valore*" ma TegoVA con il termine *worth* ha voluto indicare il "*valore d'uso*" di un bene mentre con il termine *value* ha indicat "[...omissis....]...un valore oggettivo determinato in denaro ad una determinata data....".

Da qui i concetti contabili di *fair value*, "valore equo", comparabile al "valore di mercato" (*International Accounting Standard* 16, IAS 16.6) e che ritroviamo nel comma 24 e seguenti dello IAS 40 nel caso di investimenti immobiliari e quindi applicabile a tutti gli immobili non strumentali che producono reddito.

Mentre con il "*valore d'uso o in uso*" (IAS 36) non abbiamo un valore di mercato bensì una valutazione soggettiva che si basa sull'utilizzazione

⁴² circostanze che qualificano le condizioni nelle quali si è formato il prezzo

⁴³ EVS, S7.01

economica di un immobile in base al valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi e alla relativa alienazione finale.

Con il principio dello IAS 40 l'investimento immobiliare dovrà essere registrato nei libri contabili ad un valore equo (valore di mercato) oppure al costo storico meno il deprezzamento nel tempo.

Tutto ciò implica che non sarà possibile avere un'idea completa dell'effettiva posizione di una società quando i suoi beni sono valutati sulla base del costo storico e quindi ne consegue che analisti, banche, potenziali investitori non potranno valutare realisticamente alcuni aspetti quali i tassi di rendimento piuttosto che il rapporto di indebitamento.

TEGoVA fa riferimento anche al “*Valore d'Uso Esistente*”⁴⁴, che corrisponde al costo netto di ricostruzione, riportando questa definizione: “ *Il valore d'uso esistente è l'importo stimato per il quale un immobile dovrebbe essere scambiato alla data della valutazione basato sul mantenimento della destinazione d'uso attuale, ma supponendo che l'immobile non sia occupato, a seguito di una corretta transazione commerciale tra soggetti ben informati, non vincolati da particolari rapporti ed in grado di prendere decisioni in merito senza alcuna costrizione* “.

Inoltre esiste un valore che differisce dai concetti di “valore d'uso” o di “valore di mercato” che spesso viene utilizzato nelle valutazioni di strumenti finanziari (ad es. le cartolarizzazioni): il “*Valore d'Uso Alternativo*”⁴⁵.

Comunque è un valore che trova spazio, come parte integrante, nella determinazione del valore secondo l'analisi dell' “*highest and best use*” ma soprattutto è un valore che deve essere correlato da informazioni certe, con l'approvazione di quei soggetti individuati nell'utilizzo del bene e che possono influenzarne la relativa valutazione (come ad es. gli organi sociali o le persone fisiche nel ruolo di locatore).

Il “*Valore di Costo di Riproduzione Deprezzato*”⁴⁶ viene adottato per sostituire analisi basate solo su informazioni reperite direttamente sul mercato e non viene considerato un metodo di mercato tranne che per la determinazione del valore di

⁴⁴ Existing Use Value S4.42 – EVS 2003

⁴⁵ Alternative Use Value S4.70 – EVS 2003

⁴⁶ Depreciated Replacement Cost (DRC) , S4.84 EVS

un terreno. Questo metodo, per tali motivi, non è comunemente usato per immobili utilizzati per investimenti o immobili che non sono usati nell'attività corrente di una società.

Nel caso in cui l'immobile da valutare si trovi ad essere soggetto a limitazioni fisiche, contrattuali o fiscali che ne possano diminuire il valore o la redditività fino ad un risultato negativo, viene definito “*Valore Negativo*”⁴⁷.

1.4 Metodologie nella valutazione

L'operazione preliminare in una stima immobiliare è quella di definire quale valore è da ricercare tra “*valore di mercato*” o “*valore locativo di mercato*”, oppure “*valori diversi dal valore di mercato*”.

Sia il valore di mercato che il valore locativo di mercato hanno trovato nel paragrafo precedente i relativi riferimenti in base ai vari standards sia internazionali che europei mentre con i “*valori diversi dal valore di mercato*” l'*International Valuation Standards “White Book” (IVS)* indica il valore di uso, il valore di investimento, il valore speciale, il valore cauzionale, il valore di realizzo, il valore di liquidazione, il valore assicurabile, il valore accertato o imponibile (ai fini fiscali) e quindi sono valori di interesse operativo per uso legale, o amministrativo, o fiscale, ed altri ancora.

Mentre le metodologie di stima, che sono oramai uniformi in base agli standards internazionali e sono adottati anche da *TEGoVA-European Valuation Standards “Blue Book” (EVS)*, sono consolidati nella relativa letteratura estimativa internazionale e si basano sul:

Market Approach (metodo del confronto diretto)

Cost Approach (metodo del costo)

Income Approach (metodo finanziario).

L'*International Valuation Standards “White Book” (IVS)* elenca similmente gli approcci più diffusi per stimare il valore di mercato di un immobile:

⁴⁷ Negative Values S4.77 – EVS 2003

-- *Sales Comparison Approach* (quindi metodo del confronto di mercato, Market Approach);

-- *Cost Approach* (quindi metodo del costo, di rimpiazzo dell'immobile);

-- *Income Capitalization Approach* (quindi metodo finanziario con le sue molteplici varianti come l'Income Approach).

Il metodo "*market approach*" è il procedimento valutativo più diffuso al mondo per la sua maggiore attendibilità nei risultati che fornisce.

Si basa su valori riferiti a transazioni correnti nel mercato, prezzi di transazioni simili che riguardano beni comparabili e che possono fornire un'autorevole evidenza empirica per la relativa valutazione di un bene; quindi la valutazione avviene tramite la comparazione della proprietà oggetto di valutazione con altre confrontabili e per le quali esista prova di transazioni "di mercato" che rispettino i principi inerenti all'aspetto economico considerato.

Si ricorre a questo tipo di approccio in base ai prezzi di mercato e quando sono disponibili dati immobiliari con caratteristiche e prezzi di compravendita dell'immobile che siano relativi a beni simili rispetto a quello oggetto di stima valutativa.

Il bene immobiliare oggetto di valutazione viene inserito nella scala dei prezzi dei beni di confronto e, con il sistema delle aggiunte e/o detrazioni, può essere effettuato un eventuale "*aggiustamento*" del suo prezzo prendendo a riferimento il bene ritenuto maggiormente simile ma nel rispetto di tutte quelle motivazioni che hanno portato al ragionamento di tale correzione (come ad esempio la tipologia, l'ubicazione, prospettive future del mercato, etc).

Per tale confronto, se esistono difficoltà (come in Italia) a reperire "dati immobiliari", vengono utilizzati anche modelli statistici utilizzando la tecnica della regressione semplice e/o multipla applicabile ad un modello di stima monoparametrica (o sintetica) al fine di studiare tutte quelle relazioni che contemporaneamente sussistono tra più variabili e, solo una serie di *tests* statistici, permetterà di dare una valutazione complessiva del modello per la verifica della rispondenza del campione utilizzato alle ipotesi di base.

Ovviamente i fattori di comparazione variano in funzione dell'asset da analizzare e quindi, a seconda che siano immobili ad uso uffici piuttosto che residenziali o commerciali, comportano ricerche di mercato, comparazioni con

beni che sono stati recentemente compravenduti in quel mercato di riferimento, verifiche sulle condizioni di vendita fino a giungere alla relativa determinazione del valore.

Il metodo “*cost approach*” mira a determinare il valore di un immobile attraverso la somma del valore del suolo e del costo di ricostruzione dell’edificio eventualmente deprezzato stimando valori diversi da quelli di mercato; sono valori di interesse operativo di carattere contabile, legale, amministrativo, fiscale, etc.

Il metodo permette di esprimere il costo di ricostruzione come sommatoria tra le spese ordinariamente necessarie per la ricostruzione o la sostituzione (o rimpiazzo) di un bene perfettamente identico a quello oggetto di stima (o con il medesimo grado di utilità) e il profitto spettante al promotore dell’intervento.

Quindi un valore che riporta un costo di ricostruzione e/o sostituzione ma rettificato per ammortamento ed obsolescenza, oppure, un valore di un fabbricato separato dal valore del terreno; questo è un metodo che si dimostra utile, per esempio, nelle stime di beni strumentali o per fornire elementi utili con scopi di natura finanziaria.

Consente di stabilire un valore in base all’uso esistente di quelle proprietà che raramente vengono vendute o che costituiscono una componente di un investimento più ampio.

Le applicazioni che riguardano queste valutazioni sono generalmente fondate su dati derivanti dall’analisi dei costi di ricostruzione sostenibili per un bene con caratteristiche simili e inerenti alle compravendite di complessi comparabili; tutto ciò attraverso le dimensioni, i materiali, gli elementi strutturali, le finiture, etc. e, comunque, deprezzati per il relativo stato fisico piuttosto che per l’obsolescenza operativa e funzionale o economica.

Quindi il valore di mercato di un immobile può essere stimato mediante il metodo “*cost approach*” tutte le volte che siano disponibili informazioni sui costi di costruzione di edifici confrontabili con quello oggetto della stima e, nel contempo, si possa prescindere dal rapporto di complementarità tra l’edificio e l’area edificata.

Il metodo “*income approach*” consente la determinazione del valore di mercato di un bene in base alla capitalizzazione dei redditi (criterio reddituale) oppure in

funzione dei flussi di cassa che il bene è in grado di generare (criterio finanziario).

E' un procedimento di stima che si fonda sulla capitalizzazione del reddito di un immobile detta anche stima analitica o stima reddituale o metodo finanziario ed è attuabile quando si dispone di informazioni in merito che siano adeguate a beni confrontabili sul mercato di riferimento.

L'approccio finanziario viene adottato quando è possibile considerare il bene da valutare alla stregua di un investimento nel quale, si rileva un proprio flusso di cassa ed un orizzonte temporale ben definito con costi e ricavi a scadenze periodiche.

La scelta del saggio di attualizzazione è legata alla redditività attesa degli investimenti alternativi, concorrenti e similari (metodi yield oriented).

Con questo metodo viene considerata la capacità della proprietà immobiliare di generare benefici (generalmente di natura monetaria sotto forma di canoni di locazione/affitto).

Essi sono opportunamente trasformati in valore attuale e i benefici possono essere determinati come semplice differenza tra le somme che la proprietà prevede di incassare e quelle da pagare.

Il metodo può essere usato anche per la determinazione del valore di mercato (*market value*) o per calcolare il valore di un specifico investimento (*value in use*).

Gli approcci metodologici vertono o sulla capitalizzazione dei redditi netti futuri generati dalla proprietà e con un tasso dedotto dal mercato (*capitalizzazione diretta*), oppure sul *Discounted Cash Flow* (DCF).

Il DCF si basa sui flussi di cassa attualizzati e quindi sulla determinazione dei redditi futuri derivati dalla locazione della proprietà in un arco di tempo ben definito; sulla determinazione del valore di mercato della rivendita alla fine dell'arco di tempo definito; sulla determinazione, alla data di valutazione, dell'attualizzazione dei redditi netti e del valore di mercato finale.

La DCF punta quindi a simulare un completo ciclo di un investimento immobiliare partendo dall'acquisto iniziale fino alla sua rivendita, alla fine del periodo, in quanto necessario per rilevare svalutazioni o rivalutazioni

dell'immobile nel medio e lungo periodo ma tenendo conto anche dei flussi di cassa circa le variazioni dei prezzi del relativo affitto alle varie scadenze.

L'analisi DCF di un bene immobile è soprattutto una previsione delle entrate e delle uscite durante un certo periodo e, al termine di questo periodo, viene assegnato un valore di cessione che però si basa su contratti di locazione esistenti come pure su valori di canoni di mercato, comparabili ai relativi termini e condizioni del contratto.

Non mancano elementi che possano condizionare l'analisi e quindi c'è sempre la ricerca di risultati comparabili utilizzando criteri di uniformità come per esempio il numero degli anni del periodo in esame, i tipi di contratti di locazione (residenziali piuttosto che commerciale), i costi di esercizio e di manutenzione, le relative imposte, etc. fino all'individuazione, per la relativa previsione, del tasso di interesse reale, del tasso di sconto e del tasso d'inflazione.

Da evidenziare che ogni parametro dovrà essere indipendente ma, nello stesso tempo, devono esserci elementi di relazione con gli altri parametri.

Per quanto concerne l'interesse al presente lavoro è da evidenziare che TEGoVA inserisce nel suo *European Valuation Standards "Blue Book"* (EVS) le "*Valuations for Investment – Insurance Companies, Property Unit Trust and Pension Funds, etc.*"⁴⁸ dove, si enunciano i principi e le procedure più idonee da adottare per la tutela di investitori o contraenti di polizze assicurative che sottoscrivono strumenti d'investimento o previdenziali che si basano prevalentemente sui rendimenti di beni immobiliari.

Come succitato,⁴⁹ questo settore è soggetto a specifiche norme a livello europeo e, nello specifico, dalla Direttiva Europea 91/647/CEE sia per quanto riguarda la definizione di "*valore di mercato*" (come prevista da IVSC/TEGoVA) che nell'assunzione, da parte del valutatore, del giusto criterio di valutazione da adottare.

Viene sottolineata anche la possibilità di potenziali diversità nelle interpretazioni del "*valore di mercato*" fra i vari Stati membri della CE se, da parte di questi, mancano disposizioni imperative che possano far rispettare tale direttiva anche se questo va in contrasto con l'ordinamento della CE e con il mercato globale

⁴⁸ European Valuation Standards, fifth edition 2003, Standard 8

⁴⁹ Sottoparagrafo 1.3.1 *Definizioni internazionali ed europee*

delle assicurazioni dove esiste un sistema concordato dalla World Trade Organisation⁵⁰.

1.4.1 Le metodologie e i fondi immobiliari in Italia

Prendendo a riferimento la situazione in Italia, le valutazioni immobiliari risentono ancora di stratificazioni legate alla preponderanza delle stime convenzionali svolte dalla pubblica amministrazione rispetto a quelle professionali ma anche della difficoltà sulla rilevazione dei prezzi di mercato effettivamente contrattati; tutto questo porta il nostro Paese a ritrovarsi ancora in una fase di “transizione” per quanto riguarda l’applicazione degli standards internazionali ed europei.

A seguito di tutto ciò sia con le difficoltà di conoscenza dei reali prezzi delle varie transazioni che l’assenza di idonee banche dati, il Cost Approach diventa un indispensabile strumento di verifica dell’affidabilità di tutte quelle informazioni fornite da organismi che pubblicano “Bollettini Prezzi”.

Altro elemento a favore può essere il controllo della coerenza dei giudizi di valore espressi nell’applicazione del Market Comparison Approach senza il relativo utilizzo e indicazione (nel Rapporto di Valutazione di un valutatore) di dati di mercato reperiti direttamente nella visura di atti di compravendita.

In realtà, in Italia, è possibile svolgere un’indagine di mercato solo sulla base di quotazioni che si possono riscontrare prevalentemente attraverso due fonti:

- fonti indirette (enti istituzionali, centri di ricerca, associazioni di categoria, etc.) che pubblicano dati che riguardano prezzi unitari, ubicazioni, epoca di costruzione, etc.;
- fonti dirette che invece sono desumibili dai vari professionisti del settore (architetti, ingegneri, geometri, periti, dottori commercialisti, agronomi, agenti immobiliari e/o direttamente dai venditori o acquirenti).

Sicuramente sono stati fatti passi in avanti ma l’acquisizione e la veridicità dei dati è un argomento complesso in Italia dove, in generale, la pubblicazione delle

⁵⁰ Per maggiori approfondimenti si veda www.wto.org

quotazioni non specifica i modi di rilevazione seguiti, i modelli di elaborazione utilizzati oppure i campi di applicazione consentiti.

Le metodologie hanno comunque come riferimento i principi dei più noti *drivers* degli standards internazionali e, in Italia, ne sono l'espressione Tecnoborsa con Il Codice delle Valutazioni Immobiliari di Tecnoborsa III^a edizione e dalle Linee Guida create da Associazioni e Istituzioni del settore.

Le trasformazioni in atto nel mondo immobiliare e la sua integrazione con il mondo finanziario come nei fondi immobiliari, cartolarizzazioni, IAS/IFRS, etc. ha portato a considerare le relative convenienze economiche correlate alla valutazione nella scelta degli investimenti immobiliari.

I fondi immobiliari si rivolgono ad un mercato di investitori che possono essere sia istituzionali (Banche, Fondi Pensione, Compagnie di Assicurazione, etc.) che investitori “*Value Added*” (clienti High Network Individuals, costruttori, fondi di private equity) o investitori retail i quali, in mancanza di capitali per acquisire immobili direttamente e/o per diversificare i loro investimenti, optano per i fondi immobiliari quotati.

In Italia, con il Provvedimento del 14 aprile 2005 “*Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio*” la Banca d'Italia ha voluto dare, con queste nuove disposizioni, un riassetto organico e sistematico alla normativa in materia dettando specifiche previsioni sull'organizzazione, sulla struttura, sulla stabilità patrimoniale, sul funzionamento degli organi sociali delle Sgr e delle Sicav stabilendo i criteri generali e il contenuto minimo del regolamento di gestione delle varie tipologie di fondi comuni di investimento.

Il Titolo V del provvedimento⁵¹ disciplina gli *Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR)* tra cui anche i fondi chiusi e immobiliari⁵², mentre, al Capitolo IV “*Criteri di valutazione del patrimonio del fondo e calcolo del valore della quota*”, nella Sezione II “*Criteri e Modalità di Valutazione dei Beni in cui è Investito il Patrimonio del Fondo*”, al Paragrafo 2, vengono

⁵¹ Capitolo III “Attività di Investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio” e Sezione IV “Fondi Chiusi”

⁵² La precedente disciplina è contenuta nel Regolamento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999 al capitolo II “Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio”, Sez. II “Fondi chiusi”

elencati i “*Criteri di Valutazione*” fra cui al punto 2.5 i “*Beni Immobili*”⁵³ che recita quanto segue:

“Ciascun bene immobile detenuto dal Fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria;”.

[...omissis....].“Il Valore corrente degli immobili è determinato sulla base delle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività.”

Vengono considerate “caratteristiche intrinse” *[...omissis....]* “*quelle attinenti alla materialità del bene (qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc...)*” mentre le “caratteristiche estrinseche” sono *[...omissis....]* “[...] *quelle rivenienti da fattori esterni rispetto al bene [...]* come ad esempio una destinazione alternativa rispetto all’attuale, eventuali vincoli, fattori giuridici e/o economici, prospettive del mercato immobiliare, etc.

Inoltre definisce che *[...omissis....]* “*Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:*

- il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla sua situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l’operazione;*
- siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l’immobile, condurre le trattative e definire le condizioni del contratto;*
- i termini dell’operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;*
- l’acquirente non abbia per l’operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.”*

Il paragrafo continua elencando in 3 punti come può essere determinato il “valore corrente” degli immobili:

⁵³ La precedente disciplina era contenuta nel Regolamento Banca Italia del 20 settembre 1999, Capitolo III “*Criteri di valutazione del patrimonio del Fondo e calcolo del valore della quota*”

al primo punto “ [...] ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell’eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente”, questa metodologia rispecchia il “market approach o Sales Comparison Approach” quindi il metodo del confronto di mercato indicati dai principali standards internazionali;

al secondo punto “ [...] facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti⁵⁴ futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite⁵⁵ e l’attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa >>, questa metodologia rispecchia la “income approach” e soprattutto il metodo del *Discounted Cash Flow*–DCF che in base a criteri reddituali e/o finanziari, vengono rilevati sia l’attualizzazione dei flussi di cassa di canoni d’affitto alle varie scadenze che la capitalizzazione del relativo immobile.

In questo metodologia necessita anche un tasso di attualizzazione e il Regolamento specifica che [...]omissis....] ”Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell’investimento e alle caratteristiche del cespite”;

al terzo punto “ [...] sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l’immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell’immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico,

⁵⁴ Il reddito netto è dato dalla differenza su base annua tra il ricavo della locazione e i costi a carico della proprietà (amministrazione, assicurazione, imposte, ecc.)

⁵⁵ Attraverso la capitalizzazione diretta, ad un tasso dedotto dal mercato, del reddito netto alla fine del periodo di locazione.

obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno.” dove in questa metodologia si evince il metodo del “cost approach”, quindi il metodo del costo attraverso la somma del valore del suolo e del costo di ricostruzione dell’edificio con le relative rettifiche.

Infine il paragrafo indica due opzioni per determinare sia il valore corrente nel caso di locazione con facoltà di acquisto che il valore corrente degli immobili in corso di costruzione; tali succitate metodologie, [...omissis...] “[...] per quanto compatibili...” potranno essere applicate anche per la determinazione del valore corrente di diritti reali immobiliari.

Il Provvedimento della Banca d’Italia riassume quindi delle linee guida fondamentali per la valutazione immobiliare, riscontrabili anche nella prassi internazionale, lasciando comunque alla professionalità e all’analisi del valutatore i relativi dettagli dei procedimenti di stima.

Questi criteri fanno parte di un processo di valutazione che [...omissis...] “[...] rappresenta uno dei momenti più delicati dell’attività di amministrazione dei fondi. I criteri di valutazione sono fissati, coerentemente con quanto stabilito dalle presenti disposizioni, dal soggetto che ha il compito di calcolare il valore della quota e concordati, a seconda che questo compito sia attribuito alla SGR o alla banca depositaria, con la banca depositaria o la SGR.”⁵⁶

Inoltre si evidenziano gli organi di controllo interno e la società di revisione, per quanto di sua competenza, come soggetti responsabili chiamati alle relative verifiche sull’adempimento di quanto disposto dal Provvedimento dove, se vengono adottati criteri diversi di valutazione, dovranno essere rilevati e [...omissis...] “[...] trovare giustificazione, debitamente documentate, oggettivamente rilevabili dai responsabili organi della SGR [...]”.⁵⁷

Come evidenziato nel paragrafo precedente, i processi valutativi per i Fondi Immobiliari sono fra le peculiarità della *European Valuation Standards “Blue Book”* (EVS) di TEGoVA e le valutazioni che si svolgono sia per l’interesse

⁵⁶ Provv.to B.I. 14.Apr.2005, Titolo V, Cap. IV, Sez. II, Paragrafo 1.1 dei Principi generali

⁵⁷ Provv.to B.I. 14 Apr.2005, Titolo V, Sez II, Paragrafo 1.1 e 1.2 dei Principi generali

pubblico che per quello di azionisti, hanno come criterio di base quello del “valore di mercato”⁵⁸.

Infatti con “[...] *The definition of Market Value is the IVSC/TegoVA:*

Market Value is the estimated amount for which a property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in an arm’s-length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.” si dà una definizione di “Valore di Mercato” che è quella sancita da IVSC, *International Valuation Standards “White Book”* (IVS) e da TEGoVA, *European Valuation Standards “Blue Book”* (EVS).

Quindi con “Valore di Mercato” si indica un valore che è pari al miglior prezzo per il quale la vendita di un bene immobiliare potrà ritenersi conclusa alla data della valutazione tra una parte venditrice, che abbia la reale intenzione di alienare il bene immobiliare, ed una parte acquirente considerando che ci sia stato un ragionevole periodo di tempo per effettuare una valida trattativa e dove le parti abbiano potuto agire indipendentemente, con informazioni corrette, prudenza e senza costrizioni.

Con [...*Omissis...*] “*All properties that are owned by investment undertakings, whether they are used for their own occupation or are held as investments, must be treated as investment properties.*”⁵⁹ si evidenzia che tutti gli immobili posseduti a titolo di investimento, strumentali e/o a reddito, devono essere considerati come investimenti immobiliari.

Tutti i beni di proprietà della società di investimento, occupati o meno, devono essere considerati “*beni d’investimento*” mentre i criteri da assumere sono quelli di “Valore di Mercato” o di “Valore d’Uso Esistente” i quali, sono ritenuti *incompatibili* con l’uso del “Valore di Costo di Riproduzione Deprezzato”.

L’*European Valuation Standards “Blue Book”* (EVS)⁶⁰ indica esplicitamente che il “*Valore d’Uso*” può essere il criterio più appropriato nel caso in cui la

⁵⁸ Standard 8 : *Valuations for Investment, Insurance Companies, property Unit Trusts and Pension Funds, etc.*

⁵⁹ European Valuation Standards, fifth edition 2003, Standard 8, punto S8.03

⁶⁰ European Valuation Standards, fifth edition 2003, Standard 8, punto S8.04

società d'investimento o un fondo arruola internamente un valutatore per svolgere rilevamenti utilizzando parametri interni di rendimento.

L'EVS⁶¹ analizza e commenta dettagliatamente la terminologia utilizzata nella definizione di tale Direttiva⁶² e per rispettarne lo spirito e i principi ne raccomanda il relativo significato.

Inoltre raggruppa e definisce ben quattro categorie di beni immobiliari che possono essere detenute da un fondo:

- beni immobiliari il cui rendimento derivi dal reddito prodotto e/o dalla plusvalenza del capitale investito;
- beni immobiliari che sono oggetto di riqualificazione;
- beni immobiliari detenuti in vista di future riqualificazioni;
- beni immobiliari detenuti (o occupati direttamente) dallo stesso soggetto che ne è proprietario e, questa categoria, condizionerà il loro relativo valore a seconda dell'incidenza degli stessi rispetto alla totalità dei beni immobiliari nel fondo, come pure da quei contratti (per es. di locazione) con società infagrupo.

Quindi il metodo di valutazione dovrà essere quello che meglio rispecchia la portata delle informazioni di mercato disponibili e poi adeguate al fine di arrivare ad utilizzare metodi comparativi.

Metodi che però, con esigue transazioni, informazioni non facilmente accessibili e difficoltà ad individuare immobili comparabili, rischiano di non essere così attendibili e conseguentemente necessitano di essere sostenuti, in questo caso, dal metodo dei *flussi di cassa scontati* (DCF-Discounted Cash Flow)⁶³; metodo che implica analisi dei dati di mercato e la relativa verifica attraverso parametri che contraddistinguono il mercato stesso (ad es. il valore a metro quadro piuttosto che i rendimenti), verificandone così l'attendibilità, migliorandone la trasparenza e facilitandone i relativi confronti.

Le categorie dei beni vengono elencate e riprese dettagliatamente al fine di evidenziarne le caratteristiche primarie ed EVS evidenzia che “ *I beni per*

⁶¹ European Valuation Standards, fifth edition 2003, Standard 8, S8.08

⁶² Direttiva Europea 91/647/CEE

⁶³ European Valuation Standards, fifth edition 2003, Standard 8, S8.27 ; V. Paragrafo 1.4 Metodologie nella valutazione

investimento di solito includono quelli dove è stato completato una edificazione e che sono posseduti per essere locati e produrre un reddito che è negoziato a libero mercato ⁶⁴.

Gli altri tipi di beni sono quelli oggetto di attuali o future riqualificazioni oppure di quei beni che sono detenuti dallo stesso soggetto che ne è proprietario; le “pratiche in materia di compravendita” e i “costi di transazione” completano tutti quei casi in cui si indicano i vari criteri più appropriati di valutazione, rendendo così più trasparenti agli investitori i relativi valori con apposite note esplicative nei documenti contabili o nei rapporti di valutazione.

In questo caso è sicuramente determinante il lavoro svolto dal “valutatore” che, gli standards EVS di TEGoVA in sintonia con quelli di IVS *International Valuation Standards* “White Book”, definiscono “*The Qualified Valuer*”⁶⁵.

1.5 Il rapporto valutativo: requisiti, contenuto e monitoraggio

Tecnoborsa con il suo Codice delle Valutazioni III Edizione dedica al Capitolo 3 la “Segmentazione del Mercato Immobiliare” introducendo che “*Il mercato immobiliare è articolato in sottomercati, denominati segmenti, sui quali si hanno conoscenze basate su dati e informazioni in uso nella prassi commerciale da parte dei soggetti operatori e nell’attività estimativa da parte dei valutatori*”⁶⁶ e inoltre “*La segmentazione del mercato immobiliare rappresenta la fase preliminare del processo di analisi valutativa*”⁶⁷.

Definita la base della valutazione, la successiva operazione estimativa riguarda la misura della consistenza dell’immobile che un valutatore professionista eseguirà con un diretto sopralluogo.

Spesso, intesa come stima del valore dell’immobile, la perizia immobiliare rappresenta il risultato di un processo di valutazione complesso, strutturato in

⁶⁴ European Valuation Standards, fifth edition 2003, Standard 8, punto S8.11

⁶⁵ European Valuation Standards, fifth edition 2003, Standard 2

⁶⁶ Nota 1.1 dell’Introduzione

⁶⁷ Nota 1.2 dell’Introduzione

più fasi successive, in cui devono essere tenuti in considerazione sia aspetti quantitativi (superficie, dotazione di impianti, collocazione urbanistica, presenza di vincoli, ecc.), sia elementi qualitativi (stato degli impianti, esposizione, panorama, ecc.), che solo un sopralluogo diretto può rilevare.

Inoltre, il reperimento di informazioni e la rilevazione dei prezzi effettivamente contrattati sul mercato di riferimento, rappresentano la base per qualsiasi tipo di stima i cui risultati sono rappresentati in un documento, redatto da un valutatore professionista e secondo dettagliati criteri espositivi, che si definisce “Rapporto di Valutazione”.

Sempre il Codice delle Valutazioni Immobiliari di Tecnoborsa fornisce una chiara definizione di “Rapporto di Valutazione” recependo gli standards della *International Valuation Standards “White Book”* (IVS) e nello specifico dice che “*Il Rapporto di valutazione (rapporto di stima, relazione di stima, consulenza estimativa, perizia di stima) mira: a comunicare al lettore il valore di stima, a confermare le finalità della valutazione, a esporre il procedimento e a indicare le eventuali assunzioni alla base della valutazione e le condizioni limitanti. Nel Rapporto di valutazione sono riportati i processi analitici e i dati utilizzati per la stima del valore finale, allo scopo di guidare il lettore attraverso le procedure e le prove utilizzate dal valutatore per elaborare la valutazione.*”⁶⁸

Degna di nota è la parte finale di questa definizione nell’evidenziare che chiunque leggerà (.. *il lettore* ..) il rapporto di valutazione dovrà evincere dallo stesso le “[...] *le procedure e le prove utilizzate per elaborare la valutazione*”. Quindi si riferisce a tutte quelle azioni e assunzioni, frutto di scienza e conoscenza, che un valutatore deve utilizzare per elaborare il rapporto valutativo ma, soprattutto, senza quella parte di analisi dell’immobile, oggetto comunque della valutazione, che però si riferisce alla due diligence piuttosto che ad un’analisi relativa alla conformità.

Inoltre “*Il rapporto di valutazione identifica l’immobile oggetto di stima, la base o le basi dei valori da rassegnare e l’utilizzo previsto della valutazione ...[...].... presenta le assunzioni e le condizioni limitanti della valutazione*”⁶⁹ ma,

⁶⁸ Capitolo 9 Rapporto di Valutazione, paragrafo 1.1

⁶⁹ Tecnoborsa, Cod. delle Val. Imm.,Cap. 9, paragrafo 1.2

ovviamente, un *“rapporto di valutazione deve essere comprensibile anche a coloro che non conoscono l’immobile o gli immobili da valutare.”*⁷⁰

Anche con l’*European Valuation Standards “Blue Book”* (EVS) di TEGoVA⁷¹ troviamo, fra gli elementi obbligatori del rapporto di valutazione, l’identificazione dei beni con la rilevazione della sua natura e della sua classificazione, la loro localizzazione, le loro dimensioni e la data dei relativi sopralluoghi che sono stati eseguiti.

L’identificazione dell’immobile è un elemento determinante nel rapporto di valutazione e anche la bozza di autoregolamentazione del *“Codice per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie”* dell’Associazione Bancaria Italiana (ABI) al *“Requisito 4 – Rapporto di valutazione”* richiama esplicitamente l’articolo 2826 del Codice Civile che recita: *“Nell’atto di concessione dell’ipoteca l’immobile deve essere specificatamente designato con l’indicazione della sua natura, del comune in cui si trova, nonché dei dati di identificazione catastale; per i fabbricati in corso di costruzione devono essere indicati i dati di identificazione catastale del terreno su cui insistono.”*⁷²

Lettera d’incarico, relative istruzioni contenenti i motivi della valutazione, la consegna da parte del committente della documentazione che individua il bene oggetto della valutazione e successivi sopralluoghi con relativi rilievi, fanno parte della fase di avvio che consente la conoscenza del bene e di valutarne tutte le caratteristiche intrinseche ed estrinseche.

Vengono determinati ed espressi i criteri di valutazione, le metodologie utilizzate e, se del caso, includendo analisi riguardanti il rischio e il rendimento rispecchiando così il carattere e la portata delle informazioni di mercato disponibili.

Partendo da informazioni di mercato adeguate è possibile utilizzare metodi comparativi per rilevare valori che siano in relazione a prezzi corrisposti per immobili simili di un mercato locale, libero e aperto.

⁷⁰ Tecnoborsa, Cod. delle Val. Imm. III Ed.,Cap. 9, paragrafo 3.2

⁷¹ Standard 9 , Valuation Reporting

⁷² R.4.2 Identificazione dell’Immobile, paragrafo R.4.2.1

La disponibilità di dati di mercato rilevanti è decisiva ai fini della qualità del risultato perché i prezzi corrisposti vengono messi in relazione con i fattori che influenzano il valore dell'immobile attraverso i relativi criteri di stima.

Per le valutazioni di terreni, abitazioni ed immobili che non generano reddito, il metodo comparativo è ritenuto il più adatto; mentre invece gli immobili commerciali, dove i prezzi sono messi in relazione con le entrate che possano essere generate anche presumibilmente, sono considerati alla stregua di investimenti immobiliari siano essi strumentali e/o a reddito⁷³.

In questi casi si presuppone completezza d'informazione circa la redditività dell'immobile non solo dai dati di un eventuale contratto di locazione in essere ma soprattutto circa la stimata redditività dell'immobile sulla base di analisi comparative con i canoni di locazione di mercato.

E' un metodo noto anche come capitalizzazione delle entrate o approccio degli utili residui; risulta sempre un metodo comparativo ma con le adeguate rettifiche di valore sulla base dei flussi positivi o negativi derivanti dalla differenza tra quanto corrisposto e quanto atteso dal mercato.

In caso di insufficienti o contrastanti informazioni i metodi comparativi vengono assistiti dall'applicazione del metodo dei flussi di cassa scontati.

La fase dell'istruzione prende quindi in esame ogni analisi, riflessione ed elaborazione attinente la valutazione mentre, le relative tempistiche di elaborazione per arrivare alla fase di consegna, saranno influenzate da tutti quei soggetti, come per esempio i Comuni, il Catasto, la Soprintendenza per eventuali vincoli, etc., che interagiscono durante la due diligence (prescrizioni normative; stato documentale; rilievi ambientali; oneri; pesi e gravami; conformità edilizie e urbanistiche).

Un rapporto di valutazione si concretizza, per ogni singolo bene, quando sarà in grado di produrre le seguenti analisi e risultanze:

- Analisi e dimensionamento catastale del bene;
- Analisi e classificazione urbanistica del bene;
- Analisi della presenza di possibili servitù attive o passive;
- Analisi tributaria;

⁷³ EVS, Standard 8 docet

- Descrizione del bene;
- Dimensionamento del cespite oggetto di valutazione;
- Determinazione influenze ascendenti e discendenti;
- Analisi bacino di utenza del cespite;
- Analisi circa le metodologie di stima da adottarsi;
- Analisi circa la possibile presenza di condizioni prossime all'oligopolio bilaterale;
- Osservazioni circa la possibile incidenza di principi quali l'utilità marginale decrescente e la non rispondenza del bene alle richieste del mercato;
- Sviluppo delle metodologie sintetiche comparative;
- Sviluppo delle metodologie analitiche;
- Osservazioni circa il calcolo del saggio medio di capitalizzazione;
- Conclusioni di stima e individuazione del valore;
- Rating immobiliare dell'immobile.

In base agli standard europei, che comunque adottano quelli di IVS, il fine di un rapporto di valutazione è quello di esprimere inequivocabilmente e comprensibilmente tutte le informazioni rilevanti e le condizioni dei beni valutati; questo permetterà al suo utilizzatore di avere un documento (*Valuation Certificate*)⁷⁴ con informazioni, dati e criteri non fuorvianti.

Nella nostra realtà, purtroppo, si riscontrano rapporti di valutazione che contengono prevalentemente analisi sulle condizioni dell'immobile e solo una parte residuale della relazione comprende un processo valutativo con le sue debite analisi, riflessioni e conclusioni.

Una valutazione immobiliare oggettiva è un diritto del cittadino consumatore e degli operatori economici e, su questo tema, gli standard internazionali indicano anche le procedure di revisione per il relativo monitoraggio sui rapporti di valutazione.

La *International Valuation Standards "White Book"* (IVS) di IVSC introduce nelle *Guidance Notes*: "A valuation review is a review of a Valuer's work undertaken by another Valuer exercising impartial judgment".⁷⁵

⁷⁴ EVS, Standard 9

⁷⁵ International Valuation Guidance Note No. 11, Reviewing Valuations (Revised 2007), Paragrafo 1.1

Il motivo è quello di un controllo circa l'affidabilità e l'autorevolezza di un rapporto di valutazione che un perito/valutatore in qualità di revisore e con un giudizio imparziale, andrà a censire (mi si permetta questo termine) l'operato del valutatore che ha redatto il rapporto valutativo.

Sia il Codice delle Valutazioni Immobiliari che il Codice per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie dell'ABI⁷⁶ perseguono le linee guida della Guidance Notes No. 11 di IVS con l'obiettivo di identificare gli elementi essenziali del riesame delle valutazioni.

I principali riguardano:

- la *correttezza* riferita soprattutto all'applicazione delle metodologie estimative utilizzate;
- la *fondatezza*, la *sostenibilità*, la *ragionevolezza* di tutte quelle analisi e conclusioni che sono presenti nel rapporto valutativo;
- la *completezza* del rapporto valutativo in relazione al lavoro da svolgere a seguito dell'incarico assegnato;
- la *coerenza* e la relativa *adeguatezza* circa la pertinenza dei dati e i relativi aggiustamenti.

E' un riesame che può essere svolto sia a tavolino (Desk Review)⁷⁷ che ispezionando direttamente l'immobile oggetto di stima (Field Review)⁷⁸ per poi avere ulteriori conferme o meno dai dati successivamente ispezionati a tavolino.

Quindi si viene ad avere un iter procedurale che parte dall'identificazione del cliente utilizzatore della valutazione compreso il motivo del suo utilizzo, fino alle conclusioni del perito revisore con l'identificazione del bene che è stato oggetto di valutazione e gli eventuali limiti al riesame del rapporto valutativo.

Il riesame non dovrà tener conto di tutto ciò che possa aver influito nella valutazione dell'immobile e/o del mercato successivamente a quanto riportato nel rapporto valutativo; nel caso in cui il perito revisore non sia in grado di avere informazioni sufficienti, rispetto al valutatore del rapporto di valutazione in esame, dovrà essere indicato con le debite motivazioni.

⁷⁶ Bozza di autoregolamentazione del novembre 2009

⁷⁷ IVS – Guidance Notes No. 11, 3.2 Definitions

⁷⁸ IVS – Guidance Notes No. 11, 3.3 Definitions

Infine, le linee guida di IVS, a suggello dell'operato del perito revisore indica che : “*Reason for agreement or disagreement with the conclusion of a valuation report should be fully explained by the Review Valuer*“⁷⁹; quindi un riesame dovrà esperire a chiare lettere quali sono le motivazioni di un accordo o meno circa le conclusioni del rapporto valutativo preso in esame.

1.6 Conclusioni

Concludo questo capitolo ponendomi l'interrogativo se esiste effettivamente un Valore di Mercato oppure si tratta di una mera (e pressochè inutile) astrazione concettuale.

Gli standard sono solo il punto di partenza del cammino per arrivare ad un mercato trasparente; sono necessarie azioni costanti nei confronti del legislatore per sottolineare l'importanza, per il mercato ed il relativo consumatore, di una corretta valutazione.

L'analisi delle motivazioni di applicazione e le best practices dei moderni procedimenti valutativi (*Market approach, Income approach, Cost approach*) consentono di constatare l'importanza dell'adozione di questi nuovi strumenti valutativi.

L'attività di valutazione ha un ruolo tanto importante e spesso complesso che sempre di più si evidenzia la necessità che siano integrate competenze dedicate esclusivamente al settore immobiliare ed a quei settori subordinati come quelli fiscali, tecnici e legali.

Per quanto riguarda le attività professionali inerenti alla valutazione dei cespiti immobiliari, la divaricazione tra le tradizionali prassi diffuse nel nostro Paese e le più avanzate esperienze e metodiche internazionali è assai marcata.

Nell'ordinamento giuridico italiano la definizione puntuale del valore di mercato degli immobili non è presente, ma è surrogata da altre denominazioni quali

⁷⁹ IVS – Guidance Notes No. 11, 5.4 Guidance

valore venale, valore normale, valore di comune commercio, tutte definizioni nate prevalentemente per scopi di tipo amministrativo e/o fiscale.

Si parla quindi di valutazione ma è notorio che in Italia ci sia carenza di dati di mercato che siano veritieri e comparabili; per il nostro Paese tutto ciò comporta la necessità di trasformare l'approccio verso le valutazioni immobiliari, tenendo conto che il principale ostacolo all'evoluzione delle stime è costituito dalla scarsa trasparenza del mercato.

La difficoltà di reperire informazioni di mercato sufficienti e/o idonee all'adozione di una metodologia *'market oriented'* e la presenza di condizionamenti nel processo di stima possono facilmente spiegare la molteplicità dei sistemi di valutazione utilizzati concretamente nella pratica con il risultato di produrre stime estremamente differenziate e poco significative.

In assenza di visioni condivise e con una forte divaricazione delle posizioni dei soggetti coinvolti è comprensibile che sorgano dubbi di fondo.

In un recente documento l'Associazione Bancaria Italiana afferma che:

*“Un elemento sostanziale dell'evoluzione e lo sviluppo del mercato del credito fondiario è rappresentato dal passaggio da procedure di valutazione immobiliare eterogenee a modelli di stima e reporting in base alle best practise esistenti a livello internazionale.”*⁸⁰

Uno studio del mercato implica prima di tutto la definizione del valore da ricercare come operazione preliminare di una stima immobiliare, questo condurrà alla scelta del criterio e del procedimento di valutazione da seguire; pertanto in Italia è desumibile che sia necessario e improcrastinabile sia la rilevazione di dati affidabili sul mercato di riferimento che di iniziative per la condivisione di standard valutativi internazionali e di metodologie estimative appropriate ad un mercato che richiede sempre maggiore professionalità.

⁸⁰ Documento 11/2009

Capitolo Secondo

I Valutatori nel ruolo di Esperti Indipendenti e la SGR

2.1 Introduzione

La stima degli immobili è legata alle situazioni e all'evoluzione del settore immobiliare che, a sua volta, si sviluppa in relazione al sistema economico, all'ordinamento giuridico e ai rapporti sociali esistenti in ogni paese.

Il panorama delle valutazioni immobiliari in Italia è stato fortemente in contrasto con quello degli altri Paesi, USA e Inghilterra su tutti, rivelando una arretratezza sia nei metodi di stima che nell'analisi del mercato immobiliare.

Le profonde innovazioni e i radicali mutamenti che si stanno registrando sia nel campo della valutazione immobiliare che in quello finanziario, seppur con lenti passaggi regolamentari e legislativi, impongono a tutti gli operatori del mercato immobiliare, compreso le SGR e valutatori professionisti in testa, nuove riflessioni circa il miglioramento della struttura e della qualità informativa nel loro modo di operare.

Gli standard valutativi internazionali e europei mirano a qualificare la figura del valutatore esperto attraverso l'appartenenza ad un'organizzazione professionale, formata da professionisti con comprovate competenze nel settore immobiliare e con l'obbligo di seguire un iter formativo che li sottoponga a prove di verifica.

Il presente capitolo è stato realizzato con l'obiettivo di trattare le caratteristiche, soprattutto professionali, dei valutatori immobiliari e del ruolo che assumono come Esperto Indipendente nel contesto delle SGR in Italia per la valutazione degli asset dei fondi immobiliari.

Con un paragrafo ho inteso riassumere le principali skills del valutatore immobiliare anche alla luce delle linee guida degli standards internazionali per poi calarmi sulla attuale situazione in Italia di questa professione.

Inoltre ho inserito un paragrafo dedicato alla lettera d'incarico, argomento che è parte integrante dell'analisi di questo lavoro poiché è il documento che formalizza diritti e doveri del valutatore immobiliare, anche nel ruolo di Esperto Indipendente, per l'espletamento delle prestazioni professionali che gli sono state richieste a seguito di esigenze manifestate dal committente.

Infine, l'ultimo paragrafo entra in merito sia allo specifico ruolo dell'Esperto Indipendente, dedicandogli anche un sottoparagrafo sulle forme organizzative, che al ruolo della SGR affrontandone i relativi aspetti e vincoli normativi.

Sia l'Esperto Indipendente che la SGR si configurano come i due protagonisti del presente lavoro di cui era necessario, prima della relativa analisi empirica, darne una overview sugli aspetti operativi, organizzativi e normativi che attualmente regolano le rispettive operatività nel settore dei fondi comuni immobiliari nel nostro Paese.

2.2 La figura del Valutatore Immobiliare

La figura del valutatore è una delle poche professionalità trasversali a tutta la filiera del settore immobiliare e coinvolge sia le figure tecniche che quelle legali, amministrative e imprenditoriali.

Dato che la valutazione è il processo e l'attività diretta a stimare il valore di un determinato bene ad un determinato fine, (vendita, locazione, contabilità, finanziamento, merito creditizio, assicurativo, vendita forzata, ecc.) va ricercato in questa definizione, il ruolo del valutatore, poiché la determinazione del valore di un bene è la sua attività principale e quindi colui che lo redige.

Gli standard estimativi comprendono anche un "codice di comportamento" per il valutatore poiché l'attività valutativa nel settore immobiliare è comune a molte professioni e quindi, l'applicazione dei relativi standards e il relativo controllo, trovano il suo connubio anche nell'espletamento delle varie professioni coinvolte.

Il valutatore professionale conosce i dati di mercato, compie sopralluoghi, decide la metodologia di stima adoperandosi infine, nel redigere e presentare un rapporto di valutazione di cui si dovrà assumere tutte le responsabilità.

In assenza di quotazioni di riferimento applica procedimenti di stima per valori tipici che si possono basare su punti di merito fissati soggettivamente dal valutatore in rapporto alle condizioni dell'immobile da stimare rispetto agli immobili simili; ovvero, una interpretazione soggettiva di un calcolo scientifico obiettivo e di una analisi integrata dalla (più o meno profonda) conoscenza delle dinamiche del mercato, della micro localizzazione del bene, della vetustà, delle caratteristiche specifiche dell'edificio e di molte altre variabili.

Nelle valutazioni legali e amministrative si applicano per esempio le cosiddette "stime convenzionali" che sono calcolate su valori tabellari, con coefficienti automatici, criteri di calcolo già definiti e modalità di computo stabiliti dalla Pubblica Amministrazione.

Per ridurre o cercare di eliminare i rischi derivanti da un'asimmetria informativa, i valutatori immobiliari hanno la necessità di rivolgersi ad altri professionisti o operatori del mercato immobiliare in grado di fornire le informazioni necessarie alle loro decisioni.

Il valutatore deve essere in grado di dimostrare il proprio operato certificandolo nei confronti della committenza e quindi anche della collettività ma garantendo indipendenza, assoluta assenza di conflitti di interesse e la massima trasparenza del processo di valutazione.

Consapevole della responsabilità che lo coinvolge nella sua attività professionale, il valutatore può prevedere anche un "riesame" della sua valutazione sia da parte di altri valutatori professionisti che di esperti in altri campi professionali come per esempio quello legale piuttosto che fiscale, al fine di ottenere un giudizio imparziale, attendibile e autorevole.

Tutto questo dovrà essere frutto di una specifica conoscenza delle metodologie estimative standard apprese attraverso corsi universitari, corsi professionali di formazione ad hoc per l'acquisizione delle nozioni della materia e, inoltre, attraverso continui aggiornamenti in rapporto all'evoluzione del quadro scientifico-tecnologico del settore.

Quindi il valutatore immobiliare deve possedere anche conoscenze economico-estimative come economia immobiliare, pianificazione territoriale, contabilità, matematica finanziaria, ecc. che, assieme all'applicazione di standard di riferimento relativi a metodologie applicative riconosciute, gli saranno utili per effettuare stime di immobili e/o prendere decisioni di investimento immobiliare nel rispetto della qualità della prestazione professionale.

2.2.1 Il valutatore immobiliare e gli standards internazionali

L'*International Valuation Standards "White Book"* (IVS) dell'IVSC, nel panorama degli Standards, rappresentano un riferimento comune per tutti gli standards regionali e nazionali applicabili in tutto il mondo ivi incluso i paesi in via di sviluppo che, a loro volta, vedasi gli EVS in Europa (così come gli USPAP negli USA), si legano ad un sistema regionale e sono principalmente composti da Regolamenti e Direttive della Comunità Europea.

Mentre l'IVS richiama nel "*Code of Conduct*"⁸¹ la preparazione del valutatore e i precetti di condotta etico-deontologica, gli EVS entrano nel tema in modo specifico distinguendo fra "*Valutatore Qualificato*" e "*Valutatore Certificato*"⁸² e, prendendo in considerazione il mutuo riconoscimento del valutatore europeo, richiedono specifiche competenze sia per valutatori di valutazioni aziendali⁸³ che di beni immateriali⁸⁴.

Da segnalare che ultimamente l'International Valuation Professional Board (IVPB)⁸⁵ ha disposto, grazie a Brian Glanville e David Faulkner, una nuova bozza del codice deontologico dopo che sono stati analizzati attentamente codici simili in uso a livello mondiale⁸⁶ e riferiti sia ad organizzazioni del settore della valutazione che non.

⁸¹ International Valuation Standards, Eighth Edition, 2007

⁸² EVS - Fifth Ed., Standard 2: The Qualified Valuer, S2.05 – Appendix 2, A2.04 Minimum Requirements of the Certification Body for its Candidates

⁸³ EVS - Fifth Ed., Guidance Note 7: Business Valuations

⁸⁴ EVS - Fifth Ed., Guidance Note 8: Valuations of Intangible Assets

⁸⁵ Vedi rif. al Capitolo 1, Paragrafo 1.2 Mappatura degli standards internazionali ed europei

⁸⁶ Minutes of the International Valuation Professional Board, Madrid 05/11/2009

Gli EVS (così come gli IVS) non distinguono fra valutazione e consulenza immobiliare mentre invece l'Appraisal Institute, con gli Standards dell'USPAP e dell'Australian Property Institute,⁸⁷ trattano la consulenza immobiliare separatamente; questo è dovuto al differente approccio della normativa europea sulla consulenza poiché considerata come attività ausiliare per tipiche attività che generalmente non sono autonomamente regolate.

In Europa è da segnalare il forte contributo da parte di TEGoVA che si è attivata sulla certificazione professionale ai fini della Euronorm EN45013⁸⁸ e sull'obbligatorietà di una garanzia sui rischi professionali garantiti da una polizza assicurativa a carico del valutatore.

TEGoVA, a seguito del "Green Paper" della CE nel 2005 e delle relative osservazioni sul "Feedback on the Consultation on the Green Paper on Mortgage Credit" nel maggio 2006, viene indicata come il soggetto di riferimento Europeo per l'adozione e l'armonizzazione degli standards internazionali dell'IVSC e del riconoscimento della figura del Valutatore Qualificato.

Mentre RICS⁸⁹, che è anche "*full member*" di TEGoVA per il Regno Unito, oltre a essere la fonte primaria degli standard professionali con le migliori pratiche di orientamento e commento di tutti i membri RICS sulle valutazioni, dispone i principi che disciplinano la professione del valutatore e il rispetto non solo del regolamento dell'albo ma anche dei relativi valori etici.

Riporto alcuni elementi cardini per la RICS che sono ad esempio l'onestà; l'essere aperti e trasparenti nei rapporti professionali; essere responsabili delle proprie azioni; conoscere e agire entro i propri limiti; essere obiettivi in ogni situazione; dare il buon esempio; avere il coraggio professionale di prendere posizione; il rispetto delle leggi e dei regolamenti; evitare i conflitti d'interesse; rispettare la riservatezza; ecc.

Un valutatore dovrebbe stimare ad una data di riferimento, con metodi comparativi e sulla base delle evidenze che il mercato rende disponibili, quello che in quella data il mercato pagherebbe.

⁸⁷ Per le tre citate Organizzazioni Vedi rif. al Capitolo 1, Paragrafo 1.2 Mappatura degli standards internazionali ed europei

⁸⁸ *Il credito ipotecario nell'UE*, Commission of the European Communities, Bruxelles, 19.7.2005

⁸⁹ Vedi rif. al Capitolo 1, Paragrafo 1.2 Mappatura degli standards internazionali ed europei

Ma il valutatore potrebbe anche non essere in condizione di cogliere appieno l'entità attuale e prospettica di una correzione per esempio agli yield e/o ai valori di mercato perché, a causa del persistere dell'inattività del mercato immobiliare, si ritrova in carenza di recenti transazioni significative concluse.

“ [...Omissis...].....è utile, se non addirittura essenziale, per comprendere la valutazione, che il rapporto contenga un'indicazione della certezza del valutatore nei confronti dell'opinione valutativa offerta, soprattutto se il livello di incertezza è elevato.”⁹⁰

RICS individua i principali casi in cui può insorgere l'incertezza e che si ripercuotano sui vari giudizi del valutatore che poi saranno inseriti nel rapporto valutativo:

-- *Tipologia o ubicazione della proprietà*

(immobili di tipo insolito a seguito della collocazione e/o caratteristiche e quindi non facilmente commerciabili e di conseguenza con pochi dati comparabili a seguito di bassa domanda potenziale);

-- *Limitazioni in merito alle richieste di informazioni o alle informazioni fornite*

(il valutatore dispone di informazioni insufficienti perché limitate dal cliente oppure per circostanze che nascono dalla valutazione);

-- *Metodi di valutazione*

(per esempio le valutazioni basate sui flussi di cassa futuri presunti possono condizionare le assunzioni del processo di previsione);

-- *Valore atteso*

(a seconda delle assunzioni formulate, ad esempio con una potenziale trattativa in corso o con un cambio di destinazione più proficuo, si possono avere differenze significative);

-- *Variazioni della legislazione*

(i valori possono essere influenzati da una prevista legislazione o da contenziosi in attesa di giudizio);

-- *Instabilità del mercato*

⁹⁰ RICS, 2006

(recessioni o crisi politiche possono avere un effetto improvviso e rilevante sui mercati e quindi i dati di una valutazione effettuata in questi periodi possono essere incerti, incompleti o contraddittori).

Nei casi di incertezza il valutatore comunque si baserà su evidenze ed analisi del mercato in cui si ritrova alla data di valutazione, su osservazioni circa l'andamento delle trattative in corso, su monitorizzazioni circa la differenza tra il prezzo richiesto e quello offerto (quali immobili sono sul mercato, da quanto tempo, ecc.) e infine su controlli circa il comportamento dei mercati locali e/o in altri paesi.

2.2.2 Il valutatore immobiliare in Italia

Nel nostro Paese le valutazioni immobiliari sono accessibili sia alle professioni tecniche, delle quali ne sono rappresentativi i geometri, gli architetti, gli ingegneri, gli agronomi, sia alle professioni economico-giuridiche come quella dei commercialisti e degli avvocati oppure agli operatori del real estate come gli agenti immobiliari, promotori, investitori.

Quindi non esiste in Italia un albo professionale specifico per i valutatori immobiliari.

Comunque per l'Italia si prodiga in tale direzione, in qualità di "full member" di TEGoVA, l'IsIVI "Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare" partecipando a diverse consultazioni pubbliche e evidenziando la necessità professionale dettata dagli standard EVS anche nella valutazione degli asset dei fondi immobiliari e di altri strumenti finanziari che siano collegati a beni immobiliari; ma evidenzia rapporti di collaborazione anche con la nota Associazione internazionale l'Appraisal Institute americana e con riferimenti alle linee guida degli standards USPAP.

L'IsIVI, con l'oramai convinzione che la globalizzazione dei mercati e i sempre più rilevanti interessi bancari e finanziari di natura internazionale richiedono un'armonizzazione delle metodologie e delle procedure di stima in base a standards internazionali e europei, indica anche per l'Italia la necessaria opera di

orientamento dei processi di valutazione verso modelli di trasparenza, qualità e nuova professionalità riconosciuti a livello europeo.

I valutatori immobiliari dell'IsIVI devono osservare e rispettare le seguenti norme deontologiche:

“ 1. *Riservatezza e rapporto fiduciario: sono obbligati a trattare tutti i documenti e le informazioni con la massima riservatezza ed ad usare le informazioni esclusivamente per la valutazione che essi stanno preparando.*

2. *Obiettività: sono obbligati a preparare le valutazioni in maniera oggettiva e non preconcetta, al meglio delle loro conoscenze e delle loro convinzioni.*

3. *Imparzialità ed indipendenza: sono obbligati a preparare le valutazioni con imparzialità ed indipendenza di giudizio. Devono garantire che, anche se operanti su incarico retribuito, essi non siano soggetti a disposizioni sul contenuto della valutazione che possano limitare la loro imparzialità e la loro indipendenza di giudizio.*

4. *Competenza e professionalità: sono obbligati ad accettare unicamente quegli incarichi per i quali essi abbiano, oltre alle necessarie conoscenze tecniche, una adeguata competenza ed esperienza, integrate da un opportuno aggiornamento.”*⁹¹

L'IsIVI evidenzia che comuni norme deontologiche, qualificate e riconosciute dagli EVS di TEGoVA a livello europeo e con valutatori dotati di adeguata esperienza e, soprattutto, con la tutela di una polizza assicurativa per la responsabilità civile su rischi professionali che copra i danni di una eventuale loro erronea valutazione, potrebbero portare ad una maggiore tutela del mercato immobiliare.

Anche Tecnoborsa, con il “Codice delle Valutazioni Immobiliari”⁹², dà le proprie linee guida con il *Codice Etico-Deontologico del Valutatore*⁹³ allineato con le best practices internazionali.

Con il Codice Etico-Deontologico si vuole mettere le basi affinché “[...Omissis...] le valutazioni siano eseguite da organizzazioni attendibili ovvero da valutatori competenti e onesti, indipendenti e senza interessi

⁹¹ Norme deontologiche per i valutatori immobiliari IsIVI – www.isivi.it

⁹² Vedi il sottoparagrafo 1.2.1 Gli standards e la valutazione immobiliare in Italia

⁹³ Capitolo 11

configgenti, i cui Rapporti di valutazione devono essere chiari, univoci, e contenenti tutti gli elementi essenziali per la corretta interpretazione della valutazione stessa.”⁹⁴ e la parte che riguarda i “ Rapporti con il Committente “ evidenzia che:

“ -- Il rapporto con il Committente è di natura fiduciaria e deve essere improntato alla massima lealtà, chiarezza e correttezza.

-- Il valutatore è tenuto al segreto professionale; non può quindi, senza esplicita autorizzazione della Committenza, divulgare quanto sia venuto a conoscenza nell’espletamento delle proprie prestazioni professionali.

-- Il valutatore deve definire preventivamente e chiaramente con il Committente i contenuti ed i termini dell’incarico professionale.

-- Il valutatore è compensato per la propria attività valutativa equamente, sulla base di una libera predeterminazione del corrispettivo con il Committente; nel caso in cui sussistano tariffe predefinite dagli Ordini o Collegi, che costituiscono minimi inderogabili, è tenuto a rispettare tali indirizzi, fatte salve le eccezioni previste dalla legge.

-- Il valutatore non può accettare da terzi compensi diretti o indiretti oltre a quelli dovuti dal Committente senza comunicarne a questi la natura, il motivo e l’entità, ed averne ricevuto autorizzazione scritta alla riscossione.

*-- Il valutatore è tenuto ad informare il Committente in tutti i casi di potenziale conflitto di interesse, ovvero nelle circostanze in cui l’attività svolta possa ingenerare sospetti di parzialità professionale o di violazione di norme etico deontologiche.”*⁹⁵

Le “Linee Guida per la Valutazione Immobiliare” redatto da Nomisma e IPD (Investment Property Databank)⁹⁶, rimarca la necessità di uniformare la prassi valutativa e di regolamentare le “condizioni di incarico” del valutatore facendo riferimento alla EVS 2003 “Blue Book” e alla RICS- Royal Institute of Charter Surveyors “Red Book”.

⁹⁴ Codice delle Valutazioni Immobiliari, Cap. 11, par. 1.1

⁹⁵ Codice delle Valutazioni Immobiliari, Cap. 11, dal par. 4.5 al par. 4.10

⁹⁶ Vedi il sottoparagrafo 1.2.1 Gli standards e la valutazione immobiliare in Italia

2.3 La lettera d’incarico

Il rapporto di un valutatore con il proprio committente è di natura fiduciaria e l’espletamento delle relative prestazioni professionali da parte del valutatore devono essere formalizzate in una lettera di incarico che abbia contenuti e termini ben definiti.

Mentre gli standards dell’IVS non trattano questo argomento TEGoVA con il suo *European Valuation Standards “Blue Book”* (EVS), dedica allo Standard 3 le *“Conditions of Engagements”* riportando le linee guida e gli elementi principali di una lettera di incarico relativa ad una valutazione.

Le linee guida dell’EVS, a differenza degli IVS, trattano specificatamente dei profili di responsabilità del valutatore che si discostano dagli standards, poiché il sistema giuridico europeo ha la possibilità di una certa omogeneità circa la responsabilità contrattuale e/o extracontrattuale che derivi da illeciti per negligenza e/o per colpa.

Con il *“Blue Book”*, EVS rimarca l’importanza di formalizzare una lettera di incarico che contenga accordi chiari e inequivocabili poiché rappresenta uno strumento legale che autorizza il valutatore alle varie fasi del processo valutativo fino al conseguente rilascio del rapporto di valutazione.

Un incarico che deve essere redatto e sottoscritto prima che il rapporto di valutazione sia eseguito ma soprattutto che si rilevi *“The Importance of Clear and Unambiguous Conditions in Writing”*⁹⁷; concetti che emergono anche sulle valutazioni relative a garanzie bancarie e strumenti finanziari garantiti da beni e/o ipoteche⁹⁸.

I valutatori devono garantire la loro competenza dimostrando le relative qualifiche professionali e inoltre devono adoperarsi affinché, qualsiasi eventuale causa che dia adito a presunte mancanze o inadeguatezze che ostacolino l’esecuzione del mandato, possa essere risolta o comunque resa nota.

La lettera di incarico dovrà contenere termini che non siano ambigui, che considerino tutti gli elementi che corrispondono alle esigenze del cliente, che

⁹⁷ EVS Fifth Ed., Standard 3: Conditions of Engagement, S3.01

⁹⁸ EVS Fifth Ed., Standard 6: Conditions of Engagement, S6.21

non si creino condizioni che vanno incontro a potenziali conflitti di interesse e che rispettino tutte quelle norme dettate sia dalla relativa disciplina legislativa che quella deontologica.

Le eventuali limitazioni e/o deroghe richieste dal cliente dovranno risultare nella lettera di incarico senza creare aree di incertezze o equivoci per non rischiare di ottenere una valutazione fuorviante e/o confusa per il suo utilizzatore.

Viene indicato anche uno specimen generale della lettera di incarico adattabile alle varie circostanze ma con un doveroso rimando agli eventuali limiti imposti dalla legislazione di ogni nazione che ne regola la responsabilità professionale.⁹⁹

Sulla responsabilità professionale gli standards EVS impongono al valutatore una polizza assicurativa obbligatoria,¹⁰⁰ specialmente nel caso di valutazioni per fini ipotecari o garanzie bancarie che sono le aree a maggior rischio di contenzioso e dove le differenti categorie di terreni e/o edifici impongono altrettante differenti modalità di valutazione.

Fra questi casi è da rilevare l'importanza della polizza per quella categoria di immobili per investimenti che generano reddito e che sono valutati individualmente ma, nel caso di portafogli immobiliari, può essere eseguita una valutazione addizionale per rilevare la differenza fra il valore minimo e il valore massimo della vendita degli immobili nel portafoglio e, questa differenza, dovrà essere dichiarata dal valutatore.

Per la RICS, *Royal Institution of Chartered Surveyors*, quanto sopra rientra nei casi che definisce “*Special assumptions*” e se emergono motivazioni da considerare non realistici il valutatore deve rinunciare all'incarico.¹⁰¹

I casi che rientrano fra le “*speciali assunzioni*” sono molteplici ma quelli legati a valutazioni con informazioni limitate o a problematiche commerciali di proprietà che non possono liberamente o adeguatamente essere vendute con il rischio di “*vendite forzate*”, trovano specifici riferimenti sul *modus operandi* da parte del valutatore sia con il Blue Book di EVS che con il Red Book di RICS.

⁹⁹ EVS Fifth Ed., Standard 3: Summary of What Must be Included in the Conditions of Engagement, S3.06; Appendix 5: Model Conditions of Engagement and Valuation Check List

¹⁰⁰ EVS Fifth Ed., Standard 6: Other Responsibilities and Obligations of the Valuer, S6.19

¹⁰¹ *Red Book*, PS 2.2, Commentary 3.

Quindi, il contenuto di una lettera di incarico necessita di parti fisse e di parti variabili a seconda delle esigenze e dei requisiti del cliente che, soprattutto, va guidato nella scelta della consulenza che possa essere più adatta sia alla circostanza individuata che nello stilare una checklist di punti da esaminare per eventualmente rilevare tutte quelle assunzioni che potrebbero condizionare e/o influenzare il processo valutativo.

I principali elementi dell'incarico riguardano:

- n l'identità del cliente, il/i motivo/i della valutazione o perizia richiesta e la data a cui fa riferimento la valutazione (o la perizia) la quale, deve al massimo coincidere o essere antecedente a quella del rapporto di valutazione;
- n l'oggetto e il relativo diritto reale di ciò che deve essere valutato corredato di tutti gli aspetti sia tecnici che economici;
- n la capacità e il livello di conoscenza del valutatore che giustifichi di poter essere in grado di fare tale valutazione; il/i criterio/i di valutazione da adottare e l'applicazione o meno degli standards;
- n la/le valuta/e che esprimerà/esprimeranno la valutazione e il relativo rapporto di cambio nel caso in cui la valuta sia diversa rispetto alla valuta del paese dove è ubicato il/i bene/i valutato/i;
- n le eventuali assunzioni compreso quelle speciali e quindi le eventuali restrizioni o le particolari direttive;
- n l'elenco di quelle eventuali indagini che il valutatore dovrà effettuare al fine di evitare malintesi;
- n il consenso o meno alla divulgazione e la previsione di un reciproco obbligo di riservatezza;
- n i limiti o le esclusioni di responsabilità del valutatore sia relativamente a parti diverse del cliente che circa la responsabilità da risarcimento da valutazioni e/o consulenze connesse; quindi scelta della giurisdizione competente, di leggi applicabili piuttosto che di clausole arbitrali;
- n la base per il calcolo del compenso, il criterio e il relativo importo della remunerazione a seguito del tempo impiegato, i costi e le spese che occorrono in relazione all'incarico;
- n la dichiarazione di conformità.

Infine un valutatore può essere interpellato per il riesame di una valutazione di un'altro valutatore e questo, nel caso di richiesta di eventuali opinioni e/o giudizi che possano arrecare danni alla reputazione del precedente valutatore, non può essere fatta prima che siano stati valutati e fatte tutte quelle usuali ricerche su quei beni che precedentemente sono stati valutati e, tutto ciò, dovrà essere specificato nella lettera d'incarico.

Questo paragrafo in relazione all'argomento di ricerca di questo lavoro trova spunti di riflessione su quanto ebbe ad evidenziare l'Is.I.V.I. "Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare" nel 2004 che, con le sue osservazioni al documento di consultazione al Regolamento Consob n. 11971 al punto 3.4 "Trasparenza sui contenuti dell'incarico al valutatore" e riferito alla allora proposta di regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia,¹⁰² osservava che "[...Omissis...] l'inserimento della lettera di incarico nella relazione di stima può essere un ulteriore elemento di trasparenza."

2.4 L'Esperto Indipendente e la SGR

Possiamo dire che l'elemento essenziale su cui si basa il valore di mercato è il principio di ordinarietà per il quale, tutti i soggetti coinvolti nella transazione immobiliare, dispongono di una adeguata capacità di svolgere il proprio ruolo ed operare in modo razionale perseguendo ciascuno il proprio interesse ma con l'esplicito intento di concludere la transazione.

In base a tale principio possiamo individuare un risultato di valore/redditività immobiliare che sia razionalmente accettabile sia per chi vende che per chi investe e/o finanzia.

L'individuazione di questo valore/redditività deve fondarsi sul prevedibile futuro andamento delle variabili economico-finanziarie (inflazione, tassi, ecc.), su una realistica analisi del rischio immobiliare specifico dell'investimento e su un equilibrato rapporto tra equity e debito.

¹⁰² Cfr. Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005

Soprattutto nelle fasi di turbolenza del mercato, quando si registrano transazioni immobiliari a condizioni sensibilmente al di fuori dell'“area di convergenza” dei comportamenti razionali ed ordinari degli operatori, queste transazioni esprimono sicuramente un prezzo, ma molto probabilmente non un valore.

Oramai è accertato che la base per qualsiasi tipo di stima, oltre che funzionale all'assunzione di decisioni in tema di risparmio e di investimento, è rappresentata dalla rilevazione di dati di mercato affidabili, dettagliati e obiettivi.

Ma per la realtà immobiliare italiana, nella quale tradizionalmente perdurano le difficoltà nella rilevazione dei prezzi effettivamente contrattati e, nel reperimento delle informazioni in un mercato dove non esistono banche dati dei prezzi immobiliari così aggiornate alle quali attingere per le valutazioni immobiliari, si individua spesso una figura che rappresenta più un “*rilevatore di dati*” mentre invece, la figura di un professionista che possiede una qualificazione specialistica è quella del “*valutatore immobiliare indipendente*”.

“*Per perito indipendente si intende una persona che possiede le necessarie qualifiche, capacità ed esperienza per effettuare la valutazione [...Omissis...]*”, così la Banca d'Italia¹⁰³ definisce la figura del valutatore indipendente.

Di conseguenza, per interpretare tempi e modalità di investimento, remuneratività dei beni, aspettative degli investitori, strumenti urbanistici sempre più sofisticati e quant'altro possa condizionare e/o qualificare il valore, occorre il supporto di professionisti e/o organizzazioni di professionisti che siano indipendenti, specializzati e qualificati.

In questi ultimi anni, nel settore immobiliare italiano e in quello europeo è sempre più richiesta la specializzazione professionale di questi professionisti anche in rapporto all'unificazione delle normative europee e all'integrazione del mondo finanziario con quello immobiliare (Fondi Immobiliari, SiiQ, IAS/IFRS, BASILEA 2, ecc.).

Il valore degli immobili rappresenta la quasi totalità dell'attivo e del patrimonio di società immobiliari quotate, di fondi immobiliari, di SiiQ e il tema delle

¹⁰³ Circolare n. 263/2006

valutazioni si dimostra delicato, complesso e quindi assume maggiore rilievo la garanzia sulla terzietà del valutatore.

Ruolo attribuito agli Esperti Indipendenti ai quali deve pesare la responsabilità della divulgazione di un rapporto valutativo con un reporting di dati che dovrebbe conferire trasparenza ed affidabilità all'informativa di mercato.

Non esistendo in Italia un albo degli Esperti Indipendenti e quindi una categoria professionale specifica per tali ruoli nel sistema delle valutazioni immobiliari,¹⁰⁴ l'attività di valutazione cade anche in questo caso sulle diverse categorie professionali (architetti, ingegneri, geometri, periti, dottori commercialisti, agronomi) che troviamo sia in forma societaria che non e quindi con profili organizzativi diversi.

Si è espresso in tal senso l'Is.I.V.I. , Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare e membro dell'organizzazione europea della TEGoVA, con l'Osservazione al Documento di Consultazione “Reg.to CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 in materia di emittenti”.¹⁰⁵

Il documento di questa Osservazione si è indirizzato prevalentemente sull'argomento che riguarda i fondi immobiliari e, fra i vari punti rilevati abbiamo il nr. 3.0 con “*La figura e la scelta dell'esperto valutatore indipendente*”, i cui capisaldi sono:

- “ -- *la professionalità del valutatore;*
- *i limiti dell'“indipendenza” del valutatore debbono essere esplicitati per la tutela dell'investitore;*
- *trasparenza sulla scelta del valutatore;*
- *trasparenza sui contenuti dell'incarico al valutatore.”*

2.4.1 Ruoli e vincoli normativi

Il mercato italiano del risparmio gestito si è sviluppato rapidamente arricchendosi continuamente di nuovi strumenti di investimento che oggi

¹⁰⁴ La Consob si è solo pronunciata per l'istituzione di un albo speciale con regole ad hoc

¹⁰⁵ Il 5 Luglio 2004

consentono, di fatto, sia all'investitore privato che all'investitore istituzionale, di potere accedere praticamente a qualunque strumento finanziario e, attraverso i fondi comuni di investimento, anche il singolo risparmiatore può facilmente investire in qualunque tipologia di azienda, bene o Paese.

Con il Testo Unico sulla Finanza (TUF) il fondo comune è definito “*il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte; il patrimonio del fondo, sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote;*”¹⁰⁶

Inoltre sia i fondi aperti che i fondi chiusi sono stati ulteriormente suddivisi in fondi riservati a investitori qualificati e fondi destinati al pubblico risparmio (c.d. fondi retail).¹⁰⁷

I fondi comuni immobiliari¹⁰⁸ sono strumenti finanziari che consentono agli investitori, attratti dall'investimento in immobili, in diritti reali di godimento sugli stessi e in partecipazioni in società immobiliari,¹⁰⁹ di avere un investimento di lungo periodo con maggiore diversificazione e minori costi rispetto ad un investimento immobiliare diretto ma anche con una maggiore liquidabilità soprattutto in caso di quotazione in borsa.

Si caratterizzano, come tutti i fondi comuni, per il frazionamento in quote di uguale valore, per il suo specifico regolamento che prevede anche la particolare disciplina del rapporto contrattuale di partecipazione e poi per la gestione in monte del proprio patrimonio da parte di un intermediario specializzato; sono istituiti da una Società di Gestione del Risparmio (SGR) che ne è la promotrice e possono essere gestiti dalla stessa oppure da un'altra SGR.

La SGR attraverso i suoi organi societari assume le scelte d'investimento o disinvestimento come pure la gestione degli strumenti finanziari acquisiti per

¹⁰⁶ D.lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58 e s.m., art. 1, comma 1, lettera j)

¹⁰⁷ TUF e D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m.

¹⁰⁸ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m., art 12-bis

¹⁰⁹ Partecipazioni in società di capitali che svolgono attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e gestione di immobili. Tutto ciò entro 24 mesi dall'avvio dell'operatività del fondo: non inferiore ai 2/3, percentuale ridotta al 51% qualora il patrimonio del fondo sia investito in misura non inferiore al 20% del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare. (D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m., art 12-bis)

conto del Fondo che, dal punto di vista giuridico, al pari dei fondi mobiliari è un patrimonio autonomo, privo di personalità giuridica e di propri organi.

Infatti la SGR è “[...*Omissis...*] *la società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio;*”¹¹⁰ cioè quel servizio “[...*Omissis...*] *che si realizza attraverso:*

- 1) *la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d’investimento e l’amministrazione dei rapporti con i partecipanti;*
- 2) *la gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l’investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili*”.¹¹¹

Quanto sopra significa che, a differenza della precedente disciplina¹¹², qualsiasi SGR può gestire e promuovere fondi immobiliari, i quali, tra le innovazioni più significative apportate dalla nuova normativa annoverano:

- n la possibilità di procedere a una pluralità di emissioni di quote da parte del fondo;
- n la possibilità di conferire al fondo beni in natura e di costituire fondi ad apporto *privati* in deroga alle disposizioni sul conflitto di interessi;
- n l’ampliamento della possibilità di ricorso all’indebitamento del fondo;
- n la possibilità di istituire fondi c.d. *semiaperti*.¹¹³

La sottoscrizione delle quote di un fondo immobiliare può essere effettuata oltre che in denaro anche mediante conferimento di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, questo è possibile sia in sede di costituzione del fondo che successivamente.¹¹⁴

Se la sottoscrizione avverrà tramite conferimento di beni è previsto che il fondo immobiliare debba acquisire un’apposita relazione di stima elaborata da Esperti

¹¹⁰ TUF , art.1, comma1, lettera o)

¹¹¹ TUF , art.1, comma1, lettera n)

¹¹² L. 25 gennaio 1994 n. 86

¹¹³ La disciplina prevede che la SGR, in coincidenza con le nuove emissioni e la medesima frequenza, procedere al rimborso anticipato delle quote di partecipazione; V. D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m., art 14, comma 6-bis

¹¹⁴ Tutto ciò deve essere previsto dal Regolamento del Fondo –V. D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m., art 12-bis, comma 3

Indipendenti e “[...Omissis...] in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell’atto...[...]... Il valore attestato dalla relazione di stima non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento;”¹¹⁵ e inoltre, “acquisire la valutazione di un intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione in relazione all’attività di sollecitazione all’investimento svolta dal fondo medesimo. Detta valutazione può essere predisposta dal soggetto incaricato della stima di cui alla lettera a) del presente comma nel caso in cui questi possieda i necessari requisiti professionali.”¹¹⁶

Il fondo non può investire in beni che, direttamente o indirettamente, siano ceduti o conferiti da un socio amministratore della SGR oppure direttore generale piuttosto che sindaco della stessa ma, tali divieti, vengono meno nei confronti dei soci della SGR subordinatamente a particolari cautele.

Una cautela degna di nota è che l’intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione del fondo, [...Omissis...] non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente;¹¹⁷ inoltre, soprattutto per quel che riguarda questo lavoro, si evidenzia che “i beni acquistati o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti aventi i requisiti previsti dall’articolo 17 del presente regolamento”.¹¹⁸

L’importanza del ruolo delle Sgr è fondamentale e, quindi, è d’obbligo per coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo “[...Omissis...] possedere i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza stabiliti dal Ministro dell’economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d’Italia e la Consob”;¹¹⁹ ne consegue che “le Sgr devono:

a) operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell’interesse dei partecipanti ai fondi e dell’integrità del mercato;

¹¹⁵ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m., art 12-bis, comma 3, lettera a)

¹¹⁶ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m., art 12-bis, comma 3, lettera b)

¹¹⁷ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m., art 12-bis, comma 4, lettera e)

¹¹⁸ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m., art 12-bis, comma 4, lettera c)

¹¹⁹ TUF, Parte II, Titolo I, Capo II, Art. 13

b) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr;

c) adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti ai fondi; disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.”¹²⁰

Il Regolamento della Banca d'Italia e della Consob, adottato ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis del TUF, disciplina congiuntamente e con specifico regolamento:

- i requisiti generali di organizzazione;
- le procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento e delle attività di investimento, nonché della gestione collettiva del risparmio;
- la gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti;

tutto ciò è solo una parte di quelle disposizioni che prevedono fondamentalmente obblighi di supervisione strategica e di gestione da parte degli organi della SGR.

Quindi, per una maggiore tutela di coloro che investono in fondi comuni immobiliari è altrettanto determinante una corretta valutazione dei relativi *asset* e, su questo tema, il Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 dispone i “*Criteri di valutazione del patrimonio del fondo e calcolo del valore della quota*”.¹²¹

La Consob vigila l'operatività della SGR fra cui “[...*Omissis...*] *l'obbligo di assicurare che la gestione di portafogli si svolga con modalità aderenti alle specifiche esigenze dei singoli investitori e che quella su base collettiva avvenga nel rispetto degli obiettivi di investimento dell'Oicr;*”¹²²

Inoltre dispone, a seguito del Regolamento recante norme di attuazione del TUF, le regole in materia di processo decisionale di investimento e, nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le SGR devono operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti del fondo

¹²⁰ TUF, Parte II, Titolo III, Capo II, Art. 40

¹²¹ Titolo V, Capitolo IV

¹²² TUF, Parte II, Titolo I, Capo I, Art.6

immobiliare; di assicurarsi che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente e in conformità degli obiettivi della politica di investimento e dei rischi specifici del fondo come indicati nel prospetto informativo; di astenersi da comportamenti che possano avvantaggiare un patrimonio gestito a danno di un altro o di un cliente.¹²³

Particolari disposizioni riguardano i fondi di tipo chiuso dove le SGR:

- definiscono e aggiornano un piano revisionale patrimoniale, economico e finanziario, coerente con la durata del fondo e con le condizioni di mercato;
- valutano le operazioni selezionate in considerazione delle opportunità e dei rischi complessivi da esse derivanti;
- effettuano le attività di *due diligence* eventualmente connesse alle operazioni prima di disporre l'esecuzione.¹²⁴

A seguito di quanto sopra si evince l'importanza e la delicatezza del compito del valutatore professionista che, in qualità di Esperto Indipendente assume un suo ruolo dove, il TUF, lo prevede oltre che all'art. 6¹²⁵ anche all'art. 37,¹²⁶ da cui sarà adottato il relativo Regolamento attuativo con l'onere di osservare tutte quelle cautele “[...*Omissis...*] con particolare riferimento all'intervento di esperti indipendenti nella valutazione dei beni, nel caso di cessioni o conferimenti di beni al fondo chiuso effettuati dai soci della SGR o dalle società facenti parte del gruppo cui essa appartiene, comunque prevedendo un limite percentuale all'ammontare del patrimonio del fondo, e nel caso di cessioni dei beni del fondo ai soggetti suddetti”.

In tale contesto il Regolamento attuativo ha disciplinato, con gli articoli 17 e 18 del D.M. nr. 228 del 24 maggio 1999 e s.m. e integrazioni, le figure degli Esperti Indipendenti specificando già al primo comma che possono essere sia persone fisiche che persone giuridiche.¹²⁷

¹²³ V. Delibera Consob n. 16190/07, art. 65

¹²⁴ V. Delibera Consob n. 16190/07, art. 67

¹²⁵ Già l'art. 6, comma 1), lettera c), numero 5 del TUF dispone in merito che “*Per la valutazione di beni non negoziati in mercati regolamentati, la Banca d'Italia può prevedere il ricorso a esperti indipendenti e richiederne l'intervento anche in sede di acquisto e vendita dei beni da parte del gestore.*”

¹²⁶ Comma 2, lettera b)

¹²⁷ Titolo IV (Valutazione di beni), comma 1

Gli Esperti Indipendenti devono essere prima di tutto in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza come previsto per gli esponenti aziendali delle SGR¹²⁸ ed essere iscritti ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l' idoneità ad effettuare valutazioni tecniche od economiche dei beni in cui è investito il fondo.¹²⁹

I CdA delle SGR possono affidare incarichi a queste figure professionali anche per valutazioni su singoli beni e, nel caso in cui l'incarico sia affidato a Esperti Indipendenti persone giuridiche, questi non possono far parte del gruppo della SGR.¹³⁰

Inoltre gli Esperti Indipendenti persone giuridiche devono avere una struttura organizzativa adeguata all'incarico che intendono assumere e aver previsto, nell'oggetto sociale, la valutazione dei beni che sono oggetto di investimento del fondo.¹³¹

Gli Esperti Indipendenti, in relazione ai beni che si prestano a poter valutare, dovranno astenersi da qualsiasi valutazione e darne tempestiva comunicazione alla SGR, nel caso in cui vengano individuati conflitti di interessi.

L'incarico di Esperto Indipendente non può essere conferito nei seguenti casi:

- a) *siano soci, amministratori o sindaci della SGR che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR, ovvero lo siano stati nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;*
- b) *siano legati alla SGR che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero lo siano stati nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;*
- c) *siano parenti o affini entro il quarto grado dei soci, degli amministratori, dei sindaci o dei direttori generali della SGR che*

¹²⁸ TUF, Parte II, Titolo I, Art. 13

¹²⁹ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m. e integrazioni, art 17, comma 4

¹³⁰ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m. e integrazioni, art 17, comma 5 come definito ai sensi dell'art. 11, com. 1, lett. a) del TUF

¹³¹ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m. e integrazioni, art 17, comma 6, lettera a) e lettera b)

conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR;

*d) si trovino in una situazione che può compromettere comunque l'indipendenza nei confronti della SGR che conferisce l'incarico.*¹³²

Se i succitati casi emergono durante lo svolgimento dell'incarico, l'Esperto Indipendente dovrà tempestivamente renderlo noto alla SGR la quale, entro trenta giorni dalla comunicazione, dovrà revocare l'incarico dandone comunicazione sia alla Banca d'Italia che alla Consob.

Per i fondi istituiti con beni immobili e/o diritti apportati dallo Stato e/o enti pubblici nonché da società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti,¹³³ la SGR si avvale per la valutazione dei relativi conferimenti di un Esperto Indipendente persona giuridica oppure di un collegio di almeno tre Esperti Indipendenti se persone fisiche.

L'incarico ad un Esperto Indipendente non può avere una durata superiore ai tre anni e alla scadenza può essere rinnovabile una sola volta;¹³⁴ la SGR comunicherà alla Banca d'Italia i nominativi degli Esperti Indipendenti designati e questo vale anche in caso di revoca degli stessi e per la relativa sostituzione.

Il CdA della SGR, dovendo provvedere periodicamente alla valutazione del patrimonio del fondo sia per la rendicontazione annuale che per la relazione semestrale,¹³⁵ si avvale così di Esperti Indipendenti i quali, entro trenta giorni dalla data di riferimento della valutazione del fondo, dovranno presentare una relazione di stima dei relativi cespiti indicando “[...*Omissis*...]...*la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili facenti parte del patrimonio del fondo nonché di quelli posseduti dalle società immobiliari controllate dal fondo*”;¹³⁶ qualora la SGR intenda discostarsi dalle stime deve comunicare le proprie motivazioni agli stessi.

¹³² D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m. e integrazioni, art 17, comma 8, lettera a), b), c), d)

¹³³ Previsti dall'art. 14-bis della Legge n. 86 del 25 gennaio 1994

¹³⁴ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m. e integrazioni, art 17, comma 10 e 11

¹³⁵ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m. e integrazioni, art 2

¹³⁶ Provvedimento Banca D'Italia del 14 aprile 2005, titoloV, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 4

Inoltre gli Esperti Indipendenti ricevono anche richieste di giudizi di congruità, corredati di relazione analitica contenente i criteri seguiti, sul valore di quei beni che la SGR intende vendere nella gestione del fondo.

Il costo complessivo dei compensi dovuti per le attività di valutazione risulta a carico del fondo e deve essere commisurato all'impegno e alla professionalità richiesta per lo svolgimento dell'incarico ma, nel caso di fondi ad apporto pubblico e con riferimento alle valutazioni iniziali dei beni immobili apportati, viene previsto un compenso massimo pari allo 0,6 per mille del minore valore tra quello attribuito dal conferente e quello risultante dalla valutazione.¹³⁷

Alla luce di quanto evidenziato si denota la centralità della figura dell'Esperto Indipendente che, nonostante le analisi sulla disciplina che ne puntualizza sia gli aspetti pratici che giuridici, non toglie comunque l'altrettanta centralità del ruolo della SGR circa il processo di valutazione del patrimonio dei fondi che la stessa gestisce.

Su questo punto è chiaro il Provvedimento della Banca d'Italia quando, premettendo che la finalizzazione della valutazione dei beni del fondo è quella di avere una situazione patrimoniale corretta, “ *[...Omissis...]..A tal fine, la SGR [...] si dota di strumenti informativi, risorse tecniche e professionali e procedure, anche di controllo interno che [...] assicurino costantemente una rappresentazione fedele e corretta del patrimonio del fondo.*”¹³⁸

La disciplina rinforza tale ruolo della SGR con il Regolamento della Banca d'Italia e della Consob ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis, del TUF precisando che “ *nel caso in cui la SGR o la SICAV si avvalga di consulenti nelle decisioni di investimento concernenti proprie attività di gestione, essa mantiene la capacità di valutare le indicazioni ricevute.*”¹³⁹

¹³⁷ D.M. 24 maggio 1999 n. 228 e s.m. e integrazioni, art 18

¹³⁸ Provvedimento Banca D'Italia del 14 aprile 2005, titoloV, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 1, Sottopar. 1.1

¹³⁹ Parte 5, Titolo II, Capi I, Art. 35, comma 2

2.4.2 Forme organizzative degli Esperti Indipendenti

Come già accennato, in Italia non esiste un albo specifico dei valutatori e quindi, anche gli “*Esperti Indipendenti persone fisiche*” sono professionisti che operano nel settore delle valutazioni immobiliari ma con alle spalle una conoscenza specifica che trae origine o da professioni tecniche come quella dei geometri, architetti, ingegneri, agronomi oppure economico-giuridiche come quella dei commercialisti, avvocati o, ancora, con altre figure inserite nell’operatività del real estate come quella degli agenti immobiliari dove, con ulteriori corsi e riconoscimenti di formazione professionale, ne danno la relativa qualifica.

Molte di queste figure sono professionisti che si evidenziano con un curriculum di alto profilo non solo sotto l’aspetto professionale ma anche accademico e questo ne avvalora ulteriormente il loro brand; possono far capo ad uno studio guidato da un professionista con più anni di esperienza e che può trasferire a tutti i colleghi associati quel know-how che serve per specializzarsi nel settore.

Più studi associati possono anche formare un Gruppo e quindi un network di professionisti indipendenti che lavorano in reciproca e stretta collaborazione ma conservando la propria identità e operando in autonomia; tutto ciò ha così il vantaggio che il cliente può essere seguito da un responsabile locale e, contemporaneamente, beneficiare di tutto il know-how del network.

Spesso tali studi professionali si affiancano a società di servizi per ampliare l’offerta sul mercato delle valutazioni immobiliari con studi di fattibilità, due diligence immobiliari, property management e agency.

Mentre invece gli “*Esperti Indipendenti persone giuridiche*” sono società italiane o internazionali organizzate con strutture modulari che si basano non solo sull’attività valutativa ma anche su un ampio know-how sia per ogni tipo di attività immobiliare che per il supporto all’utilizzo di ulteriori attività e servizi complementari come la locazione e la gestione diretta degli asset, il finanziamento, consulenze nel planning strategico, nella ricerca, ed altri ancora.

In genere operano attraverso un *team* di professionisti che hanno diverse competenze sia tecniche, con profili specialistici che riguardano l’architettura, l’urbanistica e quella ingegneristica, che economiche e legali.

I supporti principali di queste società sono:

- analizzare l'investimento immobiliare nelle sue diverse componenti e individuare i possibili scenari di valorizzazione del bene immobile analizzando le potenziali fattibilità di complesse operazioni immobiliari;
- i servizi di consulenza strategica relativi alle attività di investimento, gestione strategica e dismissione di asset immobiliari e/o portafogli immobiliari;
- attività di servizi per l'erogazione di mutui, per l'analisi dei non performing loan e/o delle operazioni di leasing;
- fornire i tradizionali servizi di valutazione mediante l'applicazione di consolidate metodologie e l'utilizzo di standard internazionali che siano universalmente condivisi; questa attività si rivolge soprattutto all'ampia domanda della consulenza immobiliare che va dal piccolo imprenditore al grande investitore e ai promotori del settore;
- la gestione organica di un immobile o di un intero patrimonio immobiliare attraverso la progettazione, la pianificazione, l'organizzazione, il coordinamento, la direzione, l'esecuzione e il controllo di tutte quelle attività necessarie per la relativa conoscenza e gestione degli stessi;
- la manutenzione e conduzione di un immobile o di un intero patrimonio immobiliare con il relativo inventario e archiviazione;
- la due diligence sia documentale che tecnica;
- studi di fattibilità e business plan;
- acquisizioni e/o dismissioni sia di beni privati che pubblici;
- consulenza ai fondi immobiliari;
- attività di intermediazione che è volta a curare la promozione e la compravendita di immobili in Italia e all'estero comprendendo servizi di analisi e studi di mercato, gestione dei frazionamenti e preparazione di unità oggetto di commercializzazione.

All'insegna dell'indipendenza offrono la loro consulenza anche con gruppi di lavoro omogenei mettendola a disposizione del mercato per fini patrimoniali, per fini assicurativi, per fini gestionali, per fini IAS-IFRS, per l'assistenza di scelte strategiche e nel rispetto degli standards internazionali sia etici che deontologici.

Alcune di queste strutture sono quotate in borsa e il loro staff può essere formato anche da diverse migliaia di professionisti che operano sparsi nelle varie città

del mondo a raccogliere le esigenze dei clienti nel mercato immobiliare sia ad uso residenziale, commerciale, ricettivo che industriale.

Infine, queste società si adoperano anche per assumere e formare i migliori talenti del settore e garantire loro la necessaria preparazione, riconoscendone il valore e favorendone la capacità di instaurare con i clienti relazioni durature basate sulla qualità e professionalità del servizio.

Nonostante le vicende nel settore immobiliare e finanziario i dati stanno dimostrando che i volumi di valutazioni sono in aumento e le società del settore preferiscono creare rapporti di collaborazione, per singoli incarichi e con vincoli di esclusiva, anche con professionisti presenti e conosciuti sul territorio nazionale.

I processi legati all'evoluzione degli scenari immobiliari sta comunque approfondendo e consolidando le best practices internazionali in un contesto sempre più interattivo.

2.5 Conclusioni

L'unificazione delle normative europee impongono l'acquisizione di nuove competenze con l'integrazione di quelle maturate individualmente nella prassi professionale e le valutazioni immobiliari in Italia, come in Europa, stanno cercando sempre più di adeguarsi alle linee guida degli Standard Internazionali di Valutazione (IVS).

Da modelli estimativi soggettivi, empirici e argomentativi, difficilmente dimostrabili e basati esclusivamente sull'esperienza, si passa a modelli estimativi scientifici e dimostrabili basati su una puntuale conoscenza del mercato immobiliare locale e su procedimenti valutativi matematici e ripercorribili, tali, da consentire lo sviluppo di rapporti di valutazione riesaminabili nel tempo così come previsto dagli standard internazionali di valutazione.

Il mercato immobiliare è condizionato dai rischi del settore, dal costo del denaro, dai fondamentali macroeconomici e dalle leve finanziarie aumentando oltremodo le possibilità che si creino aree di incertezza fra i valutatori.

Sicuramente serve una banca dati immobiliare che possa consentire uno sviluppo trasparente del mercato immobiliare basandosi sulla raccolta di informazioni che derivino da rilevatori competenti, qualificati ma anche su una metodologia che sia neutrale e finalizzata ad un'archiviazione di elementi utili per statistiche, indici e studi da utilizzare per qualsiasi tipo di decisione sia in campo economico che estimativo.

Per questo la definizione e la qualificazione della figura del Valutatore Immobiliare Indipendente può risultare strategica per una maggiore garanzia della crescita di un mercato trasparente e di qualità al fine di favorire lo sviluppo economico del Paese e della Società.

Affinché il mercato dei fondi immobiliari possa avere un pieno sviluppo è auspicabile che in Italia sia adottato un comune “linguaggio” per tutti gli operatori e adeguate “linee guida” per ottenere valutazioni immobiliari trasparenti, complete, oggettive e verificabili anche a posteriori.

Solo così i vari processi decisionali nella gestione di un fondo immobiliare troveranno maggiore corrispondenza ai principi della disciplina del settore.

La riconosciuta “centralità” di alcune tipiche variabili qualitative (qualità professionale, risorse e competenze degli esperti valutatori, barriere normative...) non ha però fino ad ora trovato un'adeguata rispondenza per una comune visione nella struttura di Esperti Indipendenti in chiave unitaria e nell'attuale sistema dei fondi immobiliari.

Comunque, a seguito delle varie disposizioni giuridiche e regolamentari si evince che il ruolo della SGR deve essere anche quello di decidere autonomamente ma con precisi obblighi, sul contributo professionale che gli Esperti Indipendenti, con i loro processi valutativi, gli sottopongono; quindi, la responsabilità sul risultato sia dei processi valutativi che sulle dinamiche che intercorrono con gli Esperti Indipendenti sono a carico della SGR che, nei confronti degli investitori dei fondi immobiliari dovrà, a seguito del mandato di gestione assunto darne la relativa contezza.

Capitolo Terzo

Il processo di selezione degli Esperti Indipendenti nelle SGR in Italia: analisi delle evidenze empiriche

3.1 Introduzione

Lo sviluppo di questo percorso si inserisce in una corrente di approfondimenti e studi che in questi ultimi tempi hanno generato tematiche di dibattito sia su quanto concerne l'importanza di una valutazione oggettiva e indipendente che sui rapporti che intercorrono tra le SGR e gli Esperti Indipendenti.

Sia le indagini conoscitive da parte delle Autorità di vigilanza che le riflessioni e raccomandazioni da parte delle Associazioni del settore, hanno sensibilizzato i principali attori del Sistema alimentando l'interesse all'approfondimento sul ruolo dell'Esperto Indipendente.

La crescita di interesse su questa tema è da attribuire alla rilevanza sugli effetti della crisi della finanza immobiliare causati dalla crisi del mercato dei mutui "sub-prime" del 2007 e con ripercussioni a livello internazionale; un processo inarrestabile sia nel mondo finanziario che immobiliare dove oramai i due mercati, legati da una marcata correlazione, hanno generato la finanza immobiliare.

Nonostante le ripercussioni negative nel settore della gestione del risparmio collettivo, la categoria dei fondi immobiliari ha riscontrato una crescita sia del patrimonio che del volume delle attività rispettivamente del 6,1% e del 10,7% alla fine del 2008 e del 1,9% e del 6,4% su base annua alla fine del primo semestre 2009.¹⁴⁰

¹⁴⁰ Fonte Rapp. Sem. di Assogestioni, 2009

Ma il lungo ciclo immobiliare positivo ha anche contribuito a trascurare la misura del rischio nell'investimento immobiliare e le Autorità di vigilanza hanno ritrovato un maggiore interesse ad approfondire le dinamiche gestionali delle SGR specializzate nel settore.

La disponibilità di dati affidabili, il reperimento dei valori effettivi riferiti al mercato immobiliare e la definizione dell'evoluzione storica degli stessi, rappresenta un elemento imprescindibile specie in periodi con particolari fasi congiunturali di transizione come per esempio quella attuale.

Da parte delle Autorità di vigilanza c'è l'esigenza di conoscere le fasi di valutazione degli asset dei fondi immobiliari e i relativi processi decisionali soprattutto a seguito delle relazioni di stime predisposte dagli Esperti Indipendenti e alle procedure che portano le SGR ad interagire con queste figure professionali.

Il diverso background professionale dei soggetti coinvolti, la complessità che le SGR affrontano nelle loro eventuali definizioni preventive per l'attribuzione dei risultati attesi nei progetti di investimento, l'obbligo della rendicontazione periodica e infine i beni immobili che sono oggetto di investimenti nel fondo immobiliare e che si riferiscono a beni non negoziati in mercati regolamentari con prezzi non desumibili da listini ufficiali, contribuiscono all'indagine conoscitiva da parte delle Autorità di vigilanza, sui potenziali rischi a cui potrebbero andare incontro gli investitori.

Il sistema necessita di Esperti Indipendenti capaci di offrire un servizio di due diligence tecnica e di poter misurare il grado di rischio di un investimento immobiliare che sia in funzione non solo di una corretta valutazione degli asset del patrimonio di un fondo immobiliare ma, soprattutto, deve rappresentare la probabilità di perdita del denaro investito che rappresenta un presupposto essenziale per la tutela degli investitori.

Questa ricerca è il risultato della volontà e curiosità di indagare ed analizzare, soprattutto sul campo, il modus operandi in Italia delle Società di Gestione del Risparmio (SGR) che gestiscono fondi comuni immobiliari, tenendo presente che il relativo contenuto deve essere interpretato in relazione al periodo in cui è stato redatto.

L'analisi non corrisponde alla verifica degli elementi professionali tipici di un "valutatore immobiliare" e nel ruolo di Esperto Indipendente per la valutazione degli asset di un fondo immobiliare ma, in particolare, è stata orientata verso quell'insieme di parametri, informazioni, caratteristiche, analisi quantitative e qualitative, motivazioni e assunzioni intraprese dalle SGR per arrivare, soprattutto, alle relative decisioni che portano alla nomina di queste figure professionali a cui dare il relativo incarico.

Lo scopo è quello di rilevare eventuali zone grigie che possono essere generate da eventuali incompletezze e/o opacità di quei contenuti esplicitabili nel sistema dei processi di selezione della "*figura professionale*" dell'Esperto Indipendente (E.I.) e poter fornire un contributo a possibili soluzioni e/o ridimensionamenti delle relative problematiche.

L'attenzione sul tema si è gradualmente ampliata comprendendo anche tutte quelle possibili e ulteriori informazioni avute direttamente da chi, all'interno di ogni SGR, sono riconosciuti autorevoli e attendibili operatori per l'applicazione di una reale o presunta procedura per la selezione degli Esperti Indipendenti ma giudicata idonea dal proprio CdA, secondo le proprie logiche ed i propri obiettivi, pur in presenza di asimmetria giuridica in merito.

L'indagine sulle procedure di selezione degli Esperti Indipendenti è, quindi, il volano dell'interesse che muove questo lavoro con particolare riguardo alle dinamiche endogene che portano alla nomina di queste figure professionali esterne nonché alle interazioni fra i relativi attori del sistema.

Dai meccanismi e strumenti legali e con un'indagine teorica ed empirica, vengono rilevati e analizzati tutti gli elementi ritenuti fondamentali, tipici, indispensabili, irrinunciabili ma anche quelle asimmetrie informative e quelle imperfezioni che caratterizzano il sistema ampliando l'attenzione a tutte quelle eventuali soluzioni suggerite dall'analisi teorica e dalla pratica operativa.

In base alle tre domande di ricerca formulate, tutto ciò ha portato al risultato di poter fare le debite riflessioni sia per quanto riguarda i criteri utilizzati per la scelta che per la relativa selezione e valutazione di un Esperto Indipendente; inoltre sono state esaminate quelle motivazioni per cui la SGR decida

eventualmente di discostarsi dalle valutazioni fornite da queste “figure professionali”.

Con il terzo capitolo si entra in merito a ciò che concerne l’analisi empirica sul processo di selezione degli Esperti Indipendenti nelle SGR Immobiliari italiane.

Un paragrafo viene dedicato sia alla metodologia utilizzata che alla descrizione del campione di analisi utilizzato per l’analisi empirica.

I risultati delle evidenze empiriche vengono relazionati in uno specifico paragrafo suddividendoli in cinque punti di analisi, a cui verrà dedicato rispettivamente uno specifico sottoparagrafo, che risponderanno alle tre domande di ricerca.

Quindi questo capitolo riporta un’indagine pensata con lo scopo di svolgere una ricognizione empirica del ruolo dell’Esperto Indipendente che viene selezionato e del ruolo delle società di gestione in Italia, ponendo l’attenzione sui risultati di un’indagine fatta direttamente sul campo e con interviste telefoniche.

Indagine realizzata personalmente e con l’utilizzo di un questionario che avesse un profilo basato soprattutto su una attenta analisi di quali sono le figure, nell’organigramma della SGR, che determinano i parametri con i relativi criteri di scelta, il percorso di selezione fino ad arrivare alla scelta finale della nomina dell’Esperto Indipendente.

Con un paragrafo delinea sia la metodologia che l’universo campionario corrispondente a tutte quelle SGR con fondi immobiliari che risultavano nel Rapporto del primo semestre 2009 di Assogestioni/IPD.

Con questo universo campionario ho potuto estrarre un campione, con le sue unità di osservazione, su cui poter concentrare l’analisi.

E’ stato possibile rilevare il 100% delle unità di osservazione dall’universo campionario ottenendo così il massimo della significatività statistica del campione.

Con il successivo paragrafo creo cinque punti di analisi, rispettivamente con un sottoparagrafo dedicato, dove vengono illustrati, assieme ai relativi grafici, i risultati delle risposte alle domande aperte e/o chiuse del questionario utilizzato per l’intervista.

Infine le implicazioni e le riflessioni sui punti di analisi con un ulteriore paragrafo, per poi terminare con le relative conclusioni su tutta l'analisi empirica con spunti di ricerca e approfondimenti.

3.2 Metodologia e descrizione del campione

Questo lavoro, da un punto di vista metodologico, ha incontrato non poche difficoltà nella determinazione e costituzione del campione di analisi.

Gli operatori istituzionali che operano nella gestione del risparmio attribuiscono, in sintonia con coloro a cui rilasciano incarichi professionali, un elevato valore alla confidenzialità dei contenuti delle loro metodologie e dei relativi processi operativi interni.

Riterrei definire fisiologico che, nella maggior parte dei casi, sia stata avvertita fin da subito una certa riluttanza di tali soggetti verso quelle indagini che sono dirette ad un approfondimento conoscitivo del loro *modus operandi* e, in particolare, a tutte quelle azioni che sottendono procedure che però non sono definibili come tali poiché non risultano ufficialmente formalizzate.

Tutto ciò è riscontrabile sul tema delle procedure e relativi criteri di selezione di candidati professionisti, come gli Esperti Indipendenti, con situazioni ancora più evidenti nel caso di gestori di fondi comuni quotati in un mercato regolamentato. L'indagine ha dovuto anche fronteggiare la mancanza di qualsiasi rilevazione realizzata prima in Italia sullo stesso argomento anche se oramai il mercato delle SGR che gestiscono fondi immobiliari ha superato la fase embrionale sia per quanto riguarda la diffusione di strutture proposte che hanno portato al consolidamento del fenomeno (v. Assogestioni), sia per quanto riguarda l'esplicito riconoscimento della società di gestione del risparmio da parte della comunità economica e politica.

Relativamente alla metodologia di campionamento, ho dovuto prendere atto dell'indisponibilità di dati completi, sia in Italia che negli altri paesi, relativi

all'universo di riferimento poiché non disponibili fonti informative adeguate in tal senso.

Comunque, al fine di formare in modo rappresentativo un universo campionario verso cui rapportarsi e dal quale estrarre il campione su cui concentrare l'analisi, ho deciso di prendere come fonte di riferimento il Rapporto Semestrale di Assogestioni dei fondi immobiliari italiani partendo dal primo semestre 2008 continuando, con successivi aggiornamenti, fino al Rapporto del primo semestre 2009 compreso.

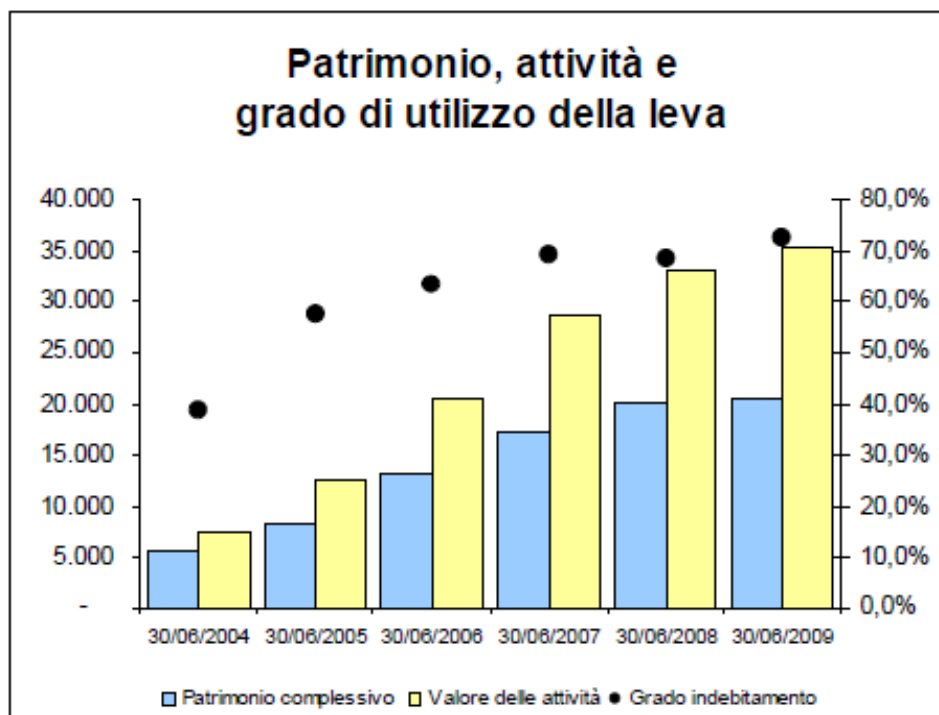
Quest'ultimo Rapporto Semestrale evidenzia che nel 2009 è continuata una crescita dell'industria dei fondi immobiliari sia per quanto riguarda il patrimonio con un 1,9% su base annua (b.a.) che di volume delle attività con un 6,4% su b.a.; tutto ciò nonostante la nota crisi dei mercati finanziari e le ripercussioni nel settore del real estate.

Per una mappatura più completa sui componenti dell'insieme dell'universo campionario e al fine di trarne elementi di riflessione utili per il processo di questo lavoro, è stato necessario rilevare e analizzare ulteriori dati sempre forniti dal Rapporto di Assogestioni/IPD.

Al 30 giugno 2009 i fondi immobiliari censiti da Assogestioni/IPD sono 143 di cui in particolare:

- 18 fondi retail con 3.834,8 milioni di euro di patrimonio costituiti in modo ordinario;
- 6 fondi retail con 2.010,7 milioni di euro di patrimonio costituiti mediante apporto;
- 13 fondi riservati con 1.555,2 milioni di euro di patrimonio costituiti in modo ordinario;
- 106 fondi riservati con 13.044,9 milioni di euro di patrimonio costituiti mediante apporto.

L'81% dei fondi hanno fatto ricorso, con l'utilizzo della leva, a operazioni di finanziamento per incrementare le attività investite e portare, alla fine del primo semestre, il totale attività pari a 35.353,7 milioni di euro mentre il totale del patrimonio a 20.445,6 milioni di euro.



Fonte: Assogestioni

I 143 fondi coinvolgono un totale di 26 società di gestione con 22 SGR che hanno per oggetto esclusivo l'istituzione di fondi chiusi immobiliari e 4 SGR che istituiscono e gestiscono anche fondi immobiliari aperti; inoltre 12 SGR istituiscono sia fondi immobiliari retail che riservati; 12 SGR solo fondi immobiliari riservati e 2 SGR solo fondi immobiliari retail.

Ulteriori analisi portano a ritenere che il totale delle SGR con solamente fondi immobiliari retail non evidenzia un sottoinsieme rilevante sia in termini di totale attivo che di numero di SGR rispetto all'universo campionario.

Considerando invece il numero totale delle SGR che hanno comunque fondi retail sono 14 e con un totale attivo di 28.084,2 mln di euro (compreso i fondi riservati) che incide sull'universo campionario rispettivamente il 53,85% e il 79,44%.

Mentre il numero totale delle SGR che hanno solamente fondi immobiliari riservati sono 12 con un totale attivo di 7.269,5 mln di euro e un'incidenza sull'universo campionario rispettivamente del 46,15% e del 20,56%.

Altrettanto utile considerare che i fondi delle prime tre società di gestione detengono rispettivamente il 34,3% del totale patrimonio delle 26 SGR, il 39,6% del totale attività delle 26 SGR e il 23.1% del totale dei fondi immobiliari.

Assogestioni si affaccia sull'intero sistema italiano dei fondi immobiliari concretamente attivi ed è, pertanto, rappresentativo della popolazione potenzialmente oggetto di analisi sia per numero, tipologia che quote di mercato. Inoltre l'Associazione, nelle sue pubblicazioni periodiche a carattere non solo statistico e prese dalla comunità scientifica a supporto dell'analisi teorica, utilizza per la loro elaborazione le informazioni ed i dati provenienti direttamente dai suoi associati.

Da evidenziare che il dato relativo alle SGR aderenti ad Assogestioni, nonostante ne raccolga la maggioranza, sicuramente non fornisce un valore preciso circa la reale numerosità totale delle società di gestione con fondi immobiliari presenti in Italia poiché non tutte le SGR sono operative e, come pure, non sono contemplate quelle SGR non associate.

Il campione è stato ottenuto contattando telefonicamente e/o via e-mail le SGR associate ad Assogestioni, richiedendo la disponibilità a rilasciare informazioni a mezzo di un'intervista.

Le SGR manifestando il loro interesse ma, soprattutto accogliendo la disponibilità ad essere intervistati, sarebbero diventate le unità di osservazione per la costituzione del campione definitivo.

Il risultato finale è stato quello di aver potuto intervistare tutte le SGR censite da Assogestioni nel Rapporto del primo semestre del 2009, costituendo così un campione di 26 unità di osservazione che rappresentano il 100% dell'universo campionario e quindi il totale del patrimonio e delle attività gestite pari a 35.353,7 mln di Euro dei 143 fondi immobiliari presenti.

La significatività statistica del campione è stata quindi ampiamente rispettata contribuendo ad aumentare l'utilità dei risultati ottenuti da questa indagine empirica.

Non è possibile riportare l'elenco dei nominativi degli intervistati poiché le interviste sono state rilasciate a condizione che le informazioni fossero pubblicate in modo anonimo e che i dati fossero trattati in modo aggregato.

Comunque mi sono orientato su uno standard di risorsa che, conseguentemente al ruolo e/o funzione oppure a seguito di incarichi dal CdA della SGR era direttamente a conoscenza, oppure ne era parte integrante, di tutte quelle azioni che hanno portato alla selezione di un Esperto Indipendente.

La struttura delle interviste prevedeva che le prime due domande rilevassero l'eventuale esistenza di particolari deleghe da parte del principale organo collegiale, il CdA, per la redazione dei criteri di scelta degli Esperti Indipendenti ma anche conoscere se la relativa preferenza era indirizzata verso E.I. persone fisiche oppure verso persone giuridiche e con le relative peculiarità che li differenziava.

La maggior parte delle altre domande si ponevano l'obiettivo di rilevare informazioni sui criteri, modalità e procedure relative alla selezione dei candidati E.I. fino a rilevare l'eventuale esistenza di particolari procedure da parte del CdA circa le valutazioni, dopo l'incarico, sul loro operato professionale e l'analisi di potenziali scostamenti rispetto alle valutazioni attese. Nel corso della conversazione telefonica si ponevano in totale 17 quesiti e ognuno di questi, a seconda della risposta, poteva portare ad ulteriori domande a completamento del quesito principale.

Questa strategia ha dato esito positivo perché ha, diciamo, attenuato il disagio che poteva nascere all'interlocutore intervistato a causa delle quasi 20 "sottodomande" a cui andava incontro oltre ad "eventuali note" e/o "commenti". Quindi, non si sono verificati casi in cui sono presenti risposte mancanti o incomplete e gli stessi interlocutori hanno contribuito ad approfondire il contenuto informativo ed il ventaglio delle opzioni di scelta predefinite.

Per tutti i soggetti costituenti il campione, la metodologia di indagine è stata quella dell'intervista diretta telefonica ed ogni intervista ha avuto una durata da un minimo di 15-20 minuti fino ad un massimo di circa 30 minuti a seconda del maggiore o minore interesse che coinvolgeva l'intervistato ad interloquire nelle varie fasi dell'intervista.

3.3 Punti di analisi e risultati delle evidenze empiriche

Per una maggiore semplificazione della rappresentazione dei dati raccolti dal campione, la ricognizione di tutti quei elementi utili agli aspetti di interesse della ricerca, il relativo esame ed i commenti delle principali evidenze empiriche fanno riferimento ai seguenti *punti di analisi* che riproducono la struttura utilizzata nella tenuta dell'intervista alle SGR:

- 1) Le fasi e i ruoli principali per la procedura di selezione dell'Esperto Indipendente da parte della SGR;**
- 2) Definizione ex-ante dei parametri che contraddistinguono l'Esperto Indipendente "tipo" e gli elementi cardini che la SGR rileva nella selezione;**
- 3) Le ulteriori valutazioni e il numero dei potenziali candidati Esperti Indipendenti ammessi;**
- 4) Valutazione finale e relativo incarico all'Esperto Indipendente;**
- 5) Incidenza del potere decisionale del CdA sulle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente.**

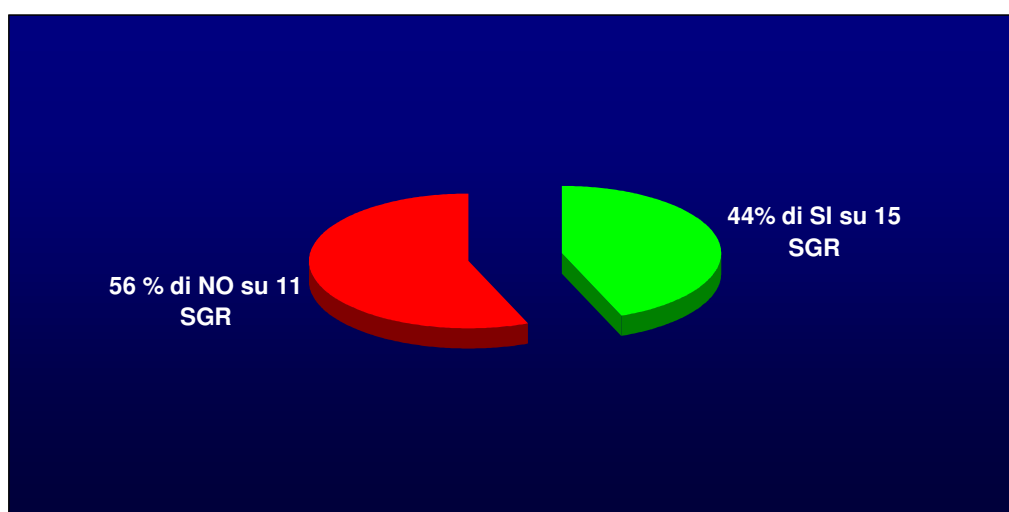
I grafici, che esprimono sinteticamente i dati sia in termini di punti percentuale sul Totale Attività che sul numero delle SGR del Campione, saranno commentati e riportati nei paragrafi successivi.

3.3.1 Le fasi e i ruoli principali per la procedura di selezione dell'Esperto Indipendente da parte della SGR

Questo punto di analisi dell'intervista prevede quattro domande di cui: tre domande chiuse [a), b), d)] con possibilità di rispondere "SI" oppure "NO" e una domande aperta [c)]; inoltre, con una delle domande chiuse e in caso di risposta affermativa, l'intervistato viene invitato a fornire altre utili informazioni con una specifica domanda aperta.

Dalla **Domanda a)** il rilascio o meno di particolari deleghe da parte del CdA per redigere criteri e procedure per la selezione degli Esperti Indipendenti e, nel caso di risposta affermativa il rilevamento a quale figura dell'organigramma.

Grafico 1. (sul totale della numerosità campionaria)



Questa domanda ha fatto evidenziare, con un 56% e nr. 11 SGR, una preminenza in termini di punti percentuali sul totale delle Attività Gestite sull'assenza di *particolari deleghe* da parte del CdA; mentre invece gli altri intervistati hanno risposto "SI" con una percentuale minore sul totale delle Attività Gestite (il 44%) ma con un numero di SGR maggiore (15 SGR) rispetto a chi ha risposto di "NO".

Quindi i primi sono numericamente meno ma sul mercato incidono di più sia come Patrimonio Netto che Attività Gestite e viceversa (v. Grafico 1).

Al maggior numero degli intervistati una domanda così specifica e diretta, soprattutto con riferimento ai termini "*particolari deleghe per redigere i criteri di scelta*", ha fatto riflettere e in alcuni casi è stata posta una contro domanda prima di esprimersi.

In buona sostanza nella quasi totalità dei casi il termine "*delega*" era un termine improprio perché sottintendeva un atto formale che trasferiva funzioni da parte di un organo superiore (CdA) ad un organo subordinato.

Quindi questo termine, inserito nella domanda non casualmente, ha provocato una serie di considerazioni affinché non ci fossero eventuali equivoci alla risposta data.

Molte SGR che hanno risposto di “NO” a questa domanda potrebbero così aver eliminato sul nascere qualsiasi eventuale dubbio interpretativo mentre invece, molte di quelle che hanno dato risposta affermativa, hanno volutamente specificare che non trattasi di “*una delega*” bensì di “*un incarico*”, di “*un mandato*”.

Questi incarichi e/o mandati non sono ufficializzati e, nella maggior parte dei casi, vale anche per le procedure di selezione.

Alcune SGR hanno completato la loro risposta precisando l’assenza di criteri precostituiti e inoltre i risultati ottenuti dai relativi incarichi e/o mandati non sono vincolanti per il CdA.

A seguito della risposta affermativa è stato chiesto a queste SGR e con una domanda aperta, quale sia la figura dell’Organigramma a cui si dà incarico per tale funzione.

Qui sono state riportate quelle figure più comuni nel sistema e con funzioni che, nell’Organigramma di una SGR si contraddistinguono sia per ruolo che per responsabilità, tenendo presente che sono state anche maggiormente menzionate nelle interviste all’universo campionario:

- n il Responsabile alla Gestione dei Fondi (per semplicità: ResGF) ;
- n il Direttore Generale (DG) ;
- n il Fund Manager (FM) ;
- n il Comitato Investimenti (C.In.) ;
- n il Comitato Consultivo (C.C.) .

Completo con alcune note il quadro di queste figure coinvolte:

-- alcune di queste figure coadiuvano tra di loro o direttamente con l’Amministratore Delegato, oppure rispettano una loro gerarchia interna ma con i relativi avalli sull’operato per poi giungere a quello definitivo del CdA ;

-- altre figure rilevate in qualche intervista non vengono menzionate poiché in numero esiguo ma nonostante ciò, avendo funzioni simili alle figure succitate, trovano comunque collocazione nelle stesse a seguito di ruoli fondamentalmente comparabili;

-- altro motivo per cui non viene specificato il nome di altre figure rilevate dall'intervista nasce, data l'unicità dei termini utilizzati per individuare tali ruoli, dal diminuire le possibilità che una SGR si riconosca in tale riferimento;

-- infine è da segnalare che in seno al Comitato Investimenti piuttosto che al Comitato Consultivo sono comunque presenti membri del CdA e/o membri nominati dal CdA.

Dalla **Domanda b)** *se la procedura per la nomina di un Esperto Indipendente viene eseguita in modo indipendente o meno per ogni fondo immobiliare della SGR.*

In questo caso non c'è necessità di grafici perché il 100% dell'universo campionario ha risposto di "SI".

Questo a dimostrazione che non sono state rilevate da parte degli intervistati elementi di distinzione circa i criteri e relative procedure di nomina di un E.I. da fondo immobiliare a fondo immobiliare.

Dalla **Domanda c)** *a quali figure dell'Organigramma della SGR viene dato l'incarico di valutare e selezionare l'Esperto Indipendente.*

A seguito di questa domanda le SGR non indicano nuove figure rispetto a quelle menzionate con la succitata Domanda a) ma si evince una non univocità sia nelle procedure che del relativo coinvolgimento delle varie figure dell'Organigramma.

Per non rendere dispersivo il risultato di questa delicata analisi ho dovuto creare quattro gruppi che potevano essere le procedure più rappresentative di un così variegato panorama operativo che mi si è presentato (v. Grafico 2).

Il primo gruppo è stato dedicato al CdA, la figura più importante e rappresentativa dell'Organigramma della SGR che, con il nr. di 5 SGR e l'11% sul totale Attività Gestite, segue direttamente la valutazione e la selezione dei candidati Esperti Indipendenti.

Il secondo gruppo raccoglie quattro delle cinque figure più rappresentative individuate alla succitata Domanda a) che sono: il Direttore Generale (DG), il Responsabile Gestione Fondi (ResGF), il Comitato Investimenti (C.In.) e il Fund Manager (FM).

Queste figure portano avanti la valutazione e la selezione dei candidati E.I. singolarmente oppure di concerto e/o con il supporto di una o più figure citate in

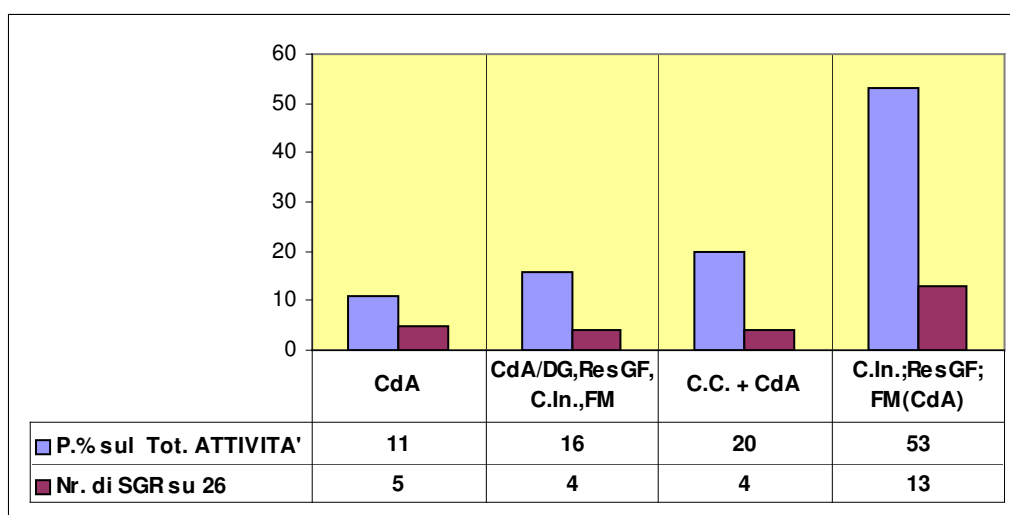
questo gruppo ma con il sovrano avallo delle varie fasi procedurali da parte del CdA.

Per semplicità sul grafico si contraddistingue con il gruppo “CdA/DG,ResGF,C.In,FM” rappresentando il 16% del totale delle Attività Gestite con quattro SGR dell’universo campionario.

Il terzo gruppo comprende solo il Comitato Consultivo (C.C.) che assieme al CdA si occupano della valutazione e della selezione dell’E.I. rappresentando così il 20% del totale delle Attività Gestite con quattro SGR; per semplicità è indicato sul grafico con “C.C. + CdA”.

Il quarto gruppo è composto da tre delle cinque figure più rappresentative alla succitata Domanda a) che sono: il Comitato Investimenti (C.In.), il Responsabile Gestione Fondi (ResGF) e il Fund Manager (FM).

Grafico 2. (sul totale della numerosità campionaria)



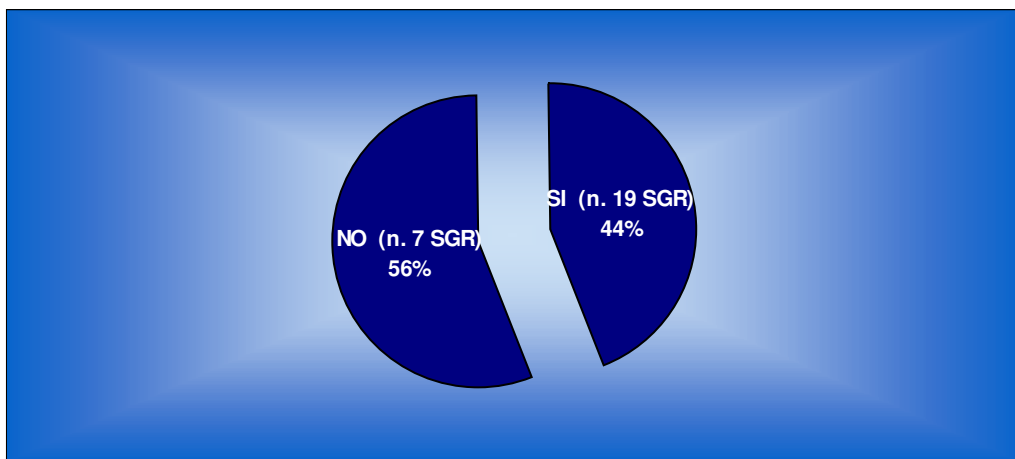
Queste figure portano avanti la valutazione e la selezione dei candidati E.I. in prevalenza singolarmente o al massimo con il solo supporto di una o più figure citate in questo gruppo riportando i risultati della valutazione e della selezione alla conoscenza del CdA il quale, a detta degli intervistati, non interferisce durante le relative fasi ma si “limita” a confermare o meno il relativo risultato. Per inciso, sempre a detta degli intervistati, non ci sono stati casi in cui non è stata accettata la valutazione e/o la selezione da parte di queste figure incaricate; per semplicità è indicato sul grafico con il gruppo “C.I.;ResGF;FM(CdA)” dove

volutamente è stato inserito un segno di interpunzione per dividere le tre figure e il CdA all'interno delle parentesi affinché non fosse confuso, nella sua funzione, con la rappresentazione del secondo gruppo succitato.

Questo quarto e ultimo gruppo ha comunque dimostrato di essere quello più rappresentativo perché all'universo campionario occupa ben la metà del numero delle intervistate con tredici SGR e si conferma tale anche sul totale delle Attività Gestite con il 53%.

Dalla **Domanda d)** *se i candidati per la selezione dell'Esperto Indipendente debbono presentarsi per un colloquio preliminare.*

Grafico 3. (sul totale della numerosità campionaria)



Le risposte a questa domanda evidenziano la prevalenza del “NO” sul totale delle Attività Gestite con un 56% e solo su 7 SGR mentre invece, 19 SGR con il 44% sul totale di Attività Gestite preferisce fare un colloquio preliminare con i candidati Esperti Indipendenti (v. Grafico 3).

Durante l'intervista è emerso che le motivazioni principali per richiedere un colloquio preliminare possono essere:

- n la necessità di fare le dovute presentazioni per reciprocamente conoscersi;
- n anticipare la motivazione dell'incarico fornendo anche informazioni utili sul fondo immobiliare magari con una nota esplicativa e il regolamento del fondo, così da metterli in condizione di fare una congrua proposta economica sui relativi costi;

n nel caso di E.I. persone giuridiche vengono richieste informazioni su quali saranno le competenze dei componenti del *team* che si dedicherà alla SGR.

Mentre invece le SGR che non optano per il colloquio preliminare motivano questa decisione con il fatto che è tale la notorietà di questi candidati E. I. che non necessitano di informazioni preliminari.

Sicuramente 7 SGR che incidono con il 56% di Attività Gestite dimostrano un certo “*peso*” nel loro mercato di riferimento e quindi sono note più di altre; questo può far desumere che la ricerca di candidati E.I. è più volutamente indirizzata verso player che hanno un *brand* che li contraddistingue più di altri perché favorisce una naturale e reciproca conoscenza di tutte quelle informazioni ufficiali che si ritengono inizialmente utili allo scopo.

3.3.2 Definizione ex-ante dei parametri che contraddistinguono l’Esperto Indipendente “tipo” e gli elementi cardini che la SGR rileva nella selezione

Riguarda il profilo generale e le competenze che contraddistinguono l’Esperto Indipendente “tipo” per una SGR che gestisce fondi immobiliari.

Il campione è stato stratificato in base alla scelta, da parte della SGR, di un Esperto Indipendente organizzato come professionista persona fisica piuttosto che in forma societaria e quindi persone giuridiche; inoltre è stato previsto il caso in cui la SGR si possa orientare per entrambe le soluzioni.

Come si evince dal Grafico 4 il campione non riporta alcuna SGR che si avvale esclusivamente di Esperti Indipendenti organizzati come libero professionista persona fisica o in studi associati.

Si rileva invece che 23 SGR su 26 si avvalgono di persone giuridiche e quindi società sia nazionali che estere con/senza una sede in Italia, incidendo così per l’80% sul totale delle Attività gestite mentre 3 SGR, corrispondenti al 20% delle Attività Gestite, non hanno una preferenza preconstituita e prendono in considerazione entrambi le realtà.

Durante qualche intervista è stato fatto notare che spesso, e per i fondi ad apporto, le SGR si orientano verso Esperti Indipendenti che sono graditi alla proprietà degli immobili da apportare motivato dal fatto che sono già professionalmente conosciuti e conoscono il patrimonio immobiliare oggetto dello spin-off quindi, il rapporto tra di loro, è tale che si tende a non stravolgere lo “status quo originario”.

Qualche SGR ha voluto sottolineare l'importanza di selezionare player a carattere internazionale perché oramai queste organizzazioni hanno nel loro dna l'utilizzo degli standard internazionali; il loro operato viene ritenuto più affidabile e autorevoli grazie alla loro maggiore conoscenza dei vari mercati, dei vari parametri da utilizzare, ad una maggiore conoscenza nell'utilizzo delle varie metodologie, ecc.

I rapporti professionali con queste realtà danno, per qualche SGR, la tranquillità di avere a disposizione una maggiore esperienza ed assistenza in materia.

Da evidenziare che una motivazione per cui alcune SGR si possono avvalere di entrambi le possibilità scaturisce anche da esigenze logistiche e/o da maggiori conoscenze del mercato di un determinato territorio oppure di un determinato settore.

Si specifica anche l'alto standing sia professionale che, in alcuni casi, anche accademico, di quei valutatori che operano prevalentemente nel territorio italiano e fanno parte degli Esperti Indipendenti persone fisiche.

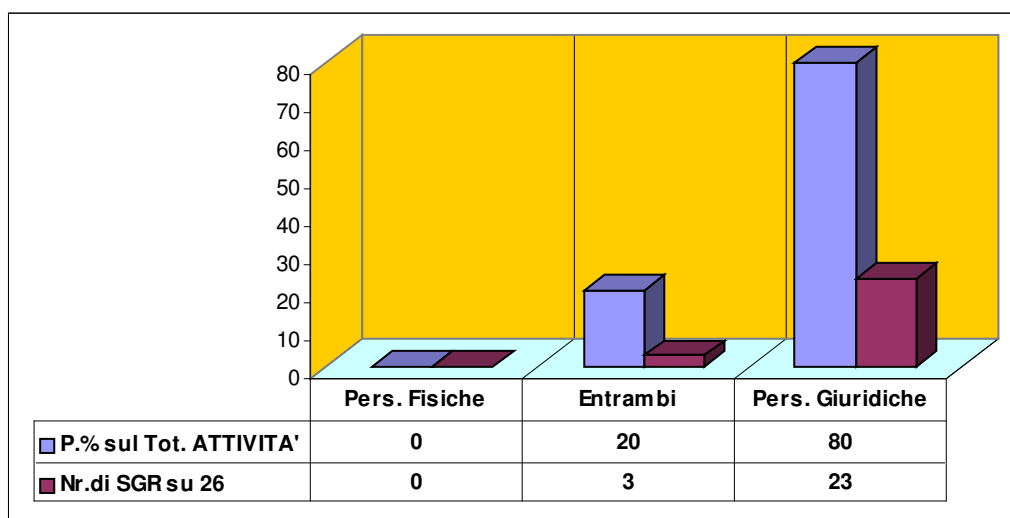
Circa le SGR che si avvalgono di Esperti Indipendenti persone giuridiche si rileva dalle note, emerse durante le interviste, che la scelta è prevalentemente orientata verso quei pochi nominativi che rappresentano i maggiori players del settore.

Tutto ciò conferma la rilevazione fatta dalla Consob su “Quaderni di Finanza”, documento nr. 65 del dicembre 2009, circa *Il Rapporto tra le SGR e gli Esperti Indipendenti nella fase di valutazione degli Asset dei fondi immobiliari*.

Una motivazione emersa in alcuni casi è quella che, grazie ad una riconosciuta solidità della struttura societaria e ad una notoria professionalità dell'Esperto Indipendente persona giuridica, si giustifica tale scelta anche per un maggiore potere contrattuale che una SGR acquisisce di riflesso nel sistema bancario quando deve ricorrere a strumenti di finanziamento.

I risultati del Grafico 4 sono ulteriormente attendibili grazie anche ad una ulteriore analisi incrociata per capire se potevano emergere differenze rilevanti fra le SGR che hanno solo fondi immobiliari riservati e le SGR che hanno anche fondi immobiliari retail. Questo approfondimento non ha fatto evidenziare sostanziali differenze fra i due gruppi di SGR e quindi avvalora ulteriormente i risultati ottenuti.

Grafico 4. (sul totale della numerosità campionaria)



A seguito di queste informazioni era necessario approfondire quali potevano essere gli elementi caratterizzanti che portavano le SGR a contraddistinguere un Esperto Indipendente persona giuridica rispetto ad un E.I. persona fisica.

Nello svolgimento dell'intervista veniva posta una domanda chiusa dove, per ogni elemento di distinzione, la relativa risposta poteva essere un "SI" oppure un "NO" oppure "Ininfluente". Le domande poste sono state otto e rappresentano distintamente otto caratteristiche peculiari che rientrano nella rosa di quei principali parametri che dovrebbero essere utili a far individuare un valido Esperto Indipendente e precisamente:

- a) *la professionalità*, (che include competenza, diligenza, esperienza, conoscenza, indipendenza, obiettività e terzietà nel loro operato);
- b) *il brand*,
- c) *l'autorevolezza*, riferito soprattutto ai contenuti della reportistica;

- d) *l'assistenza*, sia tecnica che logistica e ulteriori supporti utili ai fini del mandato;
- e) *le informazioni*, sia nelle tempistiche che nella qualità durante le fasi del mandato;
- f) *il know-how*,
- g) *la minore burocrazia*, nello svolgimento delle varie formalità durante il mandato;
- h) *i tempi di esecuzione*, durante le fasi procedurali per lo svolgimento del mandato.

I relativi grafici sono stati costruiti raggruppando i vari elementi distintivi che sono stati rilevati per ognuna delle risposte (v. Grafico 5, 6, 7, 8).

Con le risposte affermative alle prime quattro domande si evince una predominanza, sia in termini di punti percentuali sulle Attività Gestite che in termini di nr. di SGR, della conferma che gli Esperti Indipendenti persone giuridiche si contraddistinguono in Professionalità, Brand, Autorevolezza e Assistenza rispetto agli E.I. persone fisiche (v. Grafico 5 e 6).

Elementi di distinzione sul totale della numerosità campionaria :

PROFESSIONALITA' – BRAND – AUTOREVOLEZZA – ASSISTENZA

Grafico 5. (in p. % sul Totale delle Attività Gestite)

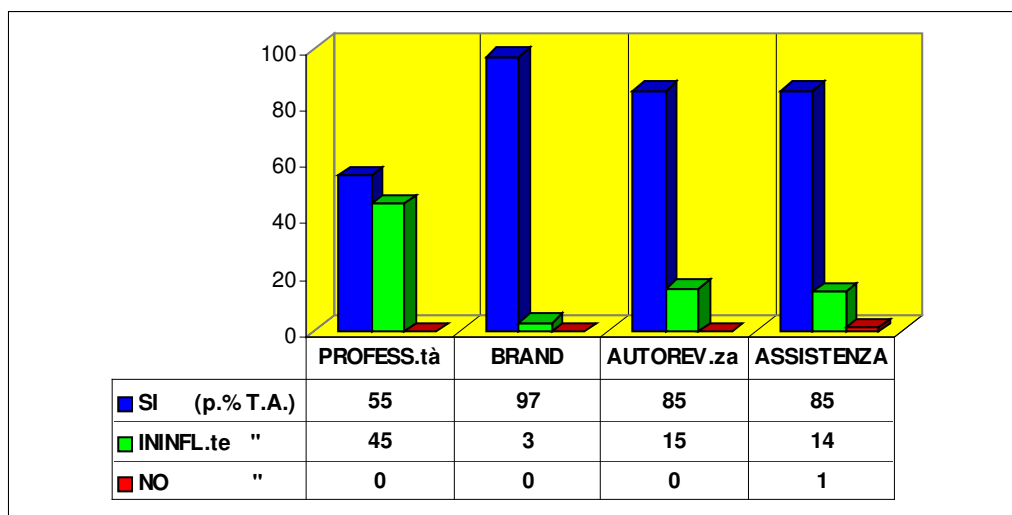
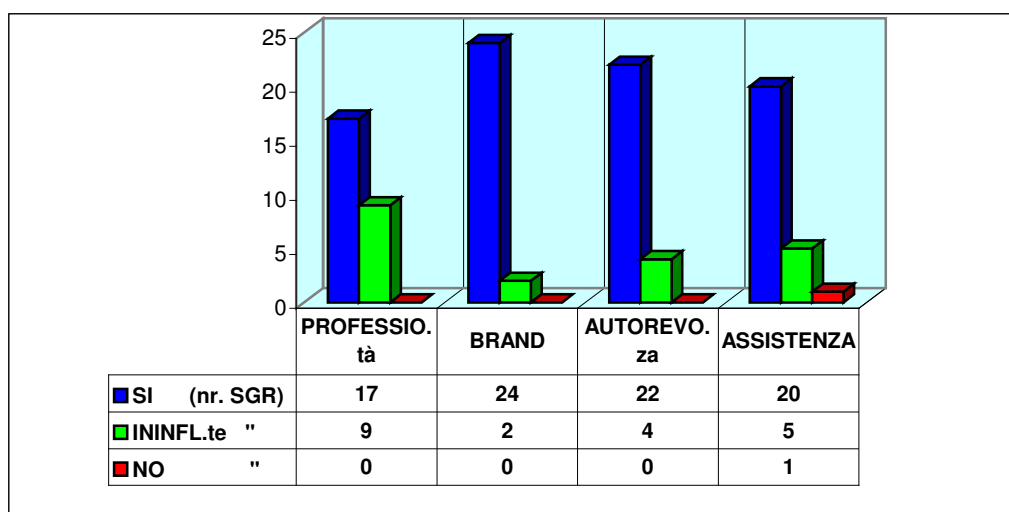


Grafico 6. (il nr. di SGR sul totale di 26)



Comunque la parte delle SGR che non ha risposto “SI” non esclude a priori gli E.I. persone fisiche, tranne un “NO” residuale sull’*“Assistenza”*, poiché considera “Ininfluenti” tali parametri per contraddistinguere un E.I. persona giuridica rispetto all’ E.I. persona fisica.

La caratteristica della *“Professionalità”* evidenzia quasi una pari dignità tra le due realtà con 9 SGR su un 45% delle Attività Gestite.

Qualche SGR intervistata fa notare che l’Esperto Indipendente persona giuridica si contraddistingue anche per l’*“Assistenza”* poiché sono organizzazioni che possono prevedere la necessità di mettere a disposizione della SGR un *team dedicato* di professionisti; anzi, l’assenza di turn over è un elemento di valore aggiunto nella selezione da parte della SGR.

Lo scenario delle ultime quattro domande presenta un quadro più variegato e con spazi di riflessione (v. Grafico 7 e 8).

La caratteristica che riguarda le *“Informazioni”* presenta un solo “NO” mentre si evidenzia, con ben 21 SGR sull’88% di Attività Gestite, la conferma che gli Esperti Indipendenti persone giuridiche si contraddistinguono su questo parametro.

Il risultato degli altri intervistati ritiene tale caratteristica “Ininfluente” a parità di Attività Gestite rispetto a chi ha risposto “NO” ma si evidenziano 4 SGR rispetto all’unica SGR che ha risposto “NO”.

Similare al caso precedente per il fronte del “NO” per quanto riguarda il “*Know-How*”, mentre la risposta “SI” predomina con 20 SGR sul 78% di Attività Gestite confermando così che gli Esperti Indipendenti persone giuridiche si contraddistinguono anche su questo parametro; la risposta “Ininfluente” è presente e coinvolge 5 SGR sul 16% di Attività Gestite.

Invece la “*Minore Burocrazia*” è una caratteristica che ha trovato maggiori consensi sulla risposta “NO” con 10 SGR ma sul 27% di Attività Gestite mentre, la risposta “Ininfluente”, prevale con il 42% sulle Attività Gestite ma con otto SGR; la risposta “SI” si rileva su otto SGR ma con il 31% di Attività Gestite.

Ulteriori commenti da parte di alcuni intervistati giustificano l’assenza di una “*Minore Burocrazia*” da parte degli Esperti Indipendenti persone giuridiche poiché la maggior parte di queste società ha un iter procedurale che viene definito più complesso e, per qualche SGR addirittura *farraginoso*, obbligando le società di gestione a maggiori formalità per l’espletamento dei vari carteggi e/o documenti.

Tengo ulteriormente a precisare che a onor del vero e volendo fare tesoro di tutto ciò che è stato possibile rilevare, qualche SGR, che insieme non costituivano percentuali significanti sull’universo campionario, ha ammesso che erano in difficoltà a esprimere un giudizio sulle differenze che contraddistinguevano un E.I. persona giuridica rispetto all’E.I. persona fisica poiché non avevano mai preso in considerazioni gli E.I. persone fisiche; quindi le risposte alle otto domande di queste SGR, sono prevalentemente frutto di considerazioni personali e/o retaggi di esperienze precedenti dell’intervistato.

Sicuramente queste otto domande chiuse succitate hanno indotto le SGR a esprimersi comunque a richieste dirette e precostituite di un questionario ma, per arricchire ulteriormente la lista dei parametri, era necessario che gli intervistati si potessero esprimere ulteriormente in merito ma più liberamente e quindi era necessario una domanda aperta.

Perciò, durante le varie fasi del questionario sono tornato sul tema chiedendo agli intervistati *quali potevano essere le principali informazioni da rilevare per ogni candidato*, e poi, *quali potevano essere invece i motivi di scarto di un candidato*.

INFORMAZIONI – KNOW-HOW – MINORE BUROCRAZIA – TEMPI di ESECUZIONE

Grafico 7. (in p. % sul Totale delle Attività Gestite)

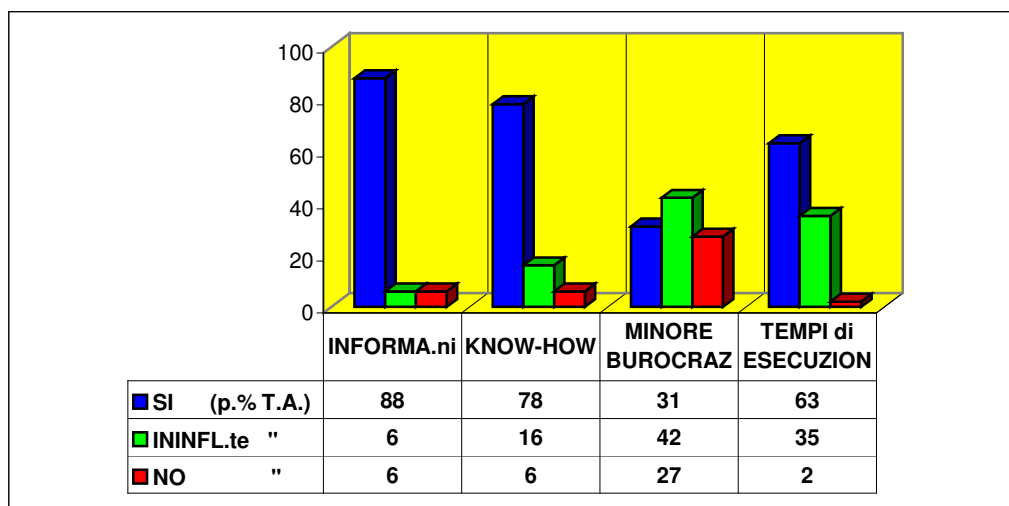
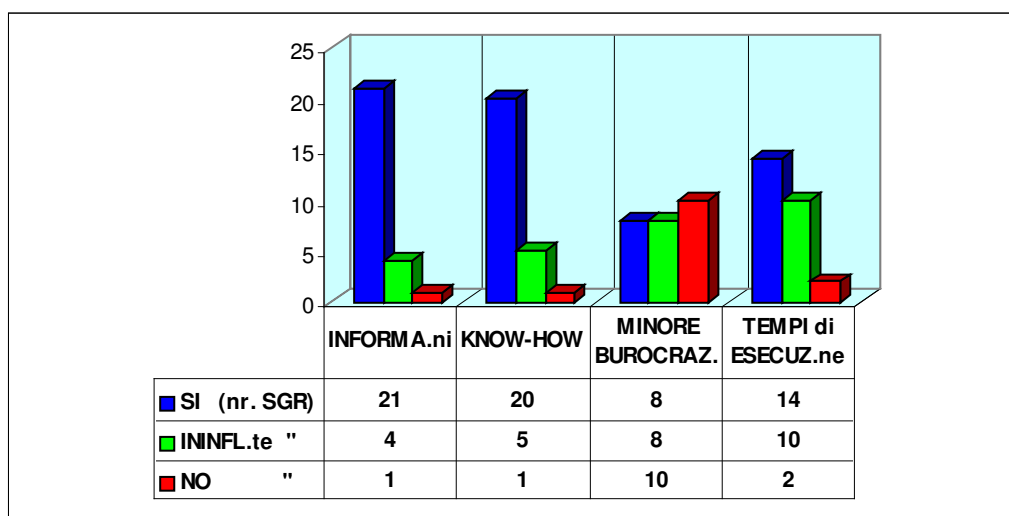


Grafico 8. (il nr. di SGR sul totale di 26)



Il maggior numero degli intervistati sono diventati parte attiva e, come nella metodologia del brainstorming, hanno fornito altri utili elementi di valutazione. Alcune di queste informazioni riproponevano parametri già citati nelle otto domande precedenti e quindi ho evitato tali ripetizioni, mentre invece ho preso in considerazione quei parametri e/o indicazioni che potevano essere considerati un comune denominatore di quasi tutte le SGR ed in particolare:

il track record, l'aspetto economico che riguarda il mandato, l'aver o meno una struttura di agency nel gruppo, il conflitto di interessi, il background, la disponibilità operativa, la capillarità nel territorio, le competenze specifiche in settori ben precisi del mercato immobiliare, la solidità economica dell'Esperto Indipendente.

Un numero residuale di SGR ha evidenziato gradimento anche sulla *disponibilità di un aggiornato data base sulle comparazioni delle varie transazioni immobiliari e sull'uso prevalente di metodologie di valutazione in base agli standard internazionali.*

Motivo di scarto era naturalmente la *mancaza dei requisiti minimi richiesti dalla normativa* oppure la mancanza della maggior parte dei succitati parametri dichiarati.

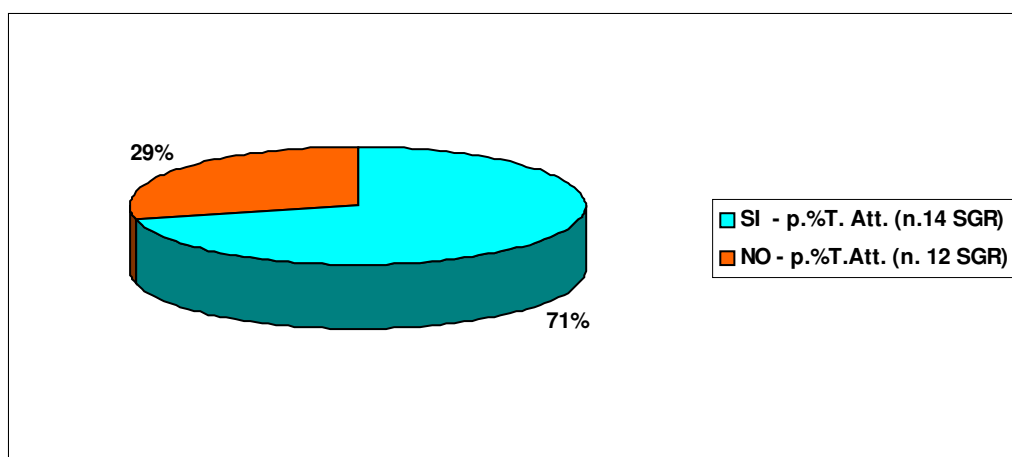
3.3.3 Le ulteriori valutazioni e il numero dei potenziali candidati Esperti Indipendenti ammessi

Questo punto di analisi dell'intervista vuole rilevare altre informazioni utili che la SGR potrebbe prendere in considerazione nel complesso delle loro valutazioni e infine come si orientano in termini quantitativi nella composizione della lista dei candidati ad Esperto Indipendente durante il processo di selezione. Vengono utilizzate quattro domande chiuse [**a**), **b**), **c**), **d**)] di cui con due di queste e in caso di risposta affermativa, l'intervistato viene invitato a fornire dei dati con una specifica domanda aperta.

Dalla **Domanda a)** *se vengono chieste referenze dalla/e SGR dove precedentemente ha operato l'Esperto Indipendente.*

Con il 71% del totale Attivo Gestito sul nr. di 14 SGR ha risposto di "SI" mentre le dodici SGR con il rimanente 29% giustifica la non necessità a chiedere referenze poiché sono Esperti Indipendenti già noti al sistema ed il loro background riporta pubblicamente tali informazioni (v. Grafico 9).

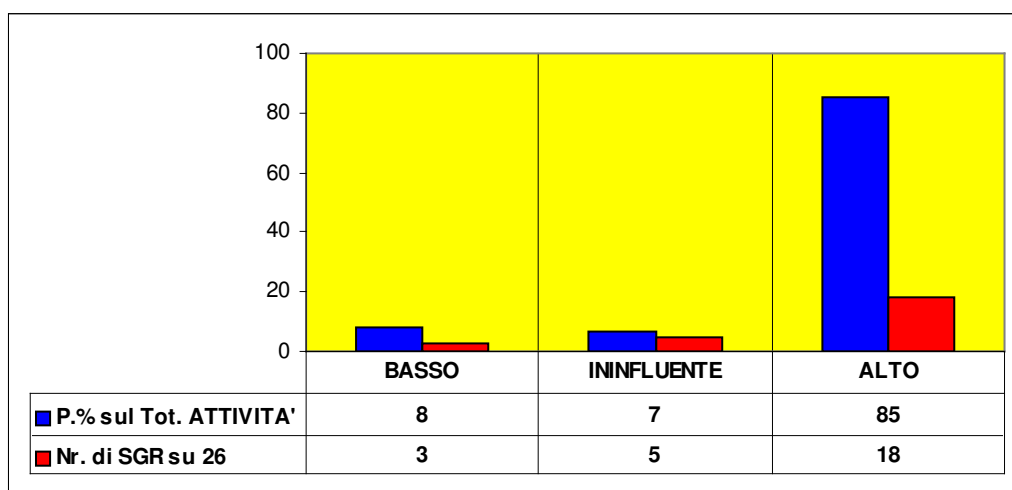
Grafico 9. (sul totale della numerosità campionaria)



Dalla **Domanda b)** *il valore che viene dato all'esperienza dell'Esperto Indipendente presso altre SGR.*

In questo caso l'intervista ha voluto dare con questa domanda chiusa tre possibilità di risposta concedendo così maggiori riflessioni sull'argomento; la relativa risposta poteva essere un valore "BASSO" oppure un valore "ALTO" altrimenti "ININFLUENTE".

Grafico 10. (sul totale della numerosità campionaria)



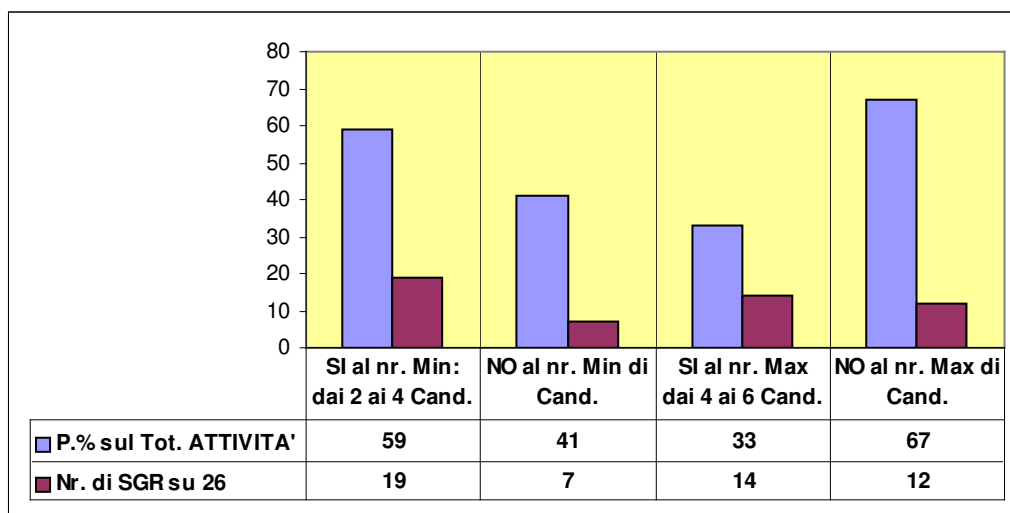
Dal risultato si evince chiaramente che l'esperienza di un Esperto Indipendente presso altre SGR è un ulteriore requisito ritenuto importante dall' 85% del totale Attivo Gestito con ben 18 SGR (v. Grafico 10).

Meno di un terzo delle rimanenti SGR e con un 15% del totale Attivo Gestito si suddividono tra la risposta “Ininfluente” e quella di un “Basso” valore a tale requisito.

Dalla **Domanda c)** *se la lista dei candidati a Esperto Indipendente ha un numero minimo e/o massimo e, rispettivamente nel caso di risposta affermativa, quale era il numero minimo e il numero massimo.*

Dopo che la SGR ha fatto le debite considerazioni che portano a individuare l’Esperto Indipendente “tipo” con le caratteristiche ritenute più idonee, deve stilare una lista con un numero di candidati sui quali effettuare la valutazione finale.

Grafico 11. (sul totale della numerosità campionaria)



Come si evince dal Grafico 11 sono stati creati quattro gruppi che riportano le risposte sia positive che negative sui rispettivi quesiti; come anticipato, a seguito delle risposte positive è stato chiesto il relativo numero di candidati e i relativi riferimenti numerici risultano essere prevalentemente questi:

- n dai 2 ai 4 candidati (Per una lista con un Numero Minimo);
- n dai 4 ai 6 candidati (Per una lista con un Numero Massimo).

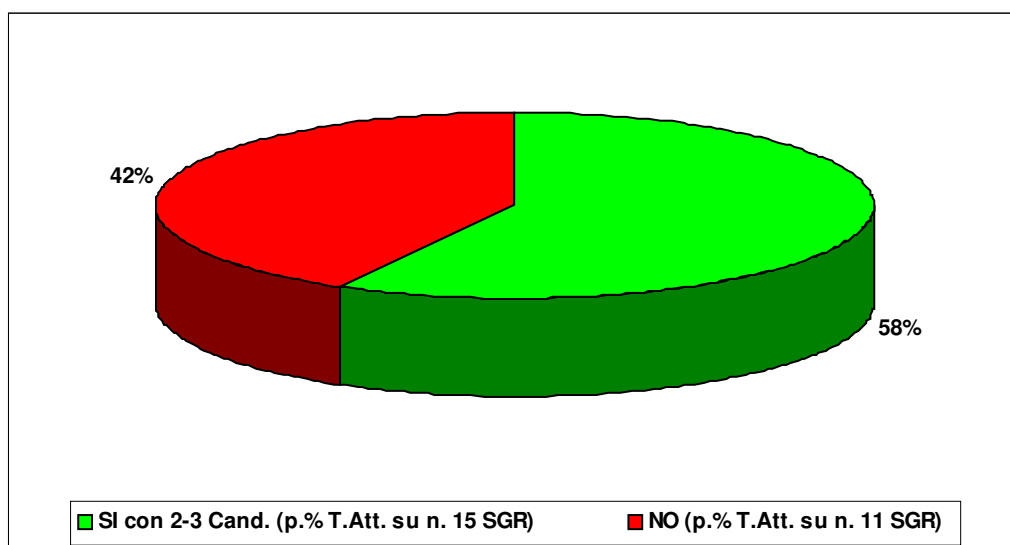
Ovviamente le risposte sul numero dei candidati ha avuto un’ampia varietà di casi poichè ogni SGR imposta a sua discrezione e senza regole ufficializzate il numero dei potenziali Esperti Indipendenti.

I numeri dei candidati citati sul grafico rappresentano un *range* dove rientrano, con un minimo di tolleranza, pressoché tutte le risposte degli intervistati.

Dalla **Domanda d)** *se dopo la valutazione dei candidati ci sarà una short list.*

Questo punto di analisi termina con il rilevamento sulla creazione o meno di una short list finale e quanti potenziali Esperti Indipendenti potrebbero essere ammessi.

Grafico 12. (sul totale della numerosità campionaria)



Dal grafico 12 risalta che ben il 42% del totale delle Attività Gestite con 11 SGR non crea una short list dei candidati a differenza di 15 SGR e con il 58% del totale delle Attività Gestite che invece si orienta su 2-3 nominativi.

In qualche intervista è stato rilevato che a parità di elementi qualificanti che evidenziavano una lista di potenziali Esperti Indipendenti, l'orientamento era quello di fare una lista finale selezionando prevalentemente E.I. persone giuridiche che nel sistema risultassero soprattutto di alto standing, con un marchio blasonato e magari quotato in borsa.

Sicuramente questi casi non fanno la regola ma risaltano all'osservatore esterno dandone una visione operativa piuttosto spartana in un sistema dove fondamentalmente le regole non esistono.

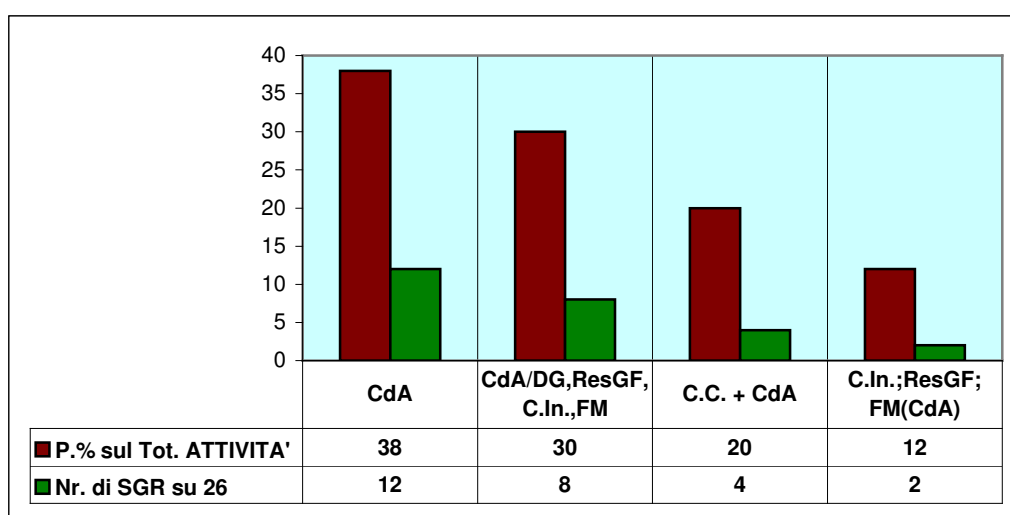
3.3.4 Valutazione finale e relativo incarico all'Esperto Indipendente

Questo punto di analisi dell'intervista prevede cinque domande: tre domande chiuse [b), c), e)] con possibilità di rispondere "SI" oppure "NO" e due domande aperte [a), d)]; inoltre, con due domande chiuse e in caso di risposta affermativa, l'intervistato viene invitato a fornire altre utili informazioni con una specifica domanda aperta.

Dalla **Domanda a)** quale/i Organo/i della SGR fa/fanno la valutazione finale per la nomina dell'Esperto Indipendente.

Con questa domanda ritornano i concetti e la relativa impostazione citata alla Domanda c) del primo punto di analisi poiché non emergono ulteriori nuove figure dall'Organigramma della SGR e, sempre per non rendere dispersivo il risultato di questa analisi, ho ritenuto lasciare lo schema dei quattro gruppi che rappresentano le procedure più rappresentative; inoltre, per facilitare la lettura di questi risultati, ho preferito nel proseguo ripetere certi passaggi già noti piuttosto che rischiare di provocare un disagio nei continui rimandi ai punti di analisi precedenti.

Grafico 13. (sul totale della numerosità campionaria)



Come si evince dal Grafico 13 il primo gruppo rappresenta il CdA che, con 12 SGR e il 38% sul totale Attività Gestite, è l'organo che autonomamente fa la

valutazione finale sui candidati Esperti Indipendenti; questo gruppo risulta quello più rappresentativo dell'universo campionario.

Il secondo gruppo raccoglie le note quattro figure sulle cinque più rappresentative individuate alla succitata Domanda a) del primo punto di analisi che sono: il Direttore Generale (DG), il Responsabile Gestione Fondi (ResGF), il Comitato Investimenti (C.In.) e il Fund Manager (FM).

Queste figure e in questo caso, portano avanti la valutazione finale degli Esperti Indipendenti singolarmente oppure di concerto e/o con il supporto di una o più figure citate in questo gruppo ma, la decisione finale spetterà comunque al CdA. Sempre per semplicità è indicato sul grafico con "CdA/DG,ResGF,C.In,FM" e rappresenta il 30% del totale delle Attività Gestite con otto SGR dell'universo campionario diventando il secondo gruppo rappresentativo dell'universo campionario dopo quello del CdA.

Il terzo gruppo comprende il Comitato Consultivo (C.C.) che però per questi casi non è stato dichiarato che possa dare pareri vincolanti ma solo consultivi; sicuramente l'argomento "conflitto di interessi" rientra fra i pareri vincolanti e su questo aspetto diamo per scontato (V. paragrafo successivo) che il C.C. abbia già considerato tale elemento nelle fasi precedenti della selezione; comunque anche in questo caso il parere del CdA rimane sovrano.

Pertanto il C.C. assieme al CdA, si occupano della valutazione finale rappresentando così il 20% del totale delle Attività Gestite con quattro SGR e, sempre per semplicità, è indicato sul grafico con "C.C. + CdA".

Questi risultati corrispondono perfettamente a quelli rilevati alla Domanda c) sul punto di analisi che riguardava *Le fasi e i ruoli principali nella procedura di selezione degli E.I.*, a dimostrazione che le due figure coinvolte per questa funzione riguarda una realtà ben precisa dell'universo campionario.

Il quarto gruppo è composto da tre delle cinque figure più rappresentative alla succitata Domanda a) del primo punto di analisi che sono: il Comitato Investimenti (C.In.), il Responsabile Gestione Fondi (ResGF) e il Fund Manager (FM).

Queste figure portano avanti la valutazione finale dei candidati E.I. in prevalenza singolarmente o al massimo con il solo supporto di una o più figure citate in questo gruppo riportando i risultati della valutazione alla conoscenza

del CdA il quale, anche in questo caso, sempre a detta degli intervistati, non interferisce durante la fase finale, limitandosi a confermare o meno il relativo risultato.

Durante l'intervista non vengono menzionati casi particolari in cui la decisione finale del CdA abbia stravolto il responso di queste figure; per semplicità viene ribadito che sul grafico questo gruppo è indicato con "C.I.; ResGF; FM (CdA)".

Questo quarto e ultimo gruppo ha comunque dimostrato di essere quello meno rappresentativo con 2 SGR e il 12% sul totale delle Attività Gestite.

Infine si rileva dalle interviste che questa fase essendo l'ultimo atto della selezione dell'Esperto Indipendente, le figure coinvolte direttamente nella valutazione finale redigono un verbale sulla loro preferenza con le relative motivazioni e questo documento è quello che, come vedremo, rimarrà agli atti del CdA.

Ma soprattutto è da notare come i primi due gruppi dove la figura del CdA ha un ruolo determinante nella valutazione finale rappresentino il 68% del totale delle Attività Gestite e con ben 20 SGR.

Dalla **Domanda b)** *la eventuale previsione della figura di un advisor esterno alla SGR che abbia il ruolo di "revisore" sulla scelta finale degli Esperti Indipendenti e, nel caso di risposta affermativa quale sia la specializzazione dell'advisor.*

Questa domanda chiusa ha avuto l'obiettivo di rilevare l'esistenza o meno di eventuali realtà professionali che, interpellate dalla SGR e per una maggiore trasparenza verso tutti gli stakeholder ma soprattutto verso quei risparmiatori che investono nei fondi retail, potessero dare un giudizio *super partes* alle procedure di selezione dell'E.I.

Purtroppo ed all'unanimità il 100% dell'universo campionario ha risposto di "NO". E' un risultato che sicuramente, anche a seguito del succitato "Quaderno di Finanza" della Consob,¹⁴¹ può far riflettere sia le Autorità di vigilanza che le stesse SGR.

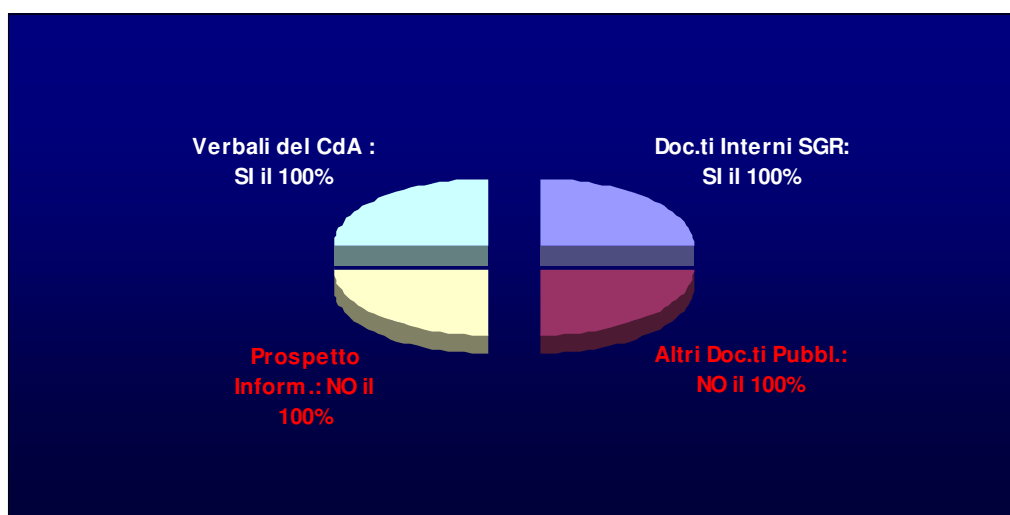
¹⁴¹ Documento n. 65 del Dicembre 2009 - Consob

Dalla **Domanda c)** se i criteri di selezione e le motivazioni sulla nomina dell'Esperto Indipendente sono rese noti su:

- n *Prospetto Informativo del Fondo Immobiliare;*
- n *Documenti interni alla SGR;*
- n *Verbali del CdA;*
- n *Altri Documenti resi Pubblici.*

E' una domanda chiusa con riferimenti ben precisi per la relativa risposta e a seguito della Domanda a) succitata in questo punto di analisi, era naturale chiedersi se le procedure piuttosto che le valutazioni finali fossero rese pubbliche o meno.

Grafico 14. (sul totale della numerosità campionaria)



Anche in questo caso le risposte non lasciano spazi a dubbi; il 100% della numerosità campionaria ha risposto che tutto ciò che riguardano le valutazioni, le procedure e le scelte finali degli Esperti Indipendenti, sono a conoscenza solamente della SGR e precisamente nei verbali del CdA e comunque fra i documenti interni della società.

Infatti, sempre il 100% della numerosità campionaria ha affermato che tali informazioni sia nel prospetto informativo del fondo immobiliare che in altri eventuali documenti di dominio pubblico, non vengono resi noti (v. Grafico 14). Durante le interviste, con riferimento a quelle SGR che hanno anche o solamente fondi riservati, sono state evidenziate le debite differenze circa

l'obbligatorietà o meno del prospetto informativo tra i fondi retail e quelli riservati ma questo non ha comunque cambiato il risultato finale.

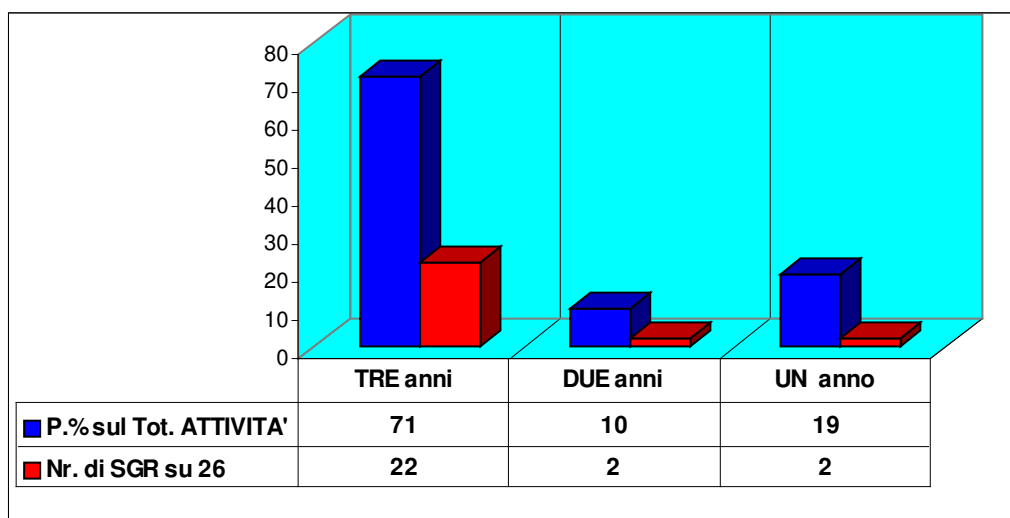
Inoltre è stato ribadito nella maggioranza dei casi che anche agli atti che rimangono all'interno della SGR non risultino le dinamiche procedurali della valutazione e della selezione dei candidati bensì si rileva la nomina finale dell'Esperto Indipendente e le relative motivazioni.

Dalla **Domanda d)** *quanto dura l'incarico affidato ad un Esperto Indipendente.*

Questa è una domanda aperta che ha come obiettivo quello di conoscere, una volta che la SGR ha individuato l'Esperto Indipendente per il suo/suoi fondo/i, la durata del relativo incarico.

Gli intervistati non avevano nessuna risposta precostituita dal questionario e a seguito di tutte le varie risposte si è reso necessario la creazione di tre gruppi di queste che, rispettivamente, vanno dal mandato di durata triennale a quello di durata annuale.

Grafico 15. (sul totale della numerosità campionaria)



Dal Grafico 15 si evince che la maggioranza delle SGR e precisamente 22 che coprono il 71% del totale delle Attività Gestite, si è orientata ad affidare l'incarico ad un Esperto Indipendente firmando un mandato della durata di tre anni.

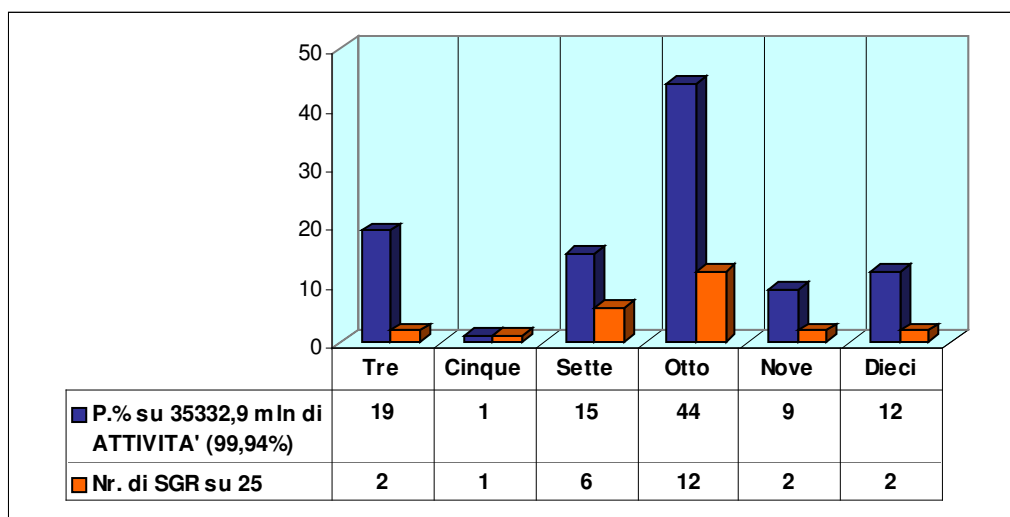
Quindi la maggioranza delle SGR ha utilizzato il limite massimo consentito dalla normativa¹⁴² mentre invece, i rimanenti due gruppi che rappresentano la parte residuale del campione, hanno optato per uno o due anni con rispettivamente 2 SGR mentre, il gruppo che si riferisce ad un anno con il 19% del totale delle Attività Gestite è pari quasi al doppio delle due SGR che hanno optato per i due anni.

Dalla **Domanda e)** *se l'Esperto Indipendente che ha terminato il suo mandato per un Fondo Immobiliare può ricandidarsi e, se la risposta è affermativa, quale punteggio attribuire su una scala di valori da 0 a 10 all'esperienza di un Esperto Indipendente che ha svolto un mandato per la solita SGR.*

A questa domanda rispondono di "SI" ben 25 SGR su 26 e con il 99,94% del totale dell'Attivo Gestito; quindi ogni SGR ha conseguentemente attribuito un punteggio che riteneva potesse rispecchiare il valore dato all'esperienza di un E.I. che aveva già svolto per loro un incarico.

Il relativo Grafico 16 è stato costruito rispecchiando fedelmente il numero dei gruppi corrispondenti ai voti attribuiti dalle SGR intervistate.

Grafico 16. (sul totale della numerosità campionaria)



Dal grafico si evince che i punteggi si sono orientati prevalentemente sopra la media e con un picco sul punteggio otto con ben 12 SGR su 25 (poichè una SGR ha risposto di "NO") e con il 44% su 35.332.9 mln di Euro di Attività Gestite.

¹⁴² Per l'esattezza tre anni rinnovabili per ulteriori tre anni.

Ma soprattutto è da rilevare che la maggioranza delle SGR, rimanendo nel rispetto della normativa vigente, tendono a rinnovare il mandato (sempre con il massimo di sei anni) prevedendo contrattualmente la tacita proroga.

Prevalentemente sono mandati di tre anni mentre una parte residuale delle SGR preferisce durate più brevi di uno o due anni rispecchiando così i risultati ottenuti con la succitata Domanda d), Grafico 15, che riguardava la durata del primo incarico affidato all'Esperto Indipendente selezionato.

Durante le interviste è emerso che un turnover di Esperti Indipendenti diventa antieconomico per la SGR poiché il maggior onere sta nell'impianto operativo della prima perizia mentre i successivi interventi implicano prevalentemente aggiornamenti delle perizie precedenti.

Quindi, tranne in caso di motivi gravi di negligenza professionale da parte dell'E.I. e relativa revoca del mandato, le SGR preferiscono il tacito rinnovo per le durate consentite dalla normativa ed evitare così gli oneri che provocherebbe il nuovo incarico da parte di un nuovo E.I.

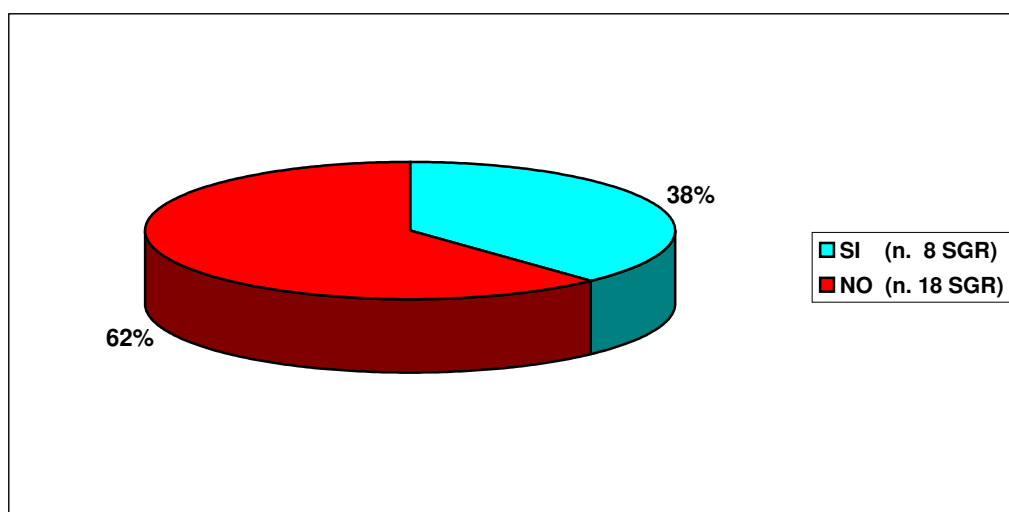
3.3.5 Incidenza del potere decisionale del CdA sulle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente

Questo ultimo punto, ma non di importanza, si è prefisso l'obiettivo di rilevare l'eventuale *borderline* esistente tra il ruolo di un CdA della SGR e il ruolo dell'Esperto Indipendente il quale, nel suo operato, dovrebbe sempre agire con integrità e onestà, rendere noti i conflitti di interesse, rispettare la riservatezza e l'indipendenza ma, tutto questo, salvaguardando i clienti (le SGR) per l'attività loro affidata in un rapporto equo e trasparente.

Sono due domande chiuse quelle utilizzate per rilevare questo punto di analisi di cui la seconda, sia nel caso di risposta affermativa che negativa conduce ad un'altra domanda chiusa ma con possibilità di poter motivare la risposta data.

Dalla **Domanda a)** *se esistono procedure che portano il CdA ad analizzare la performance delle valutazioni degli Esperti Indipendenti.*

Grafico 17. (sul totale della numerosità campionaria)



Il Grafico 17 mostra che il 62% del totale delle Attività Gestite e rappresentate da 18 SGR non attua procedure che possano far rilevare alla società di gestione uno specifico composito circa le differenze che nascono dal confronto delle valorizzazioni effettuate dall'Esperto Indipendente rispetto alle risultanze che evidenzia l'offerta di mercato di riferimento in caso di rendicontazione oppure di acquisto e/o vendita dei vari assets.

La possibilità di un monitoraggio da parte del CdA non solo formale ma anche sostanziale dei risultati ottenuti dall'Esperto Indipendente e soprattutto in sede di rendicontazione della gestione del fondo.

Oppure, anche a seguito richiesta all'Esperto Indipendente da parte della SGR e nel caso per esempio di vendita di beni immobili, di un parere di congruità in base all'offerta di mercato.

Solo 8 SGR che rappresentano il 38% del totale delle Attività Gestite ha confermato l'esistenza di tali procedure.

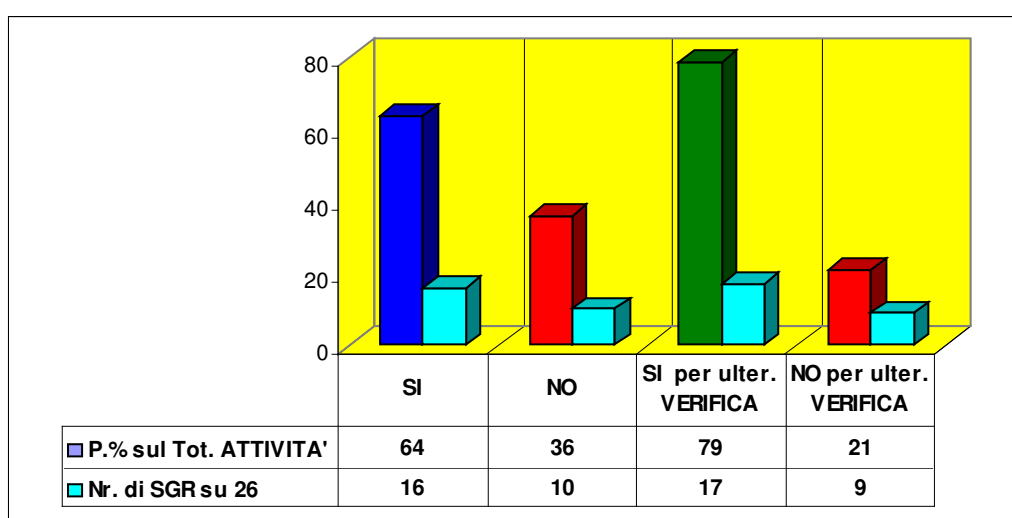
Dalla **Domanda b)** *se esistono procedure da parte del CdA che portano ad analizzare eventuali discostamenti sulle valutazioni degli Esperti Indipendenti rispetto alle valutazioni attese e, nel caso di risposta sia affermativa che negativa, se viene richiesto all'Esperto Indipendente ulteriore verifica in caso di discostamenti.*

Il grafico 18 si presenta con 16 SGR che rappresentano il 64% del totale delle Attività Gestite che dichiarano l'esistenza di procedure da parte del CdA, atte ad analizzare quali sono gli scostamenti rispetto ai valori di mercato e ai valori attesi; un risultato da ritenere correlato alla Domanda a) succitata.

Il 36% del totale delle Attività Gestite e con 10 SGR non applica questa procedura.

Con l'ulteriore domanda è stato rilevato come si comporta la SGR nel caso in cui si rilevano eventuali discostamenti rispetto ai quei valori attesi.

Grafico 18. (sul totale della numerosità campionaria)



Sempre il Grafico 18 evidenzia che 17 SGR che rappresentano il 79% del totale delle Attività Gestite richiede all'Esperto Indipendente ulteriore verifica, quindi 15 punti percentuali in più del totale delle Attività Gestite e con 17 SGR; a prescindere dall'avere o meno specifiche procedure provvede ad ulteriore verifica.

Questa indagine dimostra che non tutte quelle SGR che non hanno procedure specifiche rinunciano o non ritengono necessario richiedere eventuali verifiche al loro Esperto Indipendente se rilevano discostamenti che reputano iniqui.

3.4 Implicazioni e riflessioni sui punti dell'analisi empirica

Dalla lettura incrociata dei dati desunti dall'analisi empirica appare evidente che non è semplice riprodurre una fotografia che contenga in sé tutti quei tratti salienti necessari ad una ricostruzione completa ed esauriente che faccia emergere una procedura “*modello*” che rappresenti una fenomenologia, come quella della selezione degli Esperti Indipendenti, che è parte integrante dell'attività di una SGR.

In che modo la dirigenza della SGR sviluppa e facilita il raggiungimento di un comune interesse con i partecipanti ai fondi immobiliari da essa gestiti circa la creazione dei criteri e la successiva selezione dei candidati Esperti Indipendenti oppure elabora i valori e i parametri necessari per una selezione oculata e mirata e ne sostiene l'attuazione attraverso azioni e comportamenti adeguati; come coinvolge il proprio personale nell'opera di sviluppo e attuazione del sistema di gestione dell'organizzazione di tali processi.

A seguito di questa premessa e affinché il lettore di questo lavoro interpreti e sintetizzi efficacemente la realtà, credo sia più esaustivo inquadrare le conseguenti implicazioni e riflessioni di tale analisi suddividendole in tre parti che hanno come punto di riferimento le tre domande di ricerca che caratterizzano l'obiettivo di questa tesi.

Parte 1 : *I parametri utilizzati dalle SGR per la scelta di un Esperto Indipendente.*

Per quanto riguarda questa prima parte emerge quanto segue:

- Prevale l'orientamento su Esperti Indipendenti persone giuridiche con 23 SGR su 26 che incide per l'80% sul totale delle attività gestite del campione di riferimento.
- E' residuale il numero di SGR che è disponibile a rilasciare incarichi a Esperti Indipendenti siano essi persone fisiche che giuridiche.
- I nominativi degli Esperti Indipendenti persone giuridiche selezionati coinvolgono prevalentemente un numero ristretto dei maggiori players del settore. Tali osservazioni sono in linea con quanto

rilevato da un'indagine conoscitiva fatta dalla Consob¹⁴³ a seguito di risposte fornite da 17 SGR attraverso un questionario e di cui Plus-Attualità del Sole 24 Ore¹⁴⁴ ha riportato riferimenti in merito; infatti il quotidiano ha rilevato e riferisce che su 26 fondi immobiliari con quote distribuite tra i piccoli risparmiatori ben 14 avevano come Esperto Indipendente CB Richard Ellis mentre altri sette fondi avevano Reag.

- I parametri principali che comunemente le SGR prendono in considerazione sono il *track record*, l'*aspetto economico del mandato*, il *conflitto di interessi* e la *solidità economica*. Però gli Esperti Indipendenti persone giuridiche si contraddistinguono rispetto agli E.I. persone fisiche sulla *professionalità*, sul *brand*, sull'*autorevolezza*, sull'*assistenza*, sulle *informazioni*, sul *know-how*, sui *tempi di esecuzione*; invece la *minore burocrazia* è un parametro che, a causa delle eccessive formalità richieste, penalizza l'Esperto Indipendente persona giuridica.
- 12 SGR, pur con il 29% del totale attivo gestito, non ritiene necessario chiedere referenze perché orientati verso nominativi di Esperti Indipendenti che sono già noti nel sistema; sia questa osservazione che l'importanza che è stata data all'*esperienza presso altre società di gestione del sistema* contribuisce a evidenziare l'orientamento verso un ristretto gruppo di nominativi del settore.
- Tale orientamento lo conferma anche la parte di indagine che riguarda il numero dei candidati ammessi sia alla prima selezione che alla short list finale e confermato anche da qualche ammissione che, anche a parità di elementi che hanno contraddistinto più candidati facenti parte della rosa di nomi selezionati, la scelta propende per un E.I. persone giuridica poiché ritenuta di alto standing. I vari gruppi e con le varie casistiche, da come si evince dai Grafici 11 e 12, rendono maggiormente l'idea di una non univocità nella selezione.

¹⁴³ Documento Consob n. 65 del Dicembre 2009

¹⁴⁴ Il Sole 24 Ore di Sabato 17 Ottobre 2009 – Insetto Plus

- La valutazione finale è, sia direttamente che con l'ausilio di altre figure dell'Organigramma, sotto l'egida del CdA.
- Non esiste almeno un *advisor* esterno che possa dare un giudizio *super partes* sulla bontà dei criteri utilizzati e sulle modalità operative delle selezioni.
- Non ci sono documenti ufficiali che riportano criteri e procedure della selezione degli Esperti Indipendenti.
- Una volta selezionato l'E.I. viene affidato un incarico che nella maggior parte dei casi ha una durata di tre anni ed è tacitamente rinnovabile fino al massimo consentito dalla normativa mentre le durate inferiori sono residuali; lo conferma anche la pressoché unanimità nel concedere la ricandidatura del medesimo Esperto Indipendente e l'alto punteggio attribuito a chi ha già svolto un incarico presso la stessa SGR.

La tendenza ad evitare il turnover degli E.I. è motivata prevalentemente dai maggiori costi a seguito di nuove istruttorie, metodologie e procedure che ogni valutatore prende nuovamente in carico sugli asset esistenti e, dove solo successivamente, i costi saranno minori poichè faranno parte di procedure che riguardano gli aggiornamenti.

Questo elenco riporta le aree critiche che sono emerse dall'indagine e che fanno constatare la necessità di una regolamentazione di tali processi per garantire una maggiore tutela degli investitori.

Stante la normativa attuale c'è sicuramente l'esigenza che il sistema delle SGR immobiliari attui un adeguato ed unico processo di valutazione e selezione degli Esperti Indipendenti dove non ci sia il rischio di opacizzare il requisito di *indipendenza* ma possa sfociare su un piano che ponga le basi di maggiori certezze e trasparenza.

Sarebbe importante avere il supporto di strutture specializzate di *executive search* per valutare e/o asseverare i candidati a ruoli che hanno funzioni complesse e il cui operato ha un peso non indifferente nei confronti dei risultati attesi di un fondo immobiliare il quale rappresenta le sottoscrizioni degli investitori.

Parte 2 : I procedimenti che vengono attivati dalle SGR per la selezione e valutazione degli Esperti Indipendenti.

Per quanto riguarda questa seconda parte emerge quanto segue:

- Non si rilevano, da parte del CdA, *deleghe* specifiche e ufficiali che formalmente diano l'incarico di stabilire i criteri e le procedure per la selezione degli E.I. a particolari ruoli all'interno dell'Organigramma della SGR e/o a realtà professionali esterne . Il maggior numero delle quindici SGR con un'incidenza del 44% sul campione esaminato fa riferimento a *incarichi e/o mandati*, presumibilmente nella maggior parte dei casi in forma verbale e quindi si desume che nella generalità dei casi, non risultano essere perseguite prassi che conducono ad una formalizzazione degli stessi;
- L'analisi ha riportato una lunga filiera di ruoli e funzioni che fanno parte dell'Organigramma nella realtà delle SGR a cui viene dato tale *incarico* oppure sono nominati per coadiuvare il CdA; quindi si desume che non esiste una linea univoca nella scelta di questa/e figura/e che operativamente svolgono un così delicato compito.
- Il ruolo predominante rimane quello del CdA il quale di diritto può assumersi tali funzioni, oppure avalla tutte le varie fasi procedurali di coloro ai quali ha dato *mandato/incarico*, oppure ha la facoltà di accettare o meno il lavoro svolto di quelle figure ai quali ha dato l'autonomia di tale *incarico*; quest'ultima opzione risulta essere quella più utilizzata dal sistema.
- I criteri e le relative procedure di selezione degli E.I. che il/i singolo/i "attore/i" di tale incarico utilizzeranno non vengono formalizzati e non sono riscontrabili ufficialmente.
- Ampia discrezionalità nel sistema delle SGR circa la richiesta di un colloquio preliminare. Le sette SGR che rappresentano il 56% degli attivi gestiti non ricorrono al colloquio preliminare perché si indirizzano prevalentemente sui principali player del settore. Mentre invece la prassi della maggior parte delle rimanenti SGR che utilizzano il colloquio preliminare non rivela particolari attenzioni alla ricerca della terzietà e indipendenza dell'E.I.; i contenuti dei

colloqui preliminari vertono sull'esposizione del regolamento del fondo immobiliare, sull'organizzazione operativa dell'E.I. e su tutte quelle informazioni che possano portare ad una valida proposta economica commisurata alle relative prestazioni professionali.

La letteratura, alla luce delle precedenti osservazioni, ribadisce invece come sia “fondamentale l'indipendenza di un giudizio per ottenere una valutazione che porti ad un contributo efficace per l'azienda” (James McNulty, 2002).

Le procedure di selezione degli Esperti Indipendenti sono parte integrante della vita della struttura di gestione e controllo della SGR e questo indica elementi di affinità con le modalità e procedure di selezione riferite agli Amministratori Indipendenti.

Sicuramente il sistema troverebbe un naturale riscontro sull'operato dell'Esperto Indipendente se tale principio di McNulty venisse rigidamente applicato sulle valutazioni che riguardano le procedure di selezione.

Le molteplici figure rilevate da questa analisi che vengono coinvolte in questi processi di selezione non hanno funzioni specifiche nel recruiting, le relative responsabilità rimangono a carico dell'Amministratore Delegato e il relativo Board è costretto a prendere tutte quelle misure necessarie, a seguito dei poteri conferitogli, che possano metterlo in condizione di esprimere forme di autogoverno nel rispetto della normativa vigente in merito.

Infatti in tal senso le SGR fanno seguito al dettame del Testo Unico della Finanza¹⁴⁵ (TUF) e il relativo Regolamento attuativo dell'art. 37 del TUF¹⁴⁶ che indicano nell'Esperto Indipendente la figura a cui ricorrere per la valutazione di quei beni che non sono negoziati in mercati regolamentati.

Le SGR, controllate da più azionisti e con fondi immobiliari riservati ma anche con fondi immobiliari per il mercato retail, necessitano quindi di Esperti Indipendenti che rispondano con capacità professionali ed etiche.

Ma la nomina degli E.I. è rimessa totalmente al giudizio della Corporate Governance della SGR che nella persona di uno dei suoi attori principali, il CdA, dovrebbe rispondere anche ai doveri etici nei confronti dei propri stakeholders ma soprattutto nei confronti dei risparmiatori del/i fondo/i.

¹⁴⁵ Art. 6, c.1, lett. c), p. 5) del d.lgs. 58 del 24/02/1998 e s.m.

¹⁴⁶ Tit. IV, Art. 17 del Decreto n. 228 del 24/05/1999 e s.m.

In questo tipo di indagine si riscontra una serie di elementi che individuano il grado di coinvolgimento della SGR sul controllo diretto delle procedure di selezione degli E.I., sul monitoraggio dell'attività dei managers che ricevono l'incarico di redigere i criteri e/o di selezionare i vari candidati, sull'ufficialità degli incarichi, sulla qualità informativa delle relative procedure, sulle assunzioni che vengono fatte sui candidati che vengono invitati o meno ad un colloquio preliminare; alla luce di tutto questo risalta una certa opacità della trasparenza nei confronti degli investitori.

Comparabilmente è riscontrabile una letteratura sulle modalità e procedure di selezione che si riferisce agli Amministratori Indipendenti dove, con l'obbligo di un comitato indipendente che possa avere funzioni specifiche che riguardano il reclutamento, si potrebbe avere un radicale cambiamento nei processi di selezione (Julie H. Daum, 2004).

Sempre Julie H. Daum si riferisce alla possibilità di un Comitato interno ma suggerisce anche un Comitato in outsourcing e con società specializzate nel recruiting e con un track record che evidenzia la massima conoscenza ed esperienza nella progettazione di un processo di ricerca e selezione che possa riunire le migliori prassi del settore; tale processo termina con un colloquio finale sui singoli finalisti coinvolgimento il CdA e con la possibilità, da parte degli azionisti, di avere un loro rappresentante.

L'elemento essenziale in questo ruolo è l'assenza di conflitti d'interesse (Chin-Jung Luan and Ming-Je Tang, 2007).

Parte 3 : *Le motivazioni che potrebbero portare un CdA di una SGR a discostarsi dalle valutazioni degli Esperti Indipendenti.*

A questa parte è stato dedicato un intero punto di analisi che ha rilevato quanto segue:

- La maggioranza delle SGR afferma di non avere procedure di monitoraggio sui risultati che si evidenziano a seguito dell'operato valutativo effettuato dall'E.I.

- Le procedure che analizzano gli eventuali discostamenti dai valori attesi sono applicate dalla maggioranza delle SGR.
- Vengono richieste ulteriori verifiche nei confronti degli E.I.

Inoltre queste società di valutazione non si limitano solo alle perizie dell'immobile ma spesso ricevono dalle SGR la consulenza (advisory) sulle compravendite; questo è un punto che desta maggiore attenzione all'Authority visti gli ovvi rischi di potenziale conflitto di interessi.

Comunque, le principali anomalie sui discostamenti nelle valutazioni degli Esperti Indipendenti che sono state rilevate riguardano:

- la univocità della metodologia adottata;
- variazione dei tassi di sconto applicati;
- valutazione della gestione del rischio;
- informazioni e dati di mercato;
- livello di informazione e trasparenza del reporting.

Per una maggiore garanzia dell'applicazione di modalità e criteri, anche in questo caso, sarebbe necessario un controllo *super partes* e, comparabilmente alle sole motivazioni che spingono questo argomento, si era espresso l'Is.I.V.I. – Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare, pur su un'altro tema che riguarda la “disciplina delle obbligazioni bancarie garantite”,¹⁴⁷ ricordando una bozza circolata informalmente e precedente al provvedimento della Banca d'Italia del 15 maggio 2007 n. 501981 nella quale, si prevedeva fra l'altro al paragrafo 6 intitolato “Controlli”, quanto segue: “[...Omissis...] i controlli sulla regolarità dell'operazione e sull'integrità della garanzia in favore degli investitori sono svolti anche da un soggetto esterno (“asset monitor”) incaricato dalla banca emittente. L'asset monitor deve essere una società di revisione ovvero una società di consulenza e di servicing, avente la professionalità necessaria in relazione ai compiti e indipendente rispetto alla banca che conferisce l'incarico e agli altri soggetti partecipanti all'operazione”.

La *ratio* di tali osservazioni è quello di prevenzione e garanzia con una seria attività di controlli da parte delle Autorità di vigilanza in favore degli investitori ma, sicuramente, in questo ambito l'accuratezza e la trasparenza di valutazione

¹⁴⁷ La bozza del Regolamento Banca d'Italia è del 06 ottobre 2006 mentre le ulteriori considerazioni inviate alla Banca d'Italia e p.c. al MEF sono del 27 agosto 2007

del fondo immobiliare deve fare i conti con un mercato inefficiente ed illiquido per definizione e dove, la natura dei rischi sottostanti, trova spazio in diverse e potenziali cause non facilmente prevedibili.

3.5 Conclusioni

Il problema del governo delle società di gestione del risparmio si caratterizza in termini del tutto particolari rispetto alle altre società per azioni poiché la SGR oltre ad avere soci azionisti, essendo società per azioni, gestisce anche fondi comuni immobiliari le cui quote sono sottoscritte anche da clientela “mass market”, “affluent” e “private”.

Ma è anche importante risottolineare che, in base all’art.17 c.2 del DM 228 del 24 maggio 1999 e s.m. e integrazioni spetta al CdA della SGR, previo verifica dei requisiti richiesti dalla disciplina in materia, formalizzare gli incarichi agli Esperti Indipendenti.

Comunque il panorama italiano di tanti singoli valutatori immobiliari sta cambiando e, anche alla luce dell’ultimo rapporto della Consob¹⁴⁸ che ha rilevato che nel sistema delle SGR che gestiscono fondi immobiliari sono stati incaricati 12 Esperti Indipendenti persone giuridiche e 4 Esperti Indipendenti persone fisiche nel periodo gennaio–giugno 2008, i dati dimostrano e riconfermano che a dominare il mercato sono un ristretto gruppo di players.

Tutto ciò mette in condizione le varie SGR di potersi affidare a tali strutture anche per una pluralità di incarichi legati a prestazioni di servizi che poi, niente hanno a che vedere con quella principale legata alle valutazioni che la disciplina del settore richiede.

Si deve anche a queste ragioni per cui ho ritenuto di improntare questo lavoro nell’analisi di quali criteri e quali procedure le SGR in Italia adottano per scegliere gli Esperti Indipendenti.

¹⁴⁸ Documento n. 65, dicembre 2009

E, con l'esame teorico rivolto verso la figura del valutatore nelle vesti dell'Esperto Indipendente inserito nel sistema delle società di gestione del mercato italiano e il relativo esame empirico, ho trovato l'interesse soprattutto su queste cinque aree:

- a) le fasi e i ruoli principali nella procedura di selezione dell'Esperto Indipendente da parte della SGR;
- b) la definizione ex-ante dei parametri che contraddistinguono l'Esperto Indipendente "tipo" e gli elementi cardini che la SGR rileva nella selezione;
- c) le ulteriori valutazioni e il numero dei potenziali candidati Esperti Indipendenti ammessi;
- d) la valutazione finale e relativo mandato all'Esperto Indipendente;
- e) l'incidenza del potere decisionale del CdA sulle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente.

Il numero delle osservazioni sui cinque punti di analisi li ritengo sufficienti tenuto conto la difficoltà all'ottenimento di risposte definibili in alcuni casi "confidenziali".

Sicuramente la garanzia di anonimato sulle risposte del questionario ha fatto in modo che i vari interlocutori si potessero maggiormente esprimere su argomenti che, per la loro natura, preferivano evitare.

Questo ovviamente non era scontato ma, fin dai primi approcci con i vari interlocutori, si intravedeva che la strada percorsa era quella giusta.

Dalla lettura complessiva dei dati emerge che i criteri e le procedure per la selezione degli E.I. sono orientate prevalentemente verso gli E.I. persone giuridiche agevolandone e massimizzandone le sue caratteristiche peculiari che vanno ad implementare quei parametri da rilevare nella fase iniziale di selezione in base ai criteri di scelta assunti.

I meccanismi che riguardano l'assegnazione di funzioni circa le relative procedure di analisi dei criteri di scelta e le fasi iniziali di selezione dei candidati si orientano verso varie realtà di controllo, di coinvolgimenti di ruoli e di una supervisione stratificata del CdA che tende più al decentramento.

Diametralmente opposto è il risultato nella fase della selezione finale dei candidati dove nonostante il mantenimento di una realtà di controllo e di

coinvolgimenti di ruoli, prevale un comportamento accentratore del CdA nella decisione finale.

Risalta uno schema di una struttura con competenze che riguardano solo un controllo passivo, meramente esecutivo facendo presumere che i risultati effettivamente conseguiti dalla selezione siano frutto di logiche che impediscano fenomeni interni al management che possano distrarre le relative risorse verso scelte diverse rispetto da quelle concordate o attese.

Con alcuni e ulteriori elementi anomali come la non formalizzazione di incarichi, la non ufficializzazione dei criteri e delle relative procedure di selezione, la univocità verso un numero ristretto di Esperti Indipendenti persone giuridiche, la non univocità circa la formazione di una short list e sul numero dei candidati ammessi ma soprattutto l'assenza totale di una verifica da parte di un *advisor esterno* alla SGR che sia più competente in materia di *recruiting* e soprattutto *super partes*, può far ipotizzare che lo scopo di tutto questo sia quello di evitare ingerenze che possano destabilizzare le responsabilità strategiche del CdA.

Sicuramente tutto ciò non va a vantaggio della massima trasparenza e questo viene ulteriormente confermato dalle risposte negative che hanno riguardato il rendere noto o meno i criteri di selezione e le motivazioni sulla nomina dell'E.I.; infatti nel prospetto informativo viene reso noto il nome dell'Esperto Indipendente ma non le procedure di selezione e i relativi criteri di scelta e nessun atto pubblico lo contiene.

D'altronde il Provvedimento della Banca d'Italia – Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio,¹⁴⁹ una volta rispettati i requisiti richiesti dal D.M.,¹⁵⁰ pretende dalle SGR solamente la tempestiva comunicazione alla Banca d'Italia dei nominativi degli Esperti Indipendenti che sono stati nominati oppure la revoca del relativo mandato oppure la eventuale sostituzione degli stessi.

Non sono previsti obblighi da parte delle Autorità di vigilanza che portano a rendere ufficiali i criteri e le procedure di selezione degli esperti Indipendenti.

Anche per quanto riguarda la durata dell'incarico nei confronti dell'E.I. le SGR si orientano prevalentemente sulla durata di tre anni e nel rispetto della succitata

¹⁴⁹ P. 4, Sez. II, Cap.IV, TIT.V del Provv. B.I. del 14/04/2005

¹⁵⁰ D. 228 del 24/05/1999 – Reg.to attuativo dell'art. 37 del TUF

normativa; sono previsti contratti che riportano la clausola di tacita proroga fino al massimo consentito¹⁵¹ ma le motivazioni sono più di ordine economico e opportunistico che di maggior tutela nei confronti dei risparmiatori, con riferimento soprattutto ai fondi retail.

L'attività di controllo del CdA oltre ad essere indirizzata al monitoraggio della dinamica della selezione ha anche la possibilità di monitorare le stime effettuate dagli E.I. durante il loro mandato e l'attuale normativa gli permette, comunicando le ragioni agli esperti stessi, anche l'eventuale discostamento¹⁵² che reputa necessario.

Alla luce di quanto sopra la relativa indagine ha rilevato che la maggioranza delle SGR attua procedure che analizzano eventuali discostamenti sulle valutazioni chiedendo all'Esperto Indipendente di effettuare ulteriore verifica; residuale è invece il numero di chi ha dichiarato l'intervento da parte del CdA per modificare le stime presentate dagli Esperti Indipendenti.

In realtà, stante quanto rilevato dagli intervistati, non emergono revisioni critiche sulle varie anomalie che si presentano a seguito dell'operato dell'Esperto Indipendente e questo, fa presupporre che siano frutto anche delle eventuali verifiche richieste dalla SGR.

In conclusione e alla luce di quanto sopra la singola SGR è caratterizzata dalla dipendenza dal gruppo di controllo e, il relativo comportamento, è finalizzato a fini di profitto che poi misurano realmente l'efficienza delle varie iniziative e quindi, parametri e procedure di selezione di Esperti Indipendenti stabiliti secondo criteri fondamentalmente decisi dalla società di gestione, possono essere incoerenti alla logica dell'indipendenza.

¹⁵¹ comma 10 e 11, art. 17 Decreto n. 228 del 23/05/1999

¹⁵² P. 4, Sez. II, Cap.IV, TIT.V del Provv. B.I. del 14/04/2005

Conclusioni

Oggi una SGR nel suo ruolo e nel nostro sistema di riferimento non tende facilmente ad aprirsi all'osservatore esterno per permettergli di rilevare modelli di analisi che interpretino e sintetizzano efficacemente i processi esistenti nella sua realtà.

Solamente un'indagine diretta sul sistema e con la costruzione di osservazioni mirate poteva far raggiungere ed ottenere un quadro sufficientemente rappresentativo del fenomeno oggetto di ricerca.

Con questa analisi è stato possibile mettere in evidenza i risultati che dimostrano la complessità dei processi di selezione dell'Esperto Indipendente in un settore che, come quello della gestione del risparmio in continua evoluzione, possa produrre una fotografia chiara che contenga in sé tutti quei tratti salienti ma necessari per una ricostruzione completa ed esauriente di un modello univoco.

Tutto ciò è ancora più vero alla luce dei vari approcci epistemologici che, tratti anche dalla documentazione ufficiale del sistema (Prospetto informativo dei fondi immobiliari; Assogestioni, etc) ne evidenziano la complessità dell'ambiente di riferimento giungendo quindi all'esistenza di un pluralismo di ipotesi, di una coesistenza di vari punti di vista e di conseguenza, alla conoscenza di un sistema solo come parte della conoscenza possibile.

La maggioranza degli sforzi in letteratura economica si concentrano prevalentemente sulla figura dell'Amministratore Indipendente e di conseguenza anche sui relativi processi di selezione anche se in un contesto complementare ma con ruoli di diversa natura dato che si parla di corporate governance.

Questa letteratura, dando un'analisi delle conclusioni a cui sono giunti alcuni studiosi che hanno trovato riscontro nei risultati emergenti dalle indagini empiriche promosse nel corso del tempo ha aiutato, comunque, a dare una chiave di lettura su quali sistemi siano stati adottati nelle varie procedure di selezione.

In tal senso è stato valido il contributo letterario di Julie H. Daum¹⁵³, Amm. Delegato della Spencer Stuart's North American Board Services Practise con sede a New York, che a seguito della legge SOX ha analizzato i processi di ricerca e le procedure di reclutamento per la creazione di comitati di *audit* composti da Amministratori Indipendenti a seguito della mancanza di regole e mansioni qualificate.

Tali conclusioni trovano riscontro nei risultati dell'indagine empirica e agli approcci epistemologici che, partendo dai contenuti espressi sulla garanzia di trasparenza e qualità sui giudizi di valore immobiliare, verificandoli sull'affidamento della capacità di autoregolamentazione dei professionisti con l'adesione a codici deontologici e con il rispetto delle prescrizioni, giungono a riconoscere il crescente ruolo assunto dal CdA delle SGR nei processi legati alla cognizione e al trasferimento di tali competenze.

Le logiche della Governance di una SGR che si ritrovano sul fronte della capacità competitiva e delle prospettive di sviluppo della società e le logiche operative degli Esperti Indipendenti che invece sono rivolte ad assicurare l'affidabilità, la qualità e l'indipendenza ai fini dell'assunzione di decisioni o convalide di natura economica a seguito del loro ruolo, trovano naturali ostacoli sulla principale prerogativa dei giudizi di tipo estimativo e cioè *l'esigenza della neutralità*¹⁵⁴.

L'Esperto Indipendente oltre alle *conoscenze e competenze tecniche* deve dimostrare *indipendenza e obiettività* nelle sue valutazioni ma, soprattutto, individuare quelle situazioni che potrebbero comprometterle oppure individuare e intervenire nei casi in cui si manifestano *conflitti di interesse*.¹⁵⁵

Queste impostazioni e le asimmetrie informative generalmente esistenti tra investitori e società di gestione e le relative cause, hanno costituito la base per l'evoluzione dell'analisi teorica successiva riguardo alle implicazioni a livello di assetto proprietario e sulle logiche di governo e controllo delle società quotate.

¹⁵³ Per un approfondimento si veda Daum Julie H. , *"The new rigor in director recruiting: a more thoughtful search process such as the 10-step methodology recommended here, will result in a more cohesive and effective board"* Business Publications-Director&Boards 2004.

¹⁵⁴ Saggio di Giovanni Grittani "Caratteri del giudizio di valore" 1994

¹⁵⁵ RICS Valuation Standard, 6° Ed. 2009

In tal senso nella letteratura e dalle verifiche empiriche è stata riconosciuta la potenzialità dei conflitti all'interno di una società tra soci o tra managers e amministratori, o tra amministratori e soci ma soprattutto si evidenzia il conflitto di interesse tra soci, amministratori e managers.¹⁵⁶

Vengono evidenziati una serie di fattori che individuano il grado di coinvolgimento nell'azienda sul controllo di gestione, sulle strategie di sviluppo, sul monitoraggio finanziario, trasparenza e comunicazione per gli azionisti.¹⁵⁷

Alla luce di tutto ciò questo lavoro si è concentrato, dopo una breve ricostruzione delle caratteristiche fondamentali che coinvolge il mondo della valutazione immobiliare e delle società di gestione, sul sistema di rilevamento dei criteri e delle relative procedure per selezionare un valutatore Esperto Indipendente da parte delle SGR; ma anche sulle relative assunzioni della pratica operativa oltre a quelle considerazioni emerse dall'analisi teorica che potrebbero consentire di compensarne le inefficienze.

Queste conclusioni nascono da una analisi teorica per poi verificare successivamente le evidenze che potevano emergere da un'indagine empirica.

Quest'ultima ha avuto lo scopo di rilevare quelli che sono i contenuti, gli elementi tipici e gli elementi comuni valutati come indispensabili e irrinunciabili dalle SGR e, pur coerentemente con le logiche operative che la normativa indica, si sono evidenziate asimmetrie informative e imperfezioni che caratterizzano il mercato delle valorizzazioni immobiliari soprattutto in Italia e che hanno fatto emergere anomalie anche nelle relative procedure di selezione degli Esperti Indipendenti.

L'esame teorico è stato rivolto verso la figura del valutatore nelle vesti dell'Esperto Indipendente inserito nel sistema delle società di gestione del mercato italiano e il relativo esame empirico ha trovato l'interesse prevalentemente su cinque aree:

a) le fasi e i ruoli principali nella procedura di selezione dell'Esperto Indipendente da parte della SGR;

¹⁵⁶ Zattoni A. - Il governo economico delle imprese 2004 ; Corporate governance 2006

¹⁵⁷ Tracy Long,Victor Dulewicz,Keith Gay, *“The Role of the Non-executive Director: Preliminary Findings of an Empirical Investigation into the Differences Between Listed and Unlisted UK Boards”*, Paperback 2005

- b) la definizione ex-ante dei parametri che contraddistinguono l'Esperto Indipendente "tipo" e gli elementi cardini che la SGR rileva nella selezione;
- c) le ulteriori valutazioni e il numero dei potenziali candidati Esperti Indipendenti ammessi;
- d) la valutazione finale e relativo mandato all'Esperto Indipendente;
- e) l'incidenza del potere decisionale del CdA sulle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente.

Il numero delle osservazioni sui cinque punti di analisi li ritengo sufficienti tenuto conto la difficoltà all'ottenimento di risposte definibili in alcuni casi "confidenziali".

Sicuramente la garanzia di anonimato sulle risposte del questionario ha fatto in modo che i vari interlocutori si potessero maggiormente esprimere su argomenti che, per la loro natura, preferivano evitare.

Questo ovviamente non era scontato ma, fin dai primi approcci con i vari interlocutori, si intravedeva che la strada percorsa era quella giusta.

Dalla lettura complessiva dei dati emerge che i criteri e le procedure per la selezione degli E.I. sono orientate, prevalentemente, verso gli E.I. persone giuridiche agevolandone e massimizzandone le sue caratteristiche peculiari che vanno ad implementare quei parametri da rilevare nella fase iniziale di selezione in base ai criteri di scelta assunti.

I meccanismi che riguardano l'assegnazione di funzioni circa le relative procedure di analisi dei criteri di scelta e le fasi iniziali di selezione dei candidati si orientano verso varie realtà di controllo, di coinvolgimenti di ruoli e di una supervisione stratificata del CdA che tende più al decentramento.

Diametralmente opposto è il risultato nella fase della selezione finale dei candidati dove nonostante il mantenimento di una realtà di controllo e di coinvolgimenti di ruoli, prevale un comportamento accentratore del CdA nella decisione finale.

Risalta uno schema di una struttura con competenze che riguardano solo un controllo passivo, meramente esecutivo, facendo presumere che i risultati effettivamente conseguiti dalla selezione siano frutto di logiche che impediscano fenomeni interni al management che possano distrarre le relative risorse verso scelte diverse rispetto da quelle concordate o attese.

Con alcuni e ulteriori elementi anomali come la non formalizzazione di incarichi, la non ufficializzazione dei criteri e delle relative procedure di selezione, la univocità verso un numero ristretto di Esperti Indipendenti persone giuridiche, la non univocità circa la formazione di una short list e sul numero dei candidati ammessi ma soprattutto l'assenza totale di una verifica da parte di un *advisor esterno* alla SGR che sia più competente in materia di *recruiting* e soprattutto *super partes*, può far ipotizzare che lo scopo di tutto questo sia quello di evitare ingerenze che possano destabilizzare le responsabilità strategiche del CdA.

Sicuramente tutto ciò non va a vantaggio della massima trasparenza e questo viene ulteriormente confermato dalle risposte negative che hanno riguardato il rendere noto o meno i criteri di selezione e le motivazioni sulla nomina dell'E.I.; infatti nel prospetto informativo viene reso noto il nome dell'Esperto Indipendente ma non le procedure di selezione e i relativi criteri di scelta e nessun atto pubblico lo contiene.

D'altronde il Provvedimento della Banca d'Italia – Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio,¹⁵⁸ una volta rispettati i requisiti richiesti dal D.M.,¹⁵⁹ pretende dalle SGR solamente la tempestiva comunicazione alla Banca d'Italia dei nominativi degli Esperti Indipendenti che sono stati nominati, oppure la revoca del relativo mandato, oppure la eventuale sostituzione degli stessi.

Non sono previsti obblighi da parte delle Autorità di vigilanza che portano a rendere ufficiali i criteri e le procedure di selezione degli Esperti Indipendenti.

Anche per quanto riguarda la durata dell'incarico nei confronti dell'E.I. le SGR si orientano prevalentemente sulla durata di tre anni e nel rispetto della succitata normativa; sono previsti contratti che riportano la clausola di tacita proroga fino al massimo consentito¹⁶⁰ ma le motivazioni sono più di ordine economico e opportunistico che di maggior tutela nei confronti dei risparmiatori, con riferimento soprattutto ai fondi retail.

L'attività di controllo del CdA oltre ad essere indirizzata al monitoraggio della dinamica della selezione ha anche la possibilità di monitorare le stime effettuate

¹⁵⁸ P. 4, Sez. II, Cap.IV, TIT.V del Provv. B.I. del 14/04/2005

¹⁵⁹ D. 228 del 24/05/1999 – Reg.to attuativo dell'art. 37 del TUF

¹⁶⁰ comma 10 e 11, art. 17 Decreto n. 228 del 23/05/1999

dagli E.I. durante il loro mandato e l'attuale normativa gli permette, comunicando le ragioni agli esperti stessi, anche l'eventuale discostamento¹⁶¹ che reputa necessario.

Alla luce di quanto sopra la relativa indagine ha rilevato che la maggioranza delle SGR attua procedure che analizzano eventuali discostamenti sulle valutazioni chiedendo all'Esperto Indipendente di effettuare ulteriore verifica; residuale è invece il numero di chi ha dichiarato l'intervento da parte del CdA per modificare le stime presentate dagli Esperti Indipendenti.

Le varie linee di attenzione nel corso di questa indagine e le relative analisi propendono per ulteriori approfondimenti e spunti di ricerca sul fatto che, da quanto rilevato dagli intervistati, non emergono revisioni critiche sulle varie anomalie che si presentano a seguito dell'operato dell'Esperto Indipendente e questo, fa presupporre che siano frutto anche delle eventuali verifiche richieste dalla SGR.

In conclusione e alla luce di quanto sopra la singola SGR è caratterizzata dalla dipendenza dal gruppo di controllo e, il relativo comportamento, è finalizzato a fini di profitto che poi misurano realmente l'efficienza delle varie iniziative e quindi, parametri e procedure di selezione di Esperti Indipendenti stabiliti secondo criteri fondamentalmente decisi dalla società di gestione, possono essere incoerenti alla logica dell'indipendenza.

Per questi motivi è auspicabile, anche alla luce dei dibattiti a seguito delle analisi del Documento Consob n. 65 del dicembre 2009, pensare a come potranno evolversi fra due o tre anni le procedure di selezione degli Esperti Indipendenti sia in chiave normativa che direttamente dai soggetti protagonisti e interessati del sistema che gestisce i fondi immobiliari, proponendo anche in questo caso, un ulteriore spunto di ricerca per tale verifica.

¹⁶¹ P. 4, Sez. II, Cap.IV, TIT.V del Provv. B.I. del 14/04/2005

Appendice

QUESTIONARIO

1 – L'attuale normativa impone la figura dell'Esperto Indipendente per la valutazione dei beni di ogni singolo fondo; dal CdA vengono rilasciate deleghe per redigere i criteri di scelta degli Esperti Indipendenti?

SI

NO

Se rispondete SI: a quale figura dell'organigramma si dà incarico per tale funzione?

.....

2 – Il/i Vostro/i Esperto/i Indipendente/i è/sono organizzato/i in forma societaria oppure come professionista persona fisica?

Profess.ta Pers. Fisica

Entrambi

Persona Giuridica

Indicare nell'elenco quali punti contraddistinguono (oppure no, oppure ininfluente) l'Esperto Indipendente persona giuridica rispetto al professionista persona fisica:

- | | | | |
|------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|
| a) Professionalità | <input type="checkbox"/> SI | <input type="checkbox"/> Ininfluente | <input type="checkbox"/> NO |
| b) Brand | <input type="checkbox"/> SI | <input type="checkbox"/> Ininfluente | <input type="checkbox"/> NO |
| c) Autorevolezza | <input type="checkbox"/> SI | <input type="checkbox"/> Ininfluente | <input type="checkbox"/> NO |
| d) Assistenza | <input type="checkbox"/> SI | <input type="checkbox"/> Ininfluente | <input type="checkbox"/> NO |
| e) Informazioni | <input type="checkbox"/> SI | <input type="checkbox"/> Ininfluente | <input type="checkbox"/> NO |
| f) Know-how | <input type="checkbox"/> SI | <input type="checkbox"/> Ininfluente | <input type="checkbox"/> NO |
| g) Minore burocrazia | <input type="checkbox"/> SI | <input type="checkbox"/> Ininfluente | <input type="checkbox"/> NO |
| h) Tempi di esecuzione | <input type="checkbox"/> SI | <input type="checkbox"/> Ininfluente | <input type="checkbox"/> NO |

Altro:

.....
.....

3 – La procedura per la nomina di un Esperto Indipendente viene eseguita in modo indipendente per ogni Fondo Immobiliare della SGR ?

SI

NO

4 – A quali figure dell’Organigramma della SGR viene dato l’incarico di valutare e selezionare l’Esperto Indipendente?

.....

5 – La lista dei candidati a Esperto Indipendente ha un numero minimo e/o massimo?

Numero minimo?

SI

NO

Se rispondete SI: quanti?

.....

Numero massimo?

SI

NO

Se rispondete SI: quanti?

.....

6 – Questi candidati dovranno presentarsi per un colloquio preliminare?

SI

NO

7 – Vengono chieste referenze dalla/e SGR dove precedentemente ha operato l’Esperto Indipendente?

SI

NO

8 – Che valore viene dato alla esperienza presso altre SGR da parte dell’Esperto Indipendente?

Basso Ininfluente Alto

Eventuali Motivazioni:

.....
.....

9 – L’Esperto Indipendente che ha terminato il suo mandato per un Vs. Fondo può ricandidarsi?

SI NO

Se rispondete NO:

Quanto tempo deve intercorrere tra la data della scadenza del mandato e la data di partecipazione di una nuova selezione?

.....

Se rispondete SI:

Sulla base di un punteggio da 0 a 10 mettere una croce sul valore attribuito all’esperienza di un Esperto Indipendente che ha svolto un mandato per la Vostra SGR?

0 - 1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7 - 8 - 9 - 10

10 – Quali elementi vengono rilevati per la valutazione dei candidati a Esperto Indipendente?

Principali informazioni da rilevare su ogni candidato:

- a)
- b)
- c)

Principali motivi di scarto di un candidato:

- a)
- b)
- c)

11 – Dopo la valutazione dei candidati ci sarà una short list?

SI NO

Se rispondete SI:

-- Da quanti nominativi è formata la short list?
.....

12 – Quale/i Organo/i della SGR fa la valutazione finale per la nomina dell'Esperto Indipendente?

.....
.....

Eventuali Note:

.....
.....

13 – E' prevista la figura di un advisor esterno alla SGR che abbia il ruolo di "revisore" sulla scelta finale degli Esperti Indipendenti?

SI NO

Se rispondete SI: Qual è la specializzazione dell'advisor?

.....
.....

14 – Quanto dura l'incarico affidato ad un Esperto Indipendente?

.....

15 – I criteri di selezione e le motivazioni sulla nomina dell’Esperto Indipendente sono rese note su:

- | | | |
|--|----|----|
| - Prospetto Informativo del Fondo Imm. | SI | NO |
| - Documenti Interna della SGR? | SI | NO |
| - Verbali del CdA? | SI | NO |
| - Altri Documenti resi Pubblici? | SI | NO |

Eventuali Note:

.....
.....

16 – Esistono procedure che portano il CdA ad analizzare la performance delle valutazioni degli Esperti Indipendenti?

SI NO

17 – Esistono procedure da parte del CdA che portano ad analizzare eventuali discostamenti sulle valutazioni degli Esperti Indipendenti rispetto alle valutazioni attese?

SI NO

Viene richiesto all’Esperto Indipendente ulteriore verifica in caso di discostamenti?

SI NO

Eventuali Note:

a).....
b).....

Bibliografia

- A. Whatling, “*Fair value for all*” RICS, Working paper, 2003 ;
- Agenzia delle Entrate-Doc.ti di Lavoro Uff. Studi 2007/5 “*Catasto: quale riforma degli estimi*” a cura di M. Simonotti , Febr. 2007;
- AAVV “*Osservatorio sul mercato immobiliare di nomisma*” Nomisma Dic. 2006;
- AAVV “*I Fondi Immobiliari in Italia e all’Estero* “ Rapporto 2007 Scenari Immobiliari ;
- AAVV “*Charte de l’expertise en valuation immobiliere* 3^{ème} édition 2006, Comité D’Application de la Charte ;
- AAVV “*Board evaluation: regole, principi, best practice*”, Nedcommunity, 2008 ;
- By Congress as the Source of Appraisal Standards and Appraiser Qualifications, “*The Appraisal Foundation*” Washington 2007 www.AppraisalFoundation.org ;
- API-Australian Property Institute, “*Australian and New Zealand Valuation and Property Standards Manual*”, September 2008;
- Appraisal Standards Board “*Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*” The Appraisal Foundation – 2008/2009 Edition ;
- Associazione GEOVAL “*Statuto*” 2000 ;
- Assogestioni, “*Fondi Immobiliari – Rapp. Semestrale*” Dicembre 2006 ;
- Assogestioni, “*Fondi Immobiliari – Rapp. Semestrale*” Giugno 2007 ;
- Assogestioni, “*Fondi Immobiliari – Rapp. Semestrale*” Dicembre 2007 ;
- Assogestioni, “*Fondi Immobiliari – Rapp. Semestrale*” Giugno 2008 ;
- Assogestioni, “*Fondi Immobiliari –Rapp.Semestrale*” Dicembre 2008 ;
- Assogestioni, “*Annuario 2008* ;
- Babcock Henry A., “*Definitions, Concepts and Principles of Appraisal Practice*” Valuation, vol.22, no.1 (June 1975) ;
- Baum A.; Mackmin D., “*The Income Approach to Property Valuation*” Routledge, London (3rd Edition), 1995 ;

- BCBS “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*” Bank for International Settlements, Basilea CH, 2004 ;
- Brown Peter M., “*The Effectiveness of UK Independent Directors*” Blackwell Publishers Ltd-Corporate Governance Vol. 5 Nr 4 Ottobre 1997 ;
- Brown G.R. ; Matysiak G.A. “*Real Estate Investment: A Capital Market Approach*” Financial Times - London, 1999 ;
- Cacciamani C., “*Real Estate-Econ. e finan. imm.*” Ed. Egea 2007 ;
- Caprio G., Laeven L.,Levine L.,“*Governance and bank valuation*” NBER w.p. 2003;
- Consob Doc. di Consult.ne Reg.to n. 11971 del 14 maggio 1999 ;
- Consob-Quaderni di Finanza, “*Il rapporto tra le SGR e gli Esperti Indipendenti nella fase di valutazione degli asset dei fondi immobiliari*” Documenti n. 65, 2009
- Daum Julie H., “*The new rigor in director recruiting: a more thoughtful search process such as the 10-step methodology recommended here, will result in a more cohesive and effective board*” Business Publications-Director&Boards 2004 ;
- Delli Santi R.-S. Mantella (a cura di) “*Capital Market e Real Estate*” Egea 2009;
- Derek Higgs, “*Review of the role and effectiveness of non-executive directors*” copies from The Dep.ofTrade an Industry January 2003 ;
- Diaz Julian, “*An Investigation into the Impact of Previous Expert Value Estimates on Appraisal Judgment*” Journal of Real Estate Research Vol. 13 n° 1 1997 ;
- Diaz Julian, “*How Appraisers do Their Work: a Test of the Appraisal Process and the Development of a Descriptive Model* “ Paper of The Journal of Real Estate Research - Spring 1990;
- Din Allan, Martin Hoesli, Andrè Bender “*Environmental Variables and Real Estate Prices*” Urban Studies, Vol.38, N° 11 2001 ;
- Dulewicz V.,Gay K, “*The role of the Non-executive Director:findings of an empirical investigation into the differences between listed and unlisted UK boards*” 2005;
- E-Valuations:Istituto di Estimo e Valutazioni. “*Statuto* “ , 2007;

- Filatotchev I., Jackson G., Gospel H., Allcock D., “*Key Drivers of good corporate Governance and the Appropriateness of UK Policy Responses*” Final Report from The Department of Trade and Industry and King’s College London, January 2007;
- Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act, “*Title XI Real Estate Appraisal Reform Amendments [12 U.S.C. 3331-3351]*”, U.S.A. 1989
- Geltner D.M., N.G. Miller, J. Clayton, P. Eichholtz, “*Commercial Real Estate*” Thomson-South-western ;
- Giannotti C. , “*La gestione del fondo immobiliare*” Ed. Egea 2006 ;
- Grittani Giovanni, “*Caratteri del giudizio di valore*” Saggio in Elementi di Teoria della valutazione dei beni imm. a cura di S.Mattia e R.Bianchi, Città Studi Ed., 1994;
- Halbert C., “*Inconsistencies in Appraisal Theory and Practice*“ Paper of The Journal of Real Estate Research – April 1986;
- Hodge Neil, “*Ned alert: despite the clarifications of the Combined Code and the Higgs review, too many non-executive directors remain hazy about their job and a lot of candidates who do understand it don’t want to do it*” Business Publications, 2006 ;
- IAAO “*Standards of Practice and Professional Ethics*” Workshop, International Association of Assessing Officers, 2005 ;
- Isaac D. , “*Property Valuation Principles*” Palgrave - London, 2002 ;
- Is.I.V.I. “*Osservazioni al Rg.to Consob 14Mag1999 nr. 11971*” Luglio 2004;
- Is.I.V.I. “*Osserv.ne al doc.to di II° consultazione Consob Reg.11971*” Nov.2004 ;
- Is.I.V.I. “*Ulteriori considerazioni a seguito dei recenti fatti circa la nostra osservazione alla bozza del regolamento della Banca d’Italia sulla disciplina delle obbligazioni bancarie garantite del 6 ottobre 2006*”, 27 agosto 2007
- IVSC “*International Valuation Standards*” International Valuation Standards Committee – Eight Edition 2007
- IVSC “*Minutes of the International Valuation Professional Board*”, Madrid 2009;
- Jaffe A.J., “*Fundamentals of Real Estate Investment*” South Western 2001;

- J.D. Dorchester, J. Vella “*Valuation and Appraisal Institute in a Global Economy: the European Initiative*” Appraisal Institute 2000 ;
- J.D. Dorchester, “*Market value for financial reporting: the premise*” The appraisal journal n. 1, 2004 ;
- Kain John F., John M. Quigley “*Note on Owner’s Estimate of Housing Value*” Journal of the American Statistical Association Vol. 67 N° 340 Dec. 1972 ;
- Kane S.; Linne M.; Johnson J. ; “*Practical Applications in Appraisal Valuation Modeling*” Appraisal Institute – Chicago, 2004 ;
- Kilpatrick John A., “*Appraisal of Contaminated Property in the United States*” Japan Real Estate Institute – October 2003;
- Levine M.L., “*How Relevant are Appraisals/Valuation Reports to International Real estate Transactions?*” Real Estate Issues 2001 ;
- Luan Chin-Jung ,Tang Ming-Je, “*Where is Independent Director Efficacy*” Blackwell Publishers Ltd-Corporate Governance Vol. 15 Nr 4 Luglio 2007 ;
- Macey J.R., “*Corporate Governance, Promises Kept, Promises Broken*” Princeton University Press, 2008;
- McNulty J. , Stiles P. “ *Creating Accountability within the Board: The Work of the Effective Non-executive Director* “ Univ. Business School, 2002 ;
- Marvin L. Wolverton, Julian Diaz “*An investigation into price knowledge induced comparable sale selection bias*” RICS Research The Cutting Edge 1996;
- Plattner L., “ *Enron: Financial Information and Conflict of Interests*”, www.ssrn.com;
- Pr. Bunton D.S., “*Uniform Standards of Professional Appraisal Practice-USPAP* “ The Appraisal Foundation Marzo 2007;
- Rees W.H.; Hayward R.E.H. ; “*Valuation: Principles into Practice*” Estates Gazette - London, (5th edition), 2000 ;
- RICS, “*Appraisal and Valuation Standards*” Rics Book - Coventry 2004 ;
- RICS, “*Valuation Standards Red Book* ” (IVS Compliant) RICS - Gennaio 2008;
- RICS, “*A valuer’s guide to the RICS Red Book 6th ed.*” RICS BOOK Febr. 2008
- RICS, “*Standard di valutazione RICS Edizione Ita.*” - Marzo 2009;

- S.H. Johnson, R. La Porta, F. Lopez de Silanes e A. Shleifer, *“Tunneling”* Working Paper N. W7523 , 2000 ;
- Scelba M.A. Dir., *“QEI-Quaderni di Economia Immobiliare”* Tecnoborsa Gen-Giu 2003;
- Scelba M.A. Dir., *“QEI-Quaderni di Economia Immobiliare”* Tecnoborsa Lug-Dic 2003;
- Simonotti M. Dir.Sc., *“Codice delle Valutazioni Immobiliari”* Tecnoborsa Terza Ed. 2006 ;
- Simons Robert, *“When Bad Things Happen to Good Property”* Environmental Law Institute - Washington, 2007 ;
- Stanghellini S. Dir. Sc., *“Codice delle Valutazioni Immobiliari”* Tecnoborsa 2^a. Ed. 2002;
- Tarantello Rocky A., *“Real Estate Experts: Some Further Observations”* Real Estate Issues 1999;
- The Appraisal Foundation, *“Uniform Standards of Professional Appraisal Practice”* Updated and published annually through the 2006 edition;
- The Appraisal Institute, *“The Appraisal of Real Estate”* An industry-recognized textbook (13th Edition) ;
- TEGoVA, *“European Valuation Standards”* Bell&Bain – Londra 2003;
- Tracy Long, Victor Dulewicz, Keith Gay, *“The Role of the Non-executive Director: Preliminary Findings of an Empirical Investigation into the Differences Between Listed and Unlisted UK Boards”*, Paperback – 23 Mar 2005;
- Tronconi O.- Bellintani S., *“Valutazione e valorizzazione immobiliare”* Il Sole 24Ore 2006;
- Zattoni A., *“Il governo economico delle imprese”*, Ed. Egea, Milano 2004;
- Zattoni A., *“Corporate governance”*, Ed. Egea, Milano 2006.

Siti Internet

API - Australian Property Institute
www.propertyinstitute-wa.com

ASSOIMMOBILIARE
www.assoimmobiliare.it

Appraisal Foundation
www.appraisalfoundation.org

APPRAISAL INSTITUTE
www.appraisalinstitute.org

BANCA D'ITALIA
www.bancaditalia.it

BERR-Department for Business Enterprise & Regulatory Reform
www.dti.gov.uk

CBRE CB Richard Ellis : Real Estate Worldwide
www.cbre.com

CONSOB
www.consob.it

Cordeasavills
www.cordeasavills.it

CRIF Certification Services
www.crifcertification.com

Cushman & Wakefield- Global real estate solutions
www.cushwake.com

Department for Business
Enterprise & Regulatory Reform
www.dti.gov.uk

ECGI-European Corporate Governance Institute
www.ecgi.org

E-Valuations: Istituto di Estimo e Valutazioni
www.e-valuations.org

FIABCI - International Real Estate Federation
www.fiabci.it

Findarticles
<http://findarticles.com>

GEOVAL – Geometri Valutatori Esperti
www.geoval.it

International Valuation Standards Council - IVSC
www.ivsc.org

IPD
www.ipdglobal.com

Is.I.V.I. – Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
www.isivi.it

IVSC
www.ivsc.org

Jones Lang LaSalle
www.joneslanglasalle.it

Journal of Real Estate Finance and Economics
www.springerlink.com/content/1573-045X/

Jstor Archive
www.jstor.org

Nedcommunity
www.nedcommunity.com

Praxi
www.praxi.com

REAG – Real Estate Advisory Group
www.reag-aa.it

Real Estate Economics
www.blackwell-synergy.com/loi/reec

Reddy's Group – International Real Estate Advisors
www.reddysgroup.com

RICS - Royal Institution of Chartered Surveyors
www.rics.org

STIMATRIX
www.stimatrix.it

Social Science Research Network

www.ssrn.com

Tecnoborsa

www.tecnoborsa.com

TEGoVA

www.tegova.org

Valuation and Property Standards

www.propertystandards.propertyinstitute-wa.com

Word Trade Organization

www.wto.org