



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare

Milano  
Via Lanzone, 7  
20123 Milano  
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446  
Merano  
Via delle Corse, 62  
39012 Merano  
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296  
email: [isivi@isivi.it](mailto:isivi@isivi.it)  
website: [www.isivi.it](http://www.isivi.it)

Milano, 28 giugno 2012

Ministero dell'Economia e delle Finanze  
Dipartimento del Tesoro  
Direzione IV – Ufficio IV  
Via XX Settembre, 97  
00187 - Roma

Anticipata via e-mail a: [dt.direzione4.ufficio4@tesoro.it](mailto:dt.direzione4.ufficio4@tesoro.it)

**Oggetto: consultazione sullo schema di regolamento ministeriale recante norme sui criteri e i limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse**

Egregi Signori,

L'Istituto Italiano di Valutazione – Is.I.V.I.<sup>1</sup> esprime apprezzamento per l'attività che lo spett.le Ministero dell'Economia e delle Finanze, ed, in particolare, la Direzione IV, sta svolgendo nel settore dei fondi pensione.

Sulla base degli approfondimenti condotti con i competenti gruppi di lavoro, si ritiene tuttavia opportuno formulare talune osservazioni sullo schema di regolamento ministeriale recante norme sui criteri e i limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse.

Le modifiche poste in consultazione appaiono condivisibili, poiché recepiscono correttamente le nuove misure comunitarie nonché introducono talune semplificazioni utili ad accrescere l'attrattività dell'ordinamento nazionale nel settore previdenziale. Merita apprezzamenti poi il tentativo di creare un *level-playing field* tra la disciplina inerente ai fondi pensione e la

---

<sup>1</sup> Is.I.V.I. è un'associazione senza fini di lucro, *full member* per l'Italia di TEGoVA (federazione di circa 40 associazioni Europee di valutazione), che coopera formalmente con l'*Appraisal Institute* (associazione americana che raggruppa i migliori fra i valutatori aventi la licenza federale) nonché con l'OSMI-Borsa Immobiliare di Milano, azienda autonoma della Camera di Commercio di Milano. E' inoltre socia fondatrice di Federimmobiliare nonché *principal member* dell'*International Real Estate Federation* – FIABCI che raduna oltre 160 associazioni in 60 stati che è rappresentante presso le Nazioni Unite del settore immobiliare. In Italia, le altre associazioni italiane *pricipal members* della FIABCI sono ASPESI, FIMAA e ANACI.

disciplina MiFID, mutuando da quest'ultima diverse disposizioni, fra cui le regole in materia di correttezza comportamentale, di processo decisionale di investimento nonché di gestione dei conflitti di interesse. Ciò consentirà ai diversi operatori del settore previdenziale, mobiliare, ecc. di disporre di un quadro normativo il più possibile unitario.

A parere della Scrivente, tuttavia, regole più stringenti potrebbero essere richieste agli intermediari nella definizione di un articolato processo decisionale di investimento, che garantisca, nelle diverse fasi dell'attività gestoria, il pieno rispetto del dovere di ricercare e selezionare le singole operazioni in coerenza con un piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario di ciascun fondo gestito (c.d. *Business Plan*).

L'obiettivo principale del *Business Plan* è quello di prevedere e monitorare la gestione del portafoglio del fondo e le compravendite dei singoli beni durante il ciclo di vita del fondo con il fine ultimo di fornire delle linee guida per la massimizzazione del rendimento per l'investitore. Il *Business Plan* del fondo rappresenta, pertanto, uno strumento "dinamico" di valutazione delle singole operazioni inerenti sia alla gestione ordinaria di un portafoglio sia all'attività di compravendita.

Si ritiene che sia dovere degli intermediari definire un articolato processo decisionale, inerente all'esecuzione delle singole operazioni in coerenza con le strategie di investimento definite nel *Business Plan*. La redazione del *Business Plan* e la sua corretta attuazione hanno, dunque, un immediato impatto sulla correttezza del processo decisionale con risvolti positivi sia sull'azione di vigilanza delle Autorità di Settore sia sulla tutela dei contraenti deboli.

E' in tale contesto che si inquadrano le attività di valutazione e più in generale della *due diligence* sugli asset e dell'attività di *risk management*.

La crisi finanziaria degli ultimi anni, per un verso, ha chiaramente dimostrato l'estrema difficoltà di applicare adeguati criteri e metodologie di valutazione (specialmente degli *asset* illiquidi) e, per altro verso, ha rivelato l'inadeguatezza dei presidi interni degli intermediari finanziari (soprattutto il *risk management*). Se ciò è vero in via generale, è forse ancora più vero nel caso di *asset* particolari, fra cui i fondi immobiliari: la complessità del processo di valutazione dei beni in cui viene investito il loro patrimonio è, infatti, strutturale, poiché dipende sia dalla natura stessa dei beni di cui si tratta (gli immobili) sia dalle caratteristiche del relativo mercato (scarsità degli scambi, basso livello di trasparenza, localizzazione, caratteristiche fisiche, legislazione e fiscalità, reddito, sfritto, solvibilità del tenant, uso presente e futuro, fungibilità, liquidità, indebitamento, ecc.).

Sia la valutazione sia l'attività di *due diligence*, infatti, devono considerarsi elementi necessari ed indefettibili del processo decisionale posto in essere da ciascun gestore, da presidiare soprattutto nel caso di investimenti in fondi immobiliari, in fondi di *private equity* e più in generale, in fondi alternativi.

Tali osservazioni vanno, ora, integrate alla luce del fatto che il nostro ordinamento in materia di fondi immobiliari (Decreto Ministeriale 228/1999, Provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005, Regolamento Intermediari CONSOB n. 16190 del 29.10.2007) prevede l'intervento, nelle diverse fasi dell'attività gestoria, di una figura professionale specializzata: gli esperti indipendenti, chiamati a formulare delle stime. La valutazione di un esperto indipendente è obbligatoria nei seguenti casi:

- conferimento di beni a fondi ad apporto pubblico ex art. 14 *bis* della legge 86/1994;
- conferimento di beni a fondi ad apporto privato ex art. 12-*bis*, comma 3, lett. A) del D.M. 228/1999;
- in occasione della predisposizione del rendiconto annuale e della relazione semestrale (art. 2 del D.M. 228/1999 e Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 4 del Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005);
- acquisto o vendita di beni immobili in conflitto di interesse (art. 12-*bis*, comma 4, Lett. C) del D.M. 228/1999);
- vendita di beni immobili ("giudizio di congruità": cfr. Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 4 del Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005).

Le stime degli esperti indipendenti sono dotate di una specifica rilevanza non solo dal punto di vista pratico, ma anche da quello giuridico. Le predette stime - peraltro non vincolanti per il gestore - non fanno, infatti, venir meno la responsabilità finale delle SGR in materia di valutazione del portafoglio immobiliare dei fondi gestiti ma permettono alla stessa di avere una migliore capacità di conoscenza e comprensione delle modalità di formazione dei valori degli *asset* immobiliari.

Tale impianto regolamentare - con gli opportuni adattamenti - potrebbe essere esteso anche all'operatività dei fondi pensione nel mercato dei fondi immobiliari prevedendo - con l'obiettivo di assicurare una corretta operatività e tutelare l'interesse degli investitori - che gli intermediari che intendono investire in fondi immobiliari siano tenuti ad avvalersi per la selezione delle proposte di investimento/disinvestimento in fondi immobiliari e per la successiva corretta valorizzazione/analisi dei rischi/timing delle dismissioni, dell'expertise di operatori professionali, specializzati nella valutazione di beni immobili e più in generale del mercato immobiliare: gli esperti indipendenti.

Tale previsione potrebbe evitare alcune delle criticità operative e gestionali - registrate in recenti casi di mercato - e permettere ai gestori di fondi pensione - investitori specializzati nel mercato mobiliare - di attuare efficaci strategie di diversificazione del portafoglio nel settore immobiliare ed corrette strategie gestorie con il supporto di *advisor* specializzati.

La corretta valutazione degli *asset* e la conseguente decisione di investimento/disinvestimento assume un ruolo centrale, soprattutto nell'attuale fase di mercato in cui il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari è di centrale importanza.

Tale impostazione è peraltro confermata nell'impostazione della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 Giugno 2011 sui Gestori di Fondi di investimento alternativi<sup>2</sup> da recepire in Italia entro il 22 luglio 2013.

In secondo luogo sulla scorta dell'evoluzione della disciplina delle società di revisione e delle agenzie di *rating*, sembra opportuna una riflessione in merito all'introduzione di elenco - soggetto a forme di vigilanza da parte delle autorità del settore mobiliare - per assicurare criteri e regole idonee a potenziare l'adeguatezza dei requisiti di professionali, di onorabilità e di indipendenza degli esperti indipendenti.

In tal modo, l'esperto indipendente potrebbe essere reso responsabile verso i terzi ed, in particolare, verso lo stesso fondo pensione ed i suoi iscritti per le operazioni relative al settore immobiliare. Inoltre, potrebbe essere richiesta all'esperto non solo la relazione di stima, ma anche la *Property and Market Rating analysis* come richiesto anche dagli EVS2012. Potrebbe altresì essere richiesta la predisposizione di scenari di probabilità in modo da quantificare le probabilità di realizzazione dei diversi valori *dell'asset*.

Più specificatamente, come noto, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, ai sensi dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, determina i criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento, ivi inclusa la normativa della valutazione dei beni da parte degli esperti indipendenti dei fondi immobiliari (Titolo IV del D.M. 228/1999).

L'esperto indipendente riveste, ai sensi della normativa esistente, una funzione, benché settoriale e specifica, di protezione di interessi, soprattutto pubblici, di tutela del risparmio ed, in particolare, della trasparenza e fiducia nel sistema finanziario degli investitori.

---

<sup>2</sup> In particolare, il considerando (29) prevede che: Una valutazione affidabile e obiettiva delle attività è cruciale per la tutela degli interessi degli investitori. I GEFIA utilizzano metodologie e sistemi diversi per la valutazione delle attività in funzione delle attività e dei mercati in cui investono principalmente. È opportuno riconoscere queste differenze, ma occorre tuttavia disporre in ogni caso che i GEFIA attuino le procedure di valutazione in modo da ottenere una valutazione corretta delle attività dei FIA. Il processo di valutazione delle attività e di calcolo del valore patrimoniale netto dovrebbe essere funzionalmente indipendente dalla gestione del portafoglio e dalla politica remunerativa dei GEFIA mentre altre misure dovrebbero garantire la prevenzione dei conflitti d'interesse e l'esercizio di qualsiasi influenza indebita sui dipendenti. In base a determinate condizioni, i GEFIA dovrebbero poter designare un valutatore esterno incaricato di svolgere la funzione di valutazione.

Da queste essenziali premesse risultano discendere importanti conseguenze dirette a rendere l'esperto indipendente capace di assolvere tale fondamentale ruolo di garante *super partes*. In particolare, la libera regolamentazione del settore tramite linee guida, standards e normative non imperative non ha prodotto i risultati sperati. E' necessario, prendendo spunto dalla normativa statunitense e da quanto previsto per le società di rating, una vigilanza diretta sugli esperti indipendenti e una normativa imperativa di settore più stringente, almeno nel caso di investimenti fatti dai fondi pensione.

Sul punto particolare attenzione merita il Quaderno di finanza n.65 Consob in materia di "il rapporto tra le SGR e gli "esperti indipendenti" nella fase di valutazione degli *asset* dei fondi immobiliari" e la successiva comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia in materia di "processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento".

Nel ringraziarla per l'attenzione codesta Associazione, Le esprime la piena disponibilità a collaborare all'attività che il Ministero dell'economia e delle Finanze sta conducendo nonché ad essere audita per poter meglio rappresentare le riflessioni di seguito esposte.

\* \* \*

Si ringrazia per l'attenzione e si porgono distinti saluti.

Il Presidente

Ing. Enrico Campagnoli<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> *Past World President* 2010-2011 dell'*International Real Estate Federation* – FIABCI nonché *Past Chairman* del *Real Estate Market Advisory Group (REM) Working Party on Land Administration (WPLA)* - UN-ECE che ha redatto nel 2010 il "*Policy framework for sustainable real estate markets*" a firma del Segretario Generale dell'UN-ECE medesimo.