

MEMORANDUM

Da: Avv. Antonio Campagnoli¹

Data: 19 maggio 2015

Oggetto: Esperti Indipendenti, Valutatori Interni e Valutatori Esterni di FIA Immobiliari: novità

Indice:

Premesse

Al valutatore esterno non si applica il DM 30/2015: ratio

Principali novità introdotte dal DM 30/2015:

- Conflitto d'interesse;
- Obbligo di allegare l'incarico al rapporto di stima;
- La delibera del conferimento con indicazione dei criteri seguiti nella scelta;

Le attività del valutatore esterno

Conclusioni

Premesse:

Le norme riguardanti la valutazione del patrimonio di fondi immobiliari (FIA Immobiliari) sono state recentemente modificate in occasione dell'attuazione in Italia della normativa europea riguardante i fondi alternativi ed, in particolare, la c.d. AIFMD.

Vi sono molte novità, fra cui:

- il GEFIA (gestore di fondi di investimento alternativi), fra cui l'SGR, può delegare ad un soggetto esterno (eventualmente anche il depositario se ne ricorrono le condizioni), avente le caratteristiche di professionalità di cui all'art. 76 del Regolamento Delegato (UE) N. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012 la funzione di (i) valutazione dei beni immobili e/o (ii) il calcolo del valore della quota del fondo, salvo rimanerne responsabile nei confronti dei terzi (par. 1.3, Sezione II, Capitolo IV, Titolo V del Regolamento sulla gestione del risparmio del 15 gennaio 2015);
- la funzione di valutazione diviene obbligatoria (tranne che per i GEFIA sotto soglia ex art. 35 undecies TUF): quella interna deve avvalersi del supporto di un esperto indipendente mentre quella esterna può, se ne ricorrono le condizioni, non avvalersi di un esperto indipendente;

¹ Coordinatore del Tavolo di Lavoro promosso da Is.I.V.I. sugli esperti indipendenti che ha curato l'osservazione svolta in occasione della pubblica consultazione del MEF in merito alle modifiche all'ex DM 228/99, nonché partner de IL PUNTO Real Estate Advisor srl/CORFAC International (www.ilpunto-re.eu) e presidente di FIABCI Italia (www.fiabci.it).

- il recente DM 30/2015, che ha sostituito il DM 228/1999, introduce numerose novità in tema di esperto indipendente che riguardano, fra l'altro, (i) il conflitto d'interesse non più solo nei confronti del fondo ma degli interi rispettivi gruppi di appartenenza, (ii) l'obbligo di allegare l'incarico al rapporto di stima, (iii) la delibera del conferimento con indicazione dei criteri seguiti nella scelta, i corrispettivi, l'assicurazione dell'esperto ed altri elementi di trasparenza, (iv) il divieto di rinnovare il mandato oltre il triennio, (v) l'obbligo di indicare chi effettivamente svolga il lavoro, (vi) divieto di lavoro per il GEFIA del soggetto che ha svolto l'incarico, (vii) l'obbligo di compensi commisurati all'impegno e alla professionalità richiesta per lo svolgimento dell'incarico, nonché (viii) l'obbligo di indicare la persona fisica deputata in concreto allo svolgimento dell'incarico;
- ai sensi dell'art. 18 comma 3 del DM 20/2015, i gestori si devono adeguare alle nuove disposizione in materia di conferimento degli incarichi agli esperti indipendenti di cui sopra alla prima scadenza contrattuale utile e, comunque, non oltre tre anni dall'entrata in vigore del regolamento.

Al valutatore esterno non si applica il DM 30/2015: ratio

A dispetto di una conferma dell'importanza della valutazione del patrimonio del fondo, vi è di fatto una stratificazione fra la normativa previgente in merito agli esperti indipendenti e la nuova normativa incentrata sul valutatore esterno. Per darne una lettura coerente, è necessario non sovrapporre la funzione di valutatore esterno con quella di esperto indipendente.

Il TUF all'art. 6 lett. c), punto 5), nel caso di beni non negoziati in un mercato regolamentato, come nel caso dei beni immobili, dà facoltà alla Banca d'Italia di prevedere il ricorso ad esperti indipendenti e richiederne l'intervento anche in sede di acquisto e di vendita dei beni da parte del gestore. Al punto 6) che segue, viene specificato che il potere della Banca d'Italia si estende alle condizioni per la delega a terzi della valutazione dei beni in cui è investito il fondo e del calcolo del valore della quota.

Tutte le importanti novità introdotte dal DM 30/2015 sopra brevemente richiamate, non trovano applicazione nei confronti del valutatore interno e tanto meno nei confronti del valutatore esterno (fatta eccezione l'art. 16 comma 7 del DM 30/2015 in tema di iscrizione ad un albo professionale, struttura e dei requisiti di onorabilità ex art 13 TUF) .

L'art. 73 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 del 19 dicembre 2012 (richiamato anche dal Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d'Italia) semplicemente impone delle "garanzie professionali" al valutatore esterno ed in particolare che (i) esso disponga di persone e risorse tecniche sufficienti, (ii) sia dotato di procedure adeguate a salvaguardia di una valutazione corretta e indipendente, (iii) conosca e comprenda adeguatamente la strategia di investimento del FIA e le attività che è chiamato a valutare, (iv) possieda onorabilità ed esperienza sufficienti in materia di valutazione e (v) in generale, sia qualificato ed

in grado di effettuare una valutazione corretta.

Il Regolamento sulla gestione del risparmio impone l'uso dell'esperto indipendente (par. 4, Sezione IV, Titolo V) per la valutazione del patrimonio del fondo e delle partecipazioni non quotate quando la SGR non ha delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota del fondo. A parte interpretazioni non letterali, la delega al terzo deve essere stata data per entrambi le funzioni al fine di fare venire meno l'obbligo di dotarsi dell'esperto indipendente in capo alla SGR. Non ritengo si possa andare contro l'interpretazione letterale del regolamento per le ragioni che esporrò appresso relative alla funzione di salvaguardia e di "gate keeper" proprie solo dell'esperto indipendente.

La funzione dell'esperto indipendente e quella del valutatore interno (anche nel caso di delega a terzo esterno) non sono analoghe. Il valutatore interno ovvero il terzo valutatore esterno delegato svolge una funzione interna benché indipendente gerarchicamente. Non è una funzione di vigilanza e di controllo quale quella dell'esperto indipendente. Tutti due redigono valutazioni, ma con scopi diversi. Il legislatore italiano ha preferito non privarsi di una funzione di controllo ulteriore simile a quella del revisore contabile.

In questo senso la normativa è coerente. Le prescrizioni del DM 30/2015 non si applicano ai valutatori interni o delegati bensì solo agli esperti indipendenti (fatto salvo il comma 7 dell'art. 16 come sopra richiamato).

La AIFMD impone limiti minimi di garanzia lasciando libertà agli Stati di aumentare le tutele per il risparmiatore².

Si capisce anche meglio perché l'esperto indipendente sia pagato dal FIA a differenza del valutatore interno o del terzo esterno delegato che è pagato dalla SGR. L'esperto indipendente è scelto tramite una selezione obiettiva e svolge una funzione di controllo rispetto alla SGR. Il valutatore interno ha una funzione diversa di consiglio al gestore insieme al risk manager.

Principali novità introdotte dal DM 30/2015

Molte delle novità introdotte erano contenute nel testo dell'osservazione svolta da Is.I.V.I. in occasione della pubblica consultazione indetta dal MEF sulla riforma del DM 228/1999 oggi sostituito dal DM 30/2015 (decreto 5 marzo 2015 n. 30 del Ministero dell'Economia e delle Finanze)³.

1. Conflitto d'interesse

“Gli esperti indipendenti, le società da essi controllate, collegate o soggette a

2 *“Infatti, il fatto che uno Stato membro possa imporre ai FIA stabiliti nel suo territorio obblighi supplementari rispetto a quelli applicabili in altri Stati membri non dovrebbe impedire ai GEFIA autorizzati conformemente alla presente direttiva in altri Stati membri l'esercizio del diritto di commercializzare, presso gli investitori professionali nell'Unione, taluni FIA stabiliti al di fuori dello Stato membro che impone gli obblighi supplementari e che pertanto non soggetti a tali obblighi né all'osservanza degli stessi”* premessa (10) della AIFMD.

3 L'osservazione può essere scaricata da questo link:

[http://www.isivi.it/allegati/documento_pubblica_consultazione_maggio_2014MEF\(7\)_uniti.pdf](http://www.isivi.it/allegati/documento_pubblica_consultazione_maggio_2014MEF(7)_uniti.pdf)

comune controllo, le società controllanti, gli amministratori e i dipendenti, si astengono dallo svolgimento nei confronti del gestore che ha conferito l'incarico, e delle società da esso controllate o che lo controllano nonché delle società e dei gestori sottoposti a comune controllo, delle seguenti attività:

- a) verifiche e consulenza non direttamente connesse a valutazioni immobiliari;*
- b) amministrazione di immobili;*
- c) manutenzione ordinaria e straordinaria;*
- d) progettazione, sviluppo e ristrutturazione immobiliare;*
- e) intermediazione immobiliare."*

Rispetto a quanto previsto dalla Comunicazione congiunta Banca d'Italia e CONSOB del 27 luglio 2010 ("nell'affidamento degli incarichi, le SGR assicurano che l'affidamento di incarichi ulteriori e non direttamente correlati a quello di valutazione non pregiudichi in alcun modo l'indipendenza dell'incaricato e non comporti il sorgere di possibili conflitti di interesse"), il divieto oggi è assoluto e riferito ai rispettivi gruppi di appartenenza non più al singolo fondo.

La norma mira ad evitare spiacevoli commistioni ove, di fatto, il ruolo dell'esperto indipendente diveniva ancillare a ben più lucrose attività quale, per esempio, quella della gestione o della intermediazione immobiliare.

Non deve essere letta come una norma di favore per l'esperto indipendente svolto da un professionista singolarmente (figura che per la complessità dell'incarico poco si presta ad avere un adeguato profilo organizzativo), bensì come obbligo di distinguere fra le c.d. "corporate services companies" e le società che svolgono l'attività di esperto indipendente.

Per avere una fotografia del mercato dell'esperto indipendente mi rifaccio a quanto evidenziato dal Quaderno di Finanza di CONSOB n. 65, ove si legge: "Dai dati riportati nel grafico emerge che nel 2006 ai primi due player (Esperto 10 e Esperto 4) sono stati conferiti l'80% circa degli incarichi; nel 2007 e nel 1° semestre 2008 tale quota è scesa al 70% circa (ma allo stesso tempo si è avuta la sostituzione dell'Esperto 4 da parte dell'Esperto 5 nella prima posizione)."

Gli stessi players spesso erano anche i fornitori dei servizi di "real estate corporate advisory" evidenziati dal DM 30/2015 ed oggi resi incompatibili con l'attività di esperto indipendente.

La norma introdotta dovrebbe aprire il mercato a società specializzate e non soggette a possibili conflitti d'interesse.

2. Obbligo di allegare l'incarico al rapporto di stima

"La lettera d'incarico è allegata ad ogni relazione di stima effettuata dall'esperto indipendente". E' una norma estremamente innovativa. La lettera d'incarico deve rispettare quanto previsto, fra l'altro, dalla Comunicazione congiunta del 29 luglio 2010 ed, in particolare:

“I diritti e gli obblighi delle SGR e degli esperti indipendenti sono definiti in modo chiaro e puntuale in un accordo scritto. Nel contratto di affidamento dell’incarico sono, tra l’altro, stabilite:

- le modalità di coordinamento, i flussi informativi e gli scambi documentali tra le funzioni aziendali delle SGR e gli esperti indipendenti, con specificazione della relativa tempistica;*
- la descrizione delle attività di competenza degli esperti indipendenti (ivi compresi i sopralluoghi) e le modalità di documentazione delle stesse;*
- le attività di verifica e controllo che le funzioni aziendali delle SGR sono tenute a svolgere in relazione alla correttezza dei dati e delle informazioni contenute nelle relazioni di stima redatte dagli esperti indipendenti nonché circa la coerenza delle valutazioni degli esperti con il valore corrente degli immobili oggetto di valutazione;*
- le informazioni minimali che debbono essere fornite dagli esperti indipendenti nelle relazioni di stima, con riguardo alle attività svolte, alle motivazioni sottese all’impiego di una determinata metodologia di valutazione, ai parametri, alle ipotesi ed ai rischi considerati.”*

Ebbene allegare la lettera d'incarico sottolinea la funzione di garante verso terzi dell'Esperto Indipendente. La SGR conosce la lettera d'incarico, è il terzo che non ha modo di conoscere come la stessa sia stata redatta.

Per comprendere la portata di queste novità bisogna entrare nei dettagli operativi dell'attività di esperto indipendente. Le c.d. “assumptions”, per esempio, possono alterare l'affidabilità di un rapporto di stima senza per questo necessariamente contraddire gli obblighi previsti nella lettera d'incarico. La lettera d'incarico sta al rapporto di stima come l'etichetta sta ad un prodotto alimentare. E' la principale tutela per il consumatore.

3. La delibera del conferimento con indicazione dei criteri seguiti nella scelta.

“La delibera del conferimento indica l'esperto indipendente prescelto, i criteri seguiti nella scelta, il possesso dei requisiti professionali dell'esperto, l'oggetto e durata dell'incarico, i corrispettivi pattuiti, la copertura assicurativa dell'esperto e, nel caso in cui l'esperto indipendente sia una persona giuridica, il nominativo della persona fisica deputata in concreto allo svolgimento dell'incarico conferito nonché quello degli ulteriori collaboratori coinvolti.”

Viene confermata l'impostazione della scelta dell'esperto indipendente basata su una procedura di selezione trasparente e competitiva introdotta con la Comunicazione congiunta del 29 luglio 2010.

Il processo di incarico dell'esperto indipendente diverge da quello del valutatore esterno che è una delega di funzioni operative della SGR a differenza dell'esperto indipendente che è un presidio a tutela del mercato.

In merito al valutatore esterno, ai sensi del Regolamento sulla Gestione Collettiva,

“la SGR, entro 10 giorni dalla sottoscrizione del contratto con il soggetto delegato, comunica alla Banca d'Italia la nomina di tale soggetto. La Banca d'Italia, entro 60 giorni dalla ricezione della comunicazione, può vietare la delega della funzione di valutazione se non sono soddisfatte le condizioni previste nel presente paragrafo”.

L'incarico dell'Esperto Indipendente non deve essere sottoposto a preventivo beneplacito della Banca d'Italia, ma a differenza di quest'ultimo non vi è necessità di una selezione competitiva.

Le attività del Valutatore Esterno

Le politiche e procedure di valutazione di un GEFIA, anche nel caso di Valutatore Esterno, ai sensi del Regolamento UE, hanno per oggetto quanto meno:

- a) la competenza e l'indipendenza del personale che esegue effettivamente la valutazione delle attività;
- b) le strategie di investimento specifiche del FIA e le attività in cui il FIA potrebbe investire;
- c) i controlli sulla selezione degli *input*, delle fonti e delle metodologie di valutazione;
- d) i canali di attivazione di livelli successivi di intervento per risolvere le differenze tra i valori delle attività;
- e) la valutazione di eventuali aggiustamenti relativi alla dimensione e alla liquidità delle posizioni o a cambiamenti delle condizioni di mercato, a seconda del caso;
- f) il momento appropriato per chiudere i libri contabili a fini di valutazione;
- g) la frequenza appropriata per la valutazione delle attività.

La figura del valutatore esterno è un ponte fra il Risk Manager, il Fund Manager e il CdA della SGR. Non è una ripetizione dell'Esperto Indipendente le cui funzioni derivano dal sopra menzionato art. 6 lett. c), punto 5) del TUF che, nel caso di beni non negoziati in un mercato regolamentato, come nel caso dei beni immobili, dà facoltà alla Banca d'Italia di prevedere il ricorso ad Esperti Indipendenti e richiederne l'intervento anche in sede di acquisto e vendita dei beni da parte del gestore.

La sua figura è complessa, non è solo estimativa, ma anche strategica.

Tale figura prende in considerazione i rischi rilevanti per il bene immobile e per il suo mercato di riferimento nonché le strategie del GEFIA: è un “advisor strategico”. A livello internazionale, per fare alcuni esempi, sia enti pubblici internazionali, quale l'UNECE, sia federazioni di associazione private, quali l'*International Real Estate Federation* – FIABCI e *The European Group of Valuers' Associations* – TEGoVA, hanno già assunto posizioni formali circa l'opportunità di richiedere rafforzare le competenze del GEFIA in merito al c.d. *Property and Market Rating* – PaM, diretto (i) ad aumentare la trasparenza circa il grado di rischio immobiliare sottostante, (ii) ad implementare forme di assistenza alla strategia d'investimento e, in alcuni casi, anche (iii) a specificare i rischi considerati nelle c.d. *DCF analysis* o nelle stime del c.d. *Mortgage Lending Value* (usato prevalentemente in Germania).

Il Valutatore Esterno può essere anche l'Esperto Indipendente?

Non ci sono preclusioni formali, ma andrebbero divise le attività ed evitate commistioni. Non sarebbe corretto che il FIA pagasse l'attività di Valutatore Esterno né che il Valutatore Esterno di fatto si limitasse a svolgere l'attività di Esperto Indipendente senza assumere tutte le funzioni sopra citate. E' sicuramente un punto su cui la prassi operativa potrebbe chiarire meglio i termini e le modalità di questa peculiare situazione. A giudizio dello scrivente, per esempio, sarebbe comunque necessari due incarichi autonomi e diversi rispettivamente per l'Esperto Indipendente e per il Valutatore Esterno. Sono due discipline diverse che devono trovare anche una distinzione formale. Difficile sarebbe obbligare il medesimo soggetto a svolgere le due funzioni ad una separazione organizzativa nel suo interno, tuttavia questa sarebbe la soluzione ottimale a questa peculiare situazione.

Conclusioni

In sintesi, l'esperto indipendente non sarà sostituita bensì, con ruoli diversi, si affiancherà al valutatore interno e, tranne eccezioni, a quello esterno, in particolare:

- le discipline, le funzioni, le responsabilità e i ruoli sono diversi fra Esperto Indipendente e Valutatore Esterno, ciò deve essere tenuto in conto in particolare modo nel caso in cui i due incarichi venissero affidati al medesimo soggetto;
- le prescrizioni del DM 30/2015 non si applicano ai valutatori interni o delegati bensì solo agli esperti indipendenti (fatto salvo il comma 7 dell'art. 16 come sopra richiamato); ciò corrisponde ad una precisa ratio della norma ed è coerente con la funzione di garante dei quotisti dell'Esperto Indipendente;
- la normativa impone che per l'esclusione dell'esperto indipendente il valutatore esterno sia delegato non solo alla valutazione del patrimonio ma anche al calcolo del valore della quota. Essendo una norma eccezionale non ammette interpretazioni estensive. Scegliere di privare i risparmiatori di una protezione dei loro interessi in contraddittorio con la SGR è stato limitato dalla Banca d'Italia in sede regolamentare. Anche in caso di delega completa al valutatore esterno, il regolamento incoraggia ("anche in assenza di apposite disposizioni emanate in tal senso dalla Banca d'Italia") l'uso dell'esperto indipendente "per definire procedure e tecniche di valutazione appropriate nonché per esprimere giudizi di congruità sulla valutazione di determinate tipologie di beni". Si tenga conto che mai il valutatore esterno è chiamato a fornire giudizi di congruità;
- il costo del valutatore interno o esterno è in capo alla SGR mentre il

compenso dell'esperto indipendente è imputato direttamente al FIA (analogamente, fra l'altro, alle spese di manutenzione e di assicurazione dei beni immobili del fondo); tale differenza non è solo contabile, bensì si giustifica con la differenza di interessi tutelati (il GEFIA, da una parte, e, dall'altra, i sottoscrittori del FIA)

- anche qualora un medesimo soggetto fosse chiamato a svolgere il ruolo contemporaneamente di Valutatore Esterno e di Esperto Indipendente, si dovrebbero adottare tutte le precauzioni necessarie affinché siano stipulati due contratti separati e le due funzioni siano rigorosamente svolte in modo autonomo e completo.

La figura di garante dell'Esperto Indipendente viene rafforzata. Il contraddittorio e il corretto dialogo fra soggetti altrettanto capaci dovrebbe essere di beneficio per una gestione trasparente del patrimonio del FIA immobiliare⁴.

⁴ Per ulteriori informazioni, contattare l'Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare – Is.I.V.I. (tel. + 39 02 89451141 o per email isivi@isivi.it)