



POLITECNICO DI TORINO

OREP

Master Universitario di II Livello

**REAL ESTATE: PIANIFICAZIONE
TERRITORIALE E MERCATO IMMOBILIARE**

XV Edizione
2009/2010



Titolo Tesi:

*La valutazione degli immobili come
strumento di tutela dei
risparmiatori/investitori*

Studente:

Arch. Daniela Ferrari

Tutor Accademico:

Prof. Ezio Bruna

Tutor Aziendale:

Dott.ssa Elena Delsignore



il punto
Real Estate Advisor

Direttore del Master:

Prof. Rocco Curto



**POLITECNICO
DI TORINO**

Il Facoltà di Architettura



Politecnico di Torino, COREP

**Master universitario di II livello in
Real Estate: Pianificazione Territoriale e Mercato Immobiliare
XV Edizione - Anno Accademico 2009-10**

TESI DI MASTER

**LA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI COME STRUMENTO DI TUTELA
DEI RISPARMIATORI/INVESTITORI**

Candidato: Arch. Daniela Ferrari
Tutor Accademico: Prof. Ezio Bruna
Tutor Aziendale: Dott.ssa Elena Delsignore
Azienda Stage: Il Punto Real Estate Advisor

Indice

Abstract

Premessa al lavoro di tesi

Capitolo 1

Introduzione all'estimo e al settore delle valutazioni immobiliari in Italia

1.1 L'estimo nella tradizione italiana e le criticità presenti

1.2 Gli standard internazionali e le esperienze dell'Italia

Capitolo 2

Il mestiere del valutatore

2.1. La raccolta dei documenti – la due diligence

2.2 il sopralluogo

2.3 L'indagine di mercato

2.4 La misurazione delle superfici

2.5 Le assumptions e la scelta del metodo di valutazione

2.6 La valutazione del rischio: il rating immobiliare

2.7 Nuove prospettive per il valutatore immobiliare in Italia

Capitolo 3

La valutazione degli immobili a garanzia di ipoteche

3.1 Definizione di valore ipotecario secondo gli EVS

3.2 La circolare ABI sull'erogazione di mutui garantiti da immobili

3.3 il Credit risk transfer

Capitolo 4

Il settore dei fondi immobiliari

4.1 Lo strumento finanziario dei Fondi Immobiliari

4.2 il rapporto tra Esperti Indipendenti e SGR

4.2 I parametri utilizzati dalle SGR per la scelta di un Esperto Indipendente.

4.3 Il concetto di corporate governance di una SGR

4.4 La gestione del conflitto di interesse

4.5 L'intervento delle autorità di Vigilanza e delle associazioni di categoria

4.6 Le proposte per migliorare il rapporto tra SGR e Esperti Indipendenti: Il Tavolo di lavoro IsIVI

4.7 Possibili prospettive dei fondi immobiliari in Italia

Bibliografia

Abstract

ITA - Negli ultimi anni abbiamo assistito nel nostro Paese ad un crescente interesse sul tema delle valutazioni immobiliari e sui compiti dei valutatori. La corretta determinazione del valore di tali beni ha una grande importanza per l'efficienza dell'economia nel suo complesso e il ruolo del valutatore assume la funzione di tutelare i cittadini nell'ambito del risparmio gestito e in generale dei prodotti finanziari con sottostante immobiliare presenti sul mercato.

L'esigenza che sempre più si avverte nel mondo dell'economia e del mercato finanziario, è quella di stime professionali sugli immobili redatte secondo principi basati su standard che siano riconosciuti a livello internazionale. 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. E' necessario pertanto diffondere questi standard di valutazione internazionalmente riconosciuti e verificare come siano stati interpretati ed adottati nel mercato delle valutazioni in Italia.

I due settori che sono stati indagati in questo lavoro e nei quali il tema delle valutazioni immobiliari riveste estrema importanza sono:

- 1) quello degli Istituti di Credito nel sistema dei mutui ipotecari garantiti da beni immobili, legato anche alle ormai sempre più diffuse operazioni di credit risk transfer*
- 2) Il settore dei fondi comuni di investimento immobiliare e in particolare alla figura dell'Esperto Indipendente in relazione agli ultimi interventi da parte di Bankitalia e Consob in merito al loro rapporto nei confronti delle società di gestione del risparmio.*

ENG - In recent years, Italy has witnessed growing interest in real estate appraisal and costs for assessors. The correct evaluation of these assets is of great importance for the efficiency of the economy as a whole. Moreover, the role of the assessor is to protect the public in asset management and financial products in general.

Professional property appraisal, in accordance with principle-based, internationally recognized standards, is increasingly demanded by the economy and financial markets. Globalization of markets and increased international banking and financial interest rates call for balanced methodologies and estimation procedures at a European level. It is therefore necessary to diffuse such internationally recognized standards of assessment as well as verify interpretation and application in Italy.

Two areas of investigation covered in this study, for which real estate appraisal is of most importance, are:

- 1) Role of lending institutions in the system of mortgage loans secured by real estate, which are increasingly linked to credit risk transfer.*
- 2) Real estate investment trusts and in particular, the role played by independent experts following recent interventions by Bankitalia and Consob concerning their relationship with asset management companies.*

Premessa al lavoro di tesi

Lo stage è stato svolto presso la società milanese **Il Punto Real Estate Advisor** che fornisce consulenza integrata in campo immobiliare, avvalendosi di una molteplicità di figure professionali in campo economico-finanziario, legale e tecnico. La società inoltre, è attiva nella pubblicazione di libri e articoli per riviste di settore e nella cooperazione con enti pubblici nazionali e internazionali oltre che nell'organizzazione di eventi e convegni, al fine di promuovere la cultura delle valutazioni immobiliari in Italia, anche in collaborazione con Istituti riconosciuti a livello internazionale.

In particolare, il Punto detiene stretti rapporti con l'Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare (IsIVI) che rappresenta l'Italia nella principale associazione europea del settore, la TEGoVA, che costituisce un'associazione internazionale che riunisce ben 38 associazioni di valutatori immobiliari qualificati di 27 stati Europei. TEGoVA ha come scopo, fra l'altro, quello di promuovere l'adozione di standards di valutazione comuni al fine di armonizzare il mercato Europeo delle valutazioni. Le attività de Il Punto REA vengono svolte nel rispetto degli Standard Europei di Valutazione – EVS (di cui parleremo ampiamente in questo lavoro) in virtù proprio della sua adesione ad IsIVI secondala quale è tempo che nasca anche in Italia la nuova figura del valutatore immobiliare, che dotato di adeguata esperienza, qualificato e riconosciuto ai sensi degli EVS, valuterà gli immobili secondo standard comuni europei, rispettando comuni norme deontologiche e procedurali con anche una indispensabile copertura assicurativa contro i danni che potranno derivare da valutazioni immobiliari errate.

Negli ultimi anni abbiamo assistito nel nostro Paese ad un crescente interesse sul tema delle valutazioni degli immobili e sui compiti dei valutatori, nei vari momenti in cui tali soggetti sono chiamati ad operare. Le valutazioni sono la base di ogni operazione di investimento e disinvestimento soprattutto in periodi di mercato difficili, come quello che stiamo vivendo in questo periodo. In generale, possiamo affermare che determinare correttamente il valore di tali beni ha una grande importanza per l'efficienza dell'economia nel suo complesso, in virtù di alcuni meccanismi presenti nel mondo finanziario e strettamente connessi al mondo immobiliare. In quest'ottica il ruolo del valutatore è quindi strumento di tutela dei risparmiatori nell'ambito del risparmio gestito e in generali dei prodotti finanziari oggi presenti sul mercato.

Questo lavoro di tesi vuole mettere in luce l'importanza delle valutazioni immobiliari in due importanti settori della finanza e dell'economia:

1) Il primo riguarda il corretto funzionamento degli Istituti di Credito nel sistema dei **mutui ipotecari** garantiti da beni immobili. In fase di istruttoria di un finanziamento da parte di un istituto di credito il valutatore è chiamato dalla banca a determinare il valore di un immobile per erogare un mutuo ad un soggetto privato o investitore. In questo caso il valore indicato dal soggetto valutatore è determinante, poiché la banca eroga i finanziamenti proprio in funzione di un loan to value, ovvero di un rapporto tra il valore stimato e l'importo da erogare. Sebbene nel nostro Paese sia sempre stata esercitata una politica del credito prudente e non si siano verificate le stesse problematiche avute negli USA per i mutui subprime, il settore ha subito comunque un drastico rallentamento delle transazioni e quindi di una mancanza di fiducia degli operatori a seguito della crisi economica mondiale verificatasi nel 2008. Inoltre è opportuno indagare anche il settore delle cartolarizzazioni, ovvero quelle operazioni finanziarie attraverso cui gli Istituti di Credito cedono i mutui concessi ai loro clienti a società veicolo ricevendo in cambio denaro liquido proveniente da investitori/risparmiatori.

2) Il secondo caso indaga invece il settore dei **fondi immobiliari**. I fondi comuni di investimento immobiliare si configurano come una comunione indivisa di beni in cui ciascun partecipante ha la possibilità di effettuare investimenti nel settore immobiliare, attraverso la partecipazione ad un organismo di investimento collettivo gestito da un soggetto qualificato; tale operazione consente all'investitore di beneficiare dei risultati economici e finanziari derivanti dalla gestione di un patrimonio immobiliare, con un investimento di importo limitato. In questo ambito le valutazioni immobiliari sono redatte da figure definite con il termine Esperto Indipendente ai sensi del TUF (Testo Unico della Finanza del 1998) e di cui tratteremo in maniera approfondita nel capitolo 4 del presente lavoro. Il Punto REA svolge l'attività di Esperto Indipendente per conto di alcuni fondi immobiliari. Si tenga conto poi della bozza di direttiva comunitaria in tema di Alternative Investment Fund Managers che armonizzerà il settore dei fondi immobiliari europeo similmente a quanto è stato fatto dalla c.d. UIC IV per il mercato dei fondi mobiliari. In tale ambito, tra l'altro, è stata data particolare rilevanza non solo alla valutazione degli asset, ma anche all'analisi e gestione del rischio) in linea anche con gli EVS (Guidance 14) in merito al Property and Market Rating, di cui tratteremo in questo lavoro.

Capitolo 1 – Introduzione all'estimo e al settore delle valutazioni immobiliari in Italia

1.1 L'estimo nella tradizione italiana e le criticità presenti

Secondo la definizione tradizionale "l'Estimo insegna i metodi da seguire per stabilire l'equivalente in moneta di quei beni economici che, avendo spiccati caratteri individuali, mancano di precisi riferimenti di mercato, per cui si richiede l'intervento del perito".

La metodologia di stima italiana si fonda sul "giudizio di stima" riferito principalmente al mercato. Tale giudizio discende da due fattori fondamentali: un prefissato scopo reale ed una metodologia attraverso cui lo studio è svolto.

Sebbene le origini storiche delle stime e valutazioni immobiliari siano molto più antiche, si è soliti far risalire le origini della teoria estimativa italiana all'opera di C. Trinci "Trattato delle stime de' Beni stabili" (1755), non soltanto per la posizione cronologica ma perchè vi si delineavano già i fondamenti del pensiero estimativo moderno, ovvero la stima sintetica per valori tipici e la stima analitica per capitalizzazione dei redditi, oltre che il procedimento di analisi delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche degli immobili.

La teoria estimativa italiana è sempre stata legata a studi di agronomia e ingegneria, sulla base di un determinismo metodologico empirico, che trovava rispondenza in un'economia stabile caratterizzata da prezzi degli immobili costanti. Solo alla metà del secolo scorso, accanto a questi aspetti, furono introdotti dall'economista e agronomo Arrigo Serpieri i problemi legati ai sistemi insediativi, i fenomeni della rendita urbana legati all'inurbamento e alla crescita delle città, introducendo quindi nelle valutazioni, elementi di tipo economico e sociale finchè nel secolo scorso, con un'origine piuttosto incerta, vediamo affermarsi in Italia procedimenti estimativi basati sulla rilevazione dei prezzi di mercato, che rappresentano la prima forma di valutazione diretta in quanto basati sugli scambi reali del mercato e per questo da sempre noti e applicati nelle forme più semplici anche al di fuori del settore degli specialisti.

In Italia il settore immobiliare mostra da sempre proprie peculiarità relative principalmente alla atipicità degli immobili e alla segmentazione del mercato, e ad una serie di condizionamenti, dovuti principalmente alla mancanza di trasparenza dei prezzi immobiliari, alla ridotta competitività, alla legislazione fiscale e alla scarsa cultura e integrazione del mercato degli immobili che comprende fattori non solo di tipo tecnico ma anche sociale, micro e macro-economico e ambientali. La cultura estimativa e immobiliare appare pertanto in ritardo rispetto a quella di altri paesi dove l'opinione pubblica esprime un atteggiamento più maturo e consapevole. In particolare in Italia ci troviamo in una situazione di forte opacità del mercato immobiliare e nel settore delle valutazioni quindi, assistiamo ad un fenomeno che è insieme causa ed effetto di questa situazione, ovvero la difficoltà di rilevazione dei prezzi effettivamente contrattati e di reperimento delle informazioni di mercato che rappresentano la base per qualsiasi tipo di stima.

1.2 Gli standard internazionali e le esperienze dell'Italia

Occorre innanzitutto precisare la definizione del termine *valore*, che troppo spesso è usato in maniera imprecisa nel linguaggio comune. Il valutatore deve infatti praticare un'attenta distinzione fra i termini *prezzo*, *costo* e *valore*. Il prezzo rappresenta l'ammontare che un soggetto intende pagare e un venditore intende accettare in una data transazione. Il prezzo, una volta finalizzato, si trasforma in prezzo di vendita e implica uno scambio fra soggetti coinvolti. Il termine costo invece deve essere utilizzato in relazione alla produzione di un bene e non allo scambio del bene. Il *valore* può assumere diverse accezioni nel contesto della valutazione immobiliare. La definizione di riferimento dipende dal contesto e dal suo utilizzo. In un ambito di mercato, il valore è normalmente inteso

come l'anticipazione dei benefici futuri. Poiché il valore si modifica nel tempo, una valutazione riflette il valore in un determinato momento. Il valore in un determinato momento rappresenta il valore monetario di un bene per l'acquirente e il compratore. Per evitare confusioni, occorre non riferirsi unicamente al termine valore, ma specificare a quale tipo di valore ci si riferisce: valore di mercato, valore d'uso, valore d'investimento, ecc. Nelle valutazioni immobiliari quello che riveste particolare importanza è il valore di mercato che, nonostante opinioni divergenti sugli aspetti secondari della definizione, rappresenta il concetto per cui il valore di mercato è formato dall'interazione e dalle decisioni dei partecipanti a quello stesso mercato è generalmente accettata. Di fatto un'opinione di valore di mercato su un bene immobile deve essere necessariamente basata sull'oggettiva osservazione delle attività che si sviluppano sul mercato e poiché la misura standard di queste attività è il denaro, l'aumento o la diminuzione del valore di mercato vengono espressi in termini monetari.

L'esigenza che sempre più si avverte nel mondo dell'economia e del mercato finanziario, è quella di stime professionali sugli immobili e con la conseguente necessità di adottare standard che siano riconosciuti a livello internazionale. C'è ormai 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. Esistono numerosi standard di valutazione internazionalmente riconosciuti che si collocano tra usi di tipo fiscale o di tipo contabile piuttosto che catastale; questi metodi costituiscono le esperienze e le informazioni più significative in campo di valutazioni immobiliari formando la base materiale delle linee guida internazionali oggi presenti.

Le principali fonti di riferimento in materia di standard di valutazione internazionale si trovano:

- negli *International Valuation Standards "White Book"* (IVS) dell'IVSC¹; in Italia promosso da Tecnoborsa
- dagli Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) redatti dalla The Appraisal Foundation sotto l'egida del Congresso degli Stati Uniti d'America e con la partecipazione dell'Appraisal Institute²
- nel *"Red Book"* della RICS³;

¹ L'ottava edizione degli IVS (2007) è stata tradotta in Italia da Geoval, l'associazione dei geometri valutatori. Oggi gli IVS sono in una fase di profonda revisione. La pubblica consultazione sul nuovo testo IVS 2011 si è conclusa il 3 settembre 2010. Fra le molte osservazioni, quella più concisa e diretta arriva dalla Banca Mondiale (http://www.ivsc.org/pubs/comment/2010_ivs/03_world_bank.pdf) la quale sottolinea la necessità di norme meno generali e più stringenti.

² L'Appraisal Institute è la principale associazione di valutatori americani che ha stretto in Italia un accordo di cooperazione con l'IsIVI e l'OSMI-Borsa Immobiliare. Recentemente l'AI ha preso posizione, a nome di tutte le associazioni americane di settore, di fronte al Congresso degli Stati Uniti d'America in merito al ruolo di tutela del risparmio del valutatore (http://www.isivi.it/allegati/Testimony_mortgage.pdf)

³ RICS è l'acronimo di Royal Institution of Chartered Surveyors. E' una organizzazione internazionale che raccoglie professionisti da tutti i comparti dell'immobiliare. Gli obiettivi dei RICS sono quelli di elevare lo status della professione di chartered surveying nel mercato europeo, stabilire elevati standards professionali e di formazione in Europa, rappresentare la professione all'interno delle Istituzioni Europee e fornire consulenze sulle politiche nel mercato immobiliare Europeo e sulle questioni che riguardano il costruito e l'ambiente

- negli *European Valuation Standard* - il cosiddetto “*Blue Book*” (EVS) della TEGoVA ; a cui fa particolare riferimento insieme agli USPAP la società Il Punto REA presso cui ho svolto il mio tirocinio
- *Standards of Professional Appraisal Practice* (USPAP) dell'Appraisal Foundation;
- dai principi contabili internazionali, *International Accounting Standard International Financial Reporting Standard* (IAS/IFRS)⁴;
- da *Basilea II*, Comitato di Basilea sulla Vigilanza del Credito.

Questi testi forniscono le metodologie per le relative valutazioni nel mercato immobiliare e in particolare 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 e il rispetto del codice etico-deontologico.

E' importante sottolineare come vi sia una gerarchia ed armonia fra gli standards internazionali: lo standard mondiale ha come riferimento il globo nel suo complesso e per l'effetto non può necessariamente essere aderente alle esigenze di federazioni come gli USA o comunità internazionali come la UE ove esistono normative specifiche per molti settori. A loro volta gli standards nazionali dovrebbero, nel rispetto degli standards internazionali (mondiali e ultraregionali), rispondere ad esigenze locali (per esempio, normative sulla certificazione energetica, diritto societario ecc).

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* 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*; nel marzo 2009, l'associazione conta oltre 26.000 soci e 91 unità fra Stati Uniti, Canada ed altri stati esteri.

Nel Regno Unito, dopo il crollo dei prezzi immobiliari della metà degli anni '70 che aveva evidenziato l'inconsistenza dell'approccio estimativo determinando valori irrealistici, la RICS “*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*”. RICS ha la sede a Londra ma è organizzato sia in tutto 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*

⁴ Gli **International Accounting Standards** (in forma di **acronimo**: IAS) sono principi contabili internazionali. Gli IAS, emanati da un gruppo di professionisti contabili (*International Accounting Standards Committee* (acronimo IASC)) fin dal 1973, sono stati il primo tentativo di standardizzazione mondiale delle regole contabili. Fino al 2001, lo IASC ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili (*International Federation of Accountants* (IFAC)) trasformandosi poi in una fondazione privata di diritto statunitense (*IASC foundation*). All'interno di questa fondazione, l'organo incaricato di emanare i principi contabili è denominato IASB (acronimo di *International Accounting Standards Board*) e i principi redatti da questo comitato sono denominati IFRS (acronimo di *International Financial Reporting Standards*). Poiché tali principi coesistono, almeno per ora, con i precedenti IAS ci si riferisce spesso ai principi internazionali con il termine IAS/IFRS.

(**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. 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 pertanto nel 1987, nasce negli Stati Uniti e dalle otto maggiori organizzazioni del settore, *The Appraisal Foundation* 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) e 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'AQB ha il compito di stabilire il minimo di conoscenze, esperienze e requisiti per l'esame degli aspiranti valutatori immobiliari riconosciuti dallo Stato mentre l'ASB stabilisce le norme per lo sviluppo delle valutazioni con il relativo reporting dei risultati promuovendo l'uso, la comprensione e l'applicazione degli USPAP. La stessa legge FIRREA ha poi istituito l'*Appraisal Subcommittee (ASC)* con il compito di monitorare i requisiti imposti dallo Stato per diventare un valutatore idoneo nonché gli standard di valutazione relativi a perizie relative a negozi giuridici di rilevanza federale, definire un codice deontologico di riferimento e mantenere un registro dei valutatori abilitati a tali generi di valutazioni.

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 e nasce così l' ***International Valuation Standards Committee (IVSC)*** che nel 2003 afferma definitivamente 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'IVSC, 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; vi 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 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). La prima ha 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 e adottate in Australia, Nuova Zelanda, Romania, Turchia, Sud Africa, nel Regno Unito e Irlanda e dal 2008 è raccomandato anche in Spagna; è 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. Nel continente asiatico infine 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 valutazione 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;

Inoltre, 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 1992 è nata **TEGoVA** "*The European Group of Valuers' Associations*" dalla fusione di TEGOVOFA con EUROVAL (un'altra associazione di professionisti dell'immobiliare nata in seno all'European Committee di FIABCI) 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*", per ora disponibile 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 e rappresenta una quarantina di associazioni provenienti da 24, tra cui anche RICS e IsIVI. 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.

I procedimenti estimativi secondo gli standard internazionali indicano tre principali procedimenti che traggono origine da quanto raccontato nel paragrafo 1.1. e cioè:

■ Il **market comparison approach** è una elaborazione estimativa svolta attraverso la rilevazione del prezzo e delle molteplici caratteristiche possedute dall'immobile; tale metodologia estimativa è ampiamente utilizzata nei paesi di moderna tradizione estimativa, elaborati anche tramite sistemi di regressione multipla. - il *market comparison approach*, basato sulla comparazione di beni simili di prezzo noto e sulle differenze per caratteristiche simili con gli immobili ritenuti comparabili (*comparables*)

■ il metodo finanziario (**income capitalization approach**) che perpetuasi basa sulla capacità di un immobile di generare un reddito e che può avvenire tramite il metodo capitalizzazione diretta, dividendo cioè il reddito annuo per un saggio di capitalizzazione assumendo una condizione di rendita perpetua, oppure in maniera analitica, osservando cioè flussi di cassa dell'immobile da stimare ovvero la serie dei suoi ricavi e dei suoi costi (*discounted cash flow analysis*). La DCFA considera il flusso di cassa di un completo investimento immobiliare, calcolando il valore attuale netto del flusso di cassa e il valore di recupero finale. L'applicazione dei procedimenti di stima per capitalizzazione del reddito possiede una vita propria anche nel campo delle consulenze immobiliari

■ il metodo del costo (**cost approach**) mirato a determinare il valore di un immobile attraverso la somma del valore del suolo e del costo di ricostruzione dell'edificio, eventualmente deprezzato in funzione della progressiva perdita del loro intrinseco valore economico per deterioramento fisico, obsolescenza funzionale ed economica.

In Italia l'applicazione degli standard internazionali è stata lungamente disattesa e la valutazione degli immobili ha sempre presentato forti margini di soggettività, in quanto non era presente una uniformità nella prassi valutativa, con differenze metodologiche sulle valutazioni, sulle condizioni di incarico dei soggetti valutatori e nella redazione dei report di valutazione. Solo negli ultimi anni, alla luce degli accadimenti sia nel mercato finanziario che immobiliare, da parte delle autorità di vigilanza, delle associazioni di categoria e dei professionisti che operano in questo settore si è sentita l'esigenza di ricercare e applicare standard estimativi internazionali e riconosciuti nel rispetto di rigidi criteri nella redazione dei rapporti di valutazione, ponendo attenzione sulla qualità e sulla trasparenza delle stime immobiliari.

Gli standard valutativi nascono da realtà molto diverse rispetto a quella del mercato immobiliare italiano, pertanto sul nostro territorio si sono inserite una serie di iniziative volte a limitarne il divario. Tra le figure e le esperienze più significative in materia di valutazioni immobiliari in Italia sono da segnalare l'associazione europea TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations) che opera con l'obiettivo di armonizzare in Europa i criteri di valutazione immobiliare alla normativa europea⁵ fra cui l'applicazione dei criteri contabili in base al fair value⁶ (ovvero il valore equo) e l'analisi del rischio immobiliare. TeGoVA oggi rappresenta gli interessi di 40 associazioni professionali di 27 nazionali con più di 100.000 valutatori iscritti; in Italia TEGoVA viene rappresentata

⁵ Si veda un recente esempio: decreto legislativo 29 novembre 2010, n. 224 (pubblicato in G.U. n. 300 del 24.12.2010) recante disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 4 agosto 2008, n. 142, recante attuazione della direttiva 2006/68/CE che modifica la direttiva 77/91/CEE relativamente alla costituzione delle società per azioni, nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale. Un altro esempio è quello sopra richiamato in merito all'armonizzazione a livello europeo della normativa riguardante in particolare gli Hedge Funds e i fondi immobiliari c.d. Alternative Investments Directive.

⁶ Fair value è stato introdotto dai principi contabili internazionali [IAS/IFRS](#), che lo qualificano come «il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti. E' definibile come criterio capace di esprimere il potenziale valore di un elemento patrimoniale, in maniera indipendente ed oggettiva, tenendo in considerazione sia le condizioni di mercato sia le specifiche peculiarità dell'elemento oggetto di valutazione. In campo immobiliare il concetto è stato riportato dagli International Valuation Standards.

dall'IsIVI "Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare", dall'Associazione GEOVAL "Geometri Valutatori Esperti" e da CNGGL "Consiglio Nazionale Geometri e Geometri Laureati".

L'IsIVI "Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare", come già specificato in premessa, è un'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. Essa si propone di mettere in atto qualifiche e riconoscimenti ai sensi degli EVS, responsabilizzare la professione 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. In Italia, la Camera di Commercio di Milano, con la sua azienda speciale **OSMI – Borsa Immobiliare di Milano**, ha ritenuto opportuno aderire alla proposta di IsIVI di procedere alla traduzione in italiano di quanto riguardante gli standard europei di Valutazione (EVS 2003, 5^a edizione) con il supporto scientifico del Politecnico di Milano. I nove standard e le quattordici Linee Guida, dettagliatamente rappresentati nel volume, sono il più importante tentativo in Italia verso una armonizzazione delle procedure di valutazione immobiliare. Infine IsIVI vanta sia importanti riconoscimenti a livello mondiale attraverso, per esempio, l'**International Real Estate Federation (FIABCI)** nonché rapporti di collaborazione come la nota Associazione internazionale **Appraisal Institute** americana evidenziandone i relativi standards USPAP. IsIVI è tra l'altro anche tra i soci fondatori di Federimmobiliare, Federazione Italiana dell'Industria Immobiliare.

Anche il prestigioso **RICS "Royal Institute of Chartered Surveyors"** del Regno Unito è, come succitato nel paragrafo precedente, full member di TEGoVA è presente in Italia con RICS Italia. Oggi RICS è una organizzazione professionale globale che raccoglie professionisti da tutti i comparti dell'immobiliare con l'obiettivo di Regolare e promuovere la professione in campo immobiliare, mantenendo i più alti standard di formazione e competenza, garantendo i clienti e i consumatori attraverso un severo codice etico.

Un'altra esperienza significativa sul territorio italiano quella di **Tecnoborsa**, società consortile per azioni senza fini di lucro e di emanazione di molte Camere di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura, fondata nel 1997, e che ha redatto 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. Il 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. In generale 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.

Geo.val è un' associazione costituita nel 2000 che riunisce Geometri che svolgono con continuità la loro attività nell'ambito delle valutazioni immobiliari. Si pone gli obiettivi di raggiungere uno standard apprezzabile di qualità del servizio e del processo di valutazione, ritenuto centrale nel funzionamento efficiente del mercato immobiliare e di creare la figura di un valutatore in possesso delle necessarie qualifiche, con una manifesta abilità, capacità ed esperienza per eseguire una seria e corretta valutazione. E' full member di TEGoVA.

E-Valuations, istituto di Estimo e Valutazioni, costituito l'8 maggio 2007 e promosso da un gruppo di valutatori fra accademici ed esperti professionisti fuoriusciti da Geo.val. 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 (IAS/IFRS) e di Basilea II; infine E-Valuations fa parte anche del Comitato Tecnico Scientifico di Tecnoborsa.

Esiste inoltre la "**CRIF Certification Services**" (CCS) è 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, è il primo gruppo nell'Europa continentale nel settore delle credit information bancarie ed è uno dei principali operatori a livello internazionale nei servizi integrati di business e commercial information e di credit e marketing management. 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. Il gruppo CRIF controllato dalle principali banche italiane.

Nel campo delle valutazioni immobiliari per conto degli Istituti di credito, è importante citare l'esperienza del novembre 2009 dell' **Associazione Bancaria Italiana (ABI)** che 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 di tutti standards internazionali di cui abbiamo parlato ovvero gli *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)*. L'obiettivo dell'ABI 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.

Ulteriori iniziative hanno portato alla creazione in Italia di Linee Guida nel mondo della valutazione immobiliare sono da citare le *Linee Guida per la Valutazione Immobiliare* a cura di **Nomisma** e **IPD (Investment Property Databank)** del dicembre 2006 e in cui 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 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. Nomisma contribuisce inoltre a colmare la criticità

maggiore del settore immobiliare in Italia ovvero la carenza di dati attendibili circa le transazioni avvenute; da quasi venti anni svolge attività di studio, assistenza e consulenza sul tema dei mercati immobiliari e dei sistemi urbani. Dal 1988 Nomisma pubblica quadrimestralmente la rivista "*Osservatorio sul Mercato Immobiliare*", punto di riferimento per gli operatori del settore.

Accanto a Nomisma, un ruolo istituzionale in materia di dati per il settore immobiliare è svolto in Italia dall'**Agenzia del Territorio** è stata istituita a seguito della riforma del Ministero dell'Economia e delle Finanze, ed è operativa dal 1 gennaio 2001. Si tratta di un ente pubblico in grado di erogare servizi catastali, cartografici e di pubblicità immobiliare, ma soprattutto è attivo nella costituzione e nell'aggiornamento dell'anagrafe integrata dei beni immobiliari esistenti sul territorio nazionale e nell'integrazione delle attività in materia catastale con quelle attribuite agli enti locali. Nata con la consapevolezza che la trasparenza del mercato e la disponibilità di informazioni sono una risorsa fondamentale per rendere tale mercato più efficiente e competitivo, tra i compiti dell'Agenzia vi è anche l'importante gestione dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI), che offre, una gestione della banca dati delle quotazioni immobiliari fornendo una rilevazione indipendente e capillare su tutto il territorio nazionale dei valori immobiliari e delle locazioni. L'agenzia parte dalla definizione di zone territoriali omogenee per caratteristiche di localizzazione, socio-ambientali ed economiche sulla base del principio che il fattore di posizione è normalmente spiegazione principale dei prezzi e che all'interno di un segmento territoriale omogeneo esiste una forte riduzione della variabilità dei fenomeni.

Capitolo 2 - Il mestiere del valutatore

Il ruolo del valutatore immobiliare deve essere ricercato nella definizione di “valutazione”, essendo colui che la redige. 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, ecc.). Occorre innanzitutto precisare la definizione del termine *valore*, che troppo spesso è usato in maniera imprecisa nel linguaggio comune. Il valutatore deve infatti praticare un’attenta distinzione fra i termini *prezzo*, *costo* e *valore*. Il prezzo rappresenta l’ammontare che un soggetto intendepagare e un venditore intende accettare in una data transazione. Il prezzo, una volta finalizzato, si trasforma in prezzo di vendita e implica uno scambio fra soggetti coinvolti. Il termine costo invece deve essere utilizzato in relazione alla produzione di un bene e non allo scambio del bene. Il *valore* può assumere diverse accezioni nel contesto della valutazione immobiliare. La definizione di riferimento dipende dal contesto e dal suo utilizzo. In un ambito di mercato, il valore è normalmente inteso come l’anticipazione dei benefici futuri. Poiché il valore si modifica nel tempo, una valutazione riflette il valore in un determinato momento. Il valore in un determinato momento rappresenta il valore monetario di un bene per l’acquirente e il compratore. Per evitare confusioni, occorre non riferirsi unicamente al termine valore, ma specificare a quale tipo di valore ci si riferisce: valore di mercato, valore d’uso, valore d’investimento, ecc. Generalmente nelle valutazioni immobiliari si stima il valore di mercato, che secondo la definizione data dagli IVS e dalla RICS è la seguente: “Per valore di mercato si intende l’ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta o acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da una acquirente entrambi interessata alla transazione, a condizione concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela e senza coercizioni”. La stessa definizione è stata poi ripresa anche dalla Banca d’Italia⁷.

In Italia non è mai stato definito in maniera precisa e univoca il ruolo del valutatore a livello legislativo. Pur essendo richiamato da molte parti il termine “valutazione”, l’unico contributo esplicativo lo ritroviamo solo in ambito processuale, ove il nuovo articolo 173-bis delle disposizioni d’attuazione del Codice di Procedura Civile⁸ detta il contenuto della “relazione di stima. Nel succitato articolo vengono elencati i compiti dell’esperto incaricato di redigere la relazione di stima:

- 1) l’identificazione del bene, comprensiva dei confini e dei dati catastali;
- 2) una sommaria descrizione del bene;
- 3) lo stato di possesso del bene, con l’indicazione, se occupato da terzi, del titolo in base al quale è occupato, con particolare riferimento alla esistenza di contratti registrati in data antecedente al pignoramento;
- 4) l’esistenza di formalità, vincoli o oneri, anche di natura condominiale, gravanti sul bene che resteranno a carico dell’acquirente, ivi compresi i vincoli derivanti da contratti incidenti sulla attitudine edificatoria dello stesso o i vincoli connessi con il suo carattere storico-artistico;
- 5) l’esistenza di formalità, vincoli e oneri, anche di natura condominiale, che saranno cancellati o che comunque risulteranno non opponibili all’acquirente;

⁷ Banca d’Italia è la banca centrale della Repubblica italiana e operando a livello centrale persegue finalità d’interesse generale nel settore monetario e finanziario: il mantenimento della stabilità dei prezzi, la stabilità e l’efficienza del sistema finanziario e gli altri compiti ad essa affidati dall’ordinamento nazionale

⁸ Il codice di procedura civile è un corpo organico di norme strumentali a quelle di diritto civile.

6) la verifica della regolarità edilizia e urbanistica del bene nonché l'esistenza della dichiarazione di agibilità dello stesso previa acquisizione o aggiornamento del certificato di destinazione urbanistica previsto dalla vigente normativa.

E' evidente come il legislatore si fermi ad aspetti puramente formali di verifica documentale, senza entrare nel merito dei criteri di valutazione, delle metodologie da adottare e senza nemmeno fare accenno all'importante valenza economica che le relazioni di stima assumono in certi contesti.

In ambito di erogazione del credito e di sussistenza del sistema bancario, il legislatore ha altresì avuto l'importante occasione per evidenziare il ruolo del valutatore immobiliare nell'ambito della normativa concernente l'adeguatezza patrimoniale delle banche come regolata dagli accordi raggiunti in seno al Comitato di Basilea e successivamente riportata nella normativa comunitaria. In tale ambito l'organismo che si è adoperato in maniera più incisiva è stata la Banca d'Italia, che ha redatto nel corso del 2006 numerosi provvedimenti diretti a recepire i nuovi criteri di vigilanza prudenziale⁹ con particolare attenzione alle tecniche di riduzione del rischio ("*credit risk mitigation*"). E' chiaro che la determinazione del valore di mercato dei beni immobili, il monitoraggio dello stesso e l'espressione dei giudizi sintetici di rischio immobiliare sono attività fondamentali per la corretta applicazione di tale normativa in materia di vigilanza prudenziale bancaria.

Il mestiere del valutatore è costituito da una serie di compiti che servono a esprimere un giudizio il più possibile imparziale e che si fonda su un'approfondita conoscenza del mercato di riferimento, sia a livello geografico che tipologico e dell'immobile inteso come organismo unitario con caratteristiche fisiche e tecnologiche. Di seguito elenco tutte le attività che il valutatore (o esperto indipendente nel caso dei fondi immobiliari) è tenuto a svolgere per il pieno adempimento del suo ruolo.

2.1. La raccolta dei documenti – la due diligence

Due diligence è una locuzione entrata oramai nel linguaggio comune e significa letteralmente "diligenza dovuta". In ambito professionale, diligenza dovuta dal professionista che svolge un incarico affidatogli dal cliente. Il concetto moderno indica un'attività o di un'azienda nell'ambito della consulenza alle imprese. Per analogia, nel campo della consulenza immobiliare si intende l'analisi dello stato generale di un immobile. Nello specifico si definisce, quindi "due diligence immobiliare": il processo d'indagine di un immobile che unisce la verifica dello stato di fatto con quella documentale e normativa. Scopo dell'indagine è di stabilire, attraverso l'analisi di titolarità, amministrativa, catastale, urbanistica ed edilizia, strutturale, tecnico-impiantistica, ambientale, di sicurezza e manutentiva la conformità degli immobili, degli impianti fissi e delle attività svolte ai requisiti prescritti dalla normativa nazionale, regionale e comunale in vigore. Risulta altresì importante verificare la presenza di passività ambientali legate all'utilizzo attuale o passato di materiali pericolosi per l'ambiente e per la salute pubblica.

Nell'industria del Real Estate si è soliti oggi identificare tre tipi di due diligence che rispondono a tre differenti professionalità:

- **due diligence legale**, che riguarda tutto ciò che riguarda documenti di titolarità, passaggi di proprietà e per quanto di sua competenza, i titoli abilitativi dell'immobile
- **due diligence tecnica**, che si occupa ulteriormente dei titoli abilitativi e di tutta la documentazione tecnica necessaria al rilascio delle autorizzazioni, della verifica catastale (anche in riferimento al nuovo d. lgs. 78/2010 e al necessario allineamento oggettivo e soggettivo degli immobili), della documentazione

⁹ Cfr la Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 concernente "*nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*"

impiantistica e connessi libretti d'uso e manutenzione degli impianti e delle componenti tecnologiche dei fabbricati

- **due diligence commerciale e fiscale**, che si occupa soprattutto dei contratti di locazione e di ramo d'azienda, specie negli immobili a reddito e tutto ciò che riguarda la tassazione relativa a determinati beni immobili
- a questi tre aspetti, si aggiunge a volte e negli ultimi tempi ha assunto un carattere sempre più incisivo per le scelte di investimento immobiliare specie in ambiti industriali dismessi, la **due diligence ambientale**, che ha lo scopo di indagare la presenza di eventuali contaminazioni o sostanze inquinanti nel sottosuolo al fine di determinare possibili costi di bonifica.

Riporto di seguito un elenco di tutta la documentazione necessaria per lo svolgimento della due diligence, senza voler ritenere questo elenco esaustivo e con la consapevolezza che ogni fabbricato presenta peculiarità e caratteristiche proprie che devono essere indagate. Ai fini della due diligence è opportuno indagare:

- a) Documentazione di Titolarità
- b) Documentazione di stato occupazionale
- c) Documentazione Amministrativa
- d) Documentazione Catastale
- e) Documentazione Urbanistica
- f) Documentazione Edilizia e Strutturale
- g) Documentazione Impiantistica
- h) Documentazione di Sicurezza
- i) Documentazione di Prevenzione Incendi
- l) Documentazione Ambientale
- m) Documentazione Manutentiva

E' infine importante sottolineare che tutta questa documentazione, a seconda del tipo di incarico che il valutatore deve svolgere, deve essere consegnata dal cliente al valutatore o al soggetto incaricato della due diligence. E' ancora una volta determinante precisare che solo la piena conoscenza dell'immobile ne permette una valutazione corretta e la minimizzazione dei rischi da parte dei risparmiatori e/o investitori.

2.2 il sopralluogo

Uno dei momenti fondamentali nell'attività di valutazione dell'Esperto Indipendente è quello del sopralluogo presso gli immobili oggetto di valutazione immobiliare e della loro successiva analisi e descrizione.

Il sopralluogo serve inoltre a verificare il grado di funzionalità dell'immobile, inteso da un lato come articolazione e distribuzione degli spazi interni. E' noto infatti come immobili progettati e realizzati alcuni anni fa risultino ormai obsoleti per le funzioni preponderanti dell'economia contemporanea. Per fare un semplice esempio, oggi giorno risultano ormai inadeguati gli edifici ad uffici con interpiani troppo bassi per la realizzazione di pavimenti galleggianti e controsoffitti atti ad ospitare le necessarie dotazioni impiantistiche.

L'abbinamento della due-diligence al sopralluogo permette di effettuare un riscontro tra la documentazione e il reale stato di fatto dell'immobile, di verificarne le consistenze, il rispetto della normativa vigente e la necessità di eventuali interventi edilizi e/o impiantistici.

In generale, nella descrizione dell'area o dell'immobile il valutatore deve evidenziare tutti gli aspetti rilevanti e approfondire quelle tematiche che possono influire sul valore dell'asset. La comprensione delle caratteristiche fisiche dell'immobile hanno peraltro un

rilevante impatto anche nella ricerca e selezione dei beni comparabili, necessari alla corretta applicazione del metodo del *market comparison approach*.

2.3 L'indagine di mercato

Sempre con il sopralluogo il valutatore può inoltre rendersi conto delle effettive condizioni dell'immobile, non solo in termini di stato conservativo, ma anche per una reale percezione dell'intorno e del grado di commerciabilità del bene, che è strettamente connesso al suo valore. La descrizione del bene, non può pertanto prescindere dalla descrizione del contesto in cui è collocato; a seconda della tipologia di immobile da valutare, assumono pesi diversi la vicinanza o meno a infrastrutture di trasporto, ad altri immobili a carattere commerciale e/o produttivo, ai centri storici, a zone verdi, ecc.

L'indagine di mercato in particolare uno dei momenti fondamentali del metodo estimativo del *market comparison approach*, che come già detto, risulta essere il metodo di stima diretta e quindi anche quello più intuitivo e da più tempo applicato nella pratica corrente e nelle trattative. In base ai prezzi di transazione di immobili comparabili, è possibile stimare il valore di un immobile mediante adeguamenti che tengano conto della specificità di ciascun bene. I beni comparabili devono essere rintracciati sulla base delle caratteristiche fisiche e soprattutto alla localizzazione. L'applicazione corretta del *market comparison approach* prevede che siano conosciute dal valutatore almeno quattro o cinque transazioni per immobili simili avvenute in un tempo recente. Il valutatore procede poi alla normalizzazione dei prezzi per unità di misura, normalmente considerato il metro quadro di superficie (cfr. 2.4) e infine agli adeguamenti tra i comparabili e l'immobile da stimare in considerazione delle differenze che presentano, in quanto non esistono sul mercato due immobili perfettamente identici e quindi tale lavoro sarà tanto più delicato quanto più saranno le differenze tra i due.

L'indagine di mercato è sempre necessaria, tuttavia funziona molto bene nel caso di immobili omogenei o per tipologie standardizzate presenti in gran quantità sul mercato e quindi in particolare per gli immobili a destinazione residenziale.

Nel caso in cui sia da stimare un immobile a reddito ma momentaneamente sfritto o in corso di costruzione e/o manutenzione, l'indagine di mercato può essere svolta nel mercato delle locazioni per beni comparabili, si pensi ad esempio al caso di uffici e/o negozi simili per posizione e caratteristiche. In base ai valori rintracciati dall'indagine, è possibile definire un canone di locazione da inserire in un business plan per la valutazione di un'operazione di sviluppo immobiliare.

L'indagine di mercato risulta inefficace e per certi versi impossibile da svolgere per immobili ritenuti unici e speciali.

2.4 La misurazione delle superfici

La misurazione delle superfici di un immobile è uno dei momenti più critici di una valutazione. I metodi e le tecniche utilizzati per calcolare le dimensioni di un immobile variano a seconda delle tipologie immobiliari analizzate e, spesso, degli usi e costumi locali, causando un rischio di distorsione delle valutazioni a causa dell'uso di un differente "linguaggio" fra i diversi valutatori.

Al fine di uniformare le metodologie di valutazione, si propone di fare riferimento ai seguenti documenti:

- *"Uno standard italiano per la misurazione delle superfici di immobili non residenziali"*, emanato nel 2007 da Nomisma e IPD e condiviso da un panel di alcuni fra i principali operatori del mercato immobiliare italiano, in cui vengono descritti i prevalenti standard di misurazione per le differenti tipologie di commercial real estate (escludendo quindi la destinazione d'uso residenziale)

- *“Istruzioni per la Determinazione della Consistenza degli Immobili Urbani per la Rilevazione dei Dati dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare”* (Agenzia del Territorio, Osservatorio Mercato Immobiliare, “Manuale della Banca Dati dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare”, Versione 1.3 del 31 dicembre 2008, a cura di Area Osservatorio del Mercato Immobiliare, Allegato 2.). Tale documento integra il precedente per lo standard di misurazione della destinazione d'uso residenziale e, più in generale, risulta di particolare utilità ai fini della comprensione del passaggio dalla misurazione della superficie commerciale alla superficie utile per le varie destinazioni d'uso. L'utilizzo della superficie utile è necessario al valutatore in particolari situazioni quali la valutazione di un progetto in fase di sviluppo preliminare. In questo caso, in mancanza di un progetto dettagliato che permetta la definizione della superficie commerciale, i documenti a supporto della valutazione (per esempio la Convenzione Comunale e/o documentazione urbanistica e amministrativa relativa al progetto) utilizzano come “unità di misura” la superficie utile e non la superficie commerciale.

Negli EVS è presente l'appendice n. 6 che definisce tre metodologie di misurazione delle superfici con l'indicazione delle tipologie di beni e di valutazioni per le quali è solito utilizzare questa metodologia:

- 1) Superficie Esterna Lorda, necessaria per determinare la stima dei costi dell'edificio nonché gli indici di sfruttamento del lotto in ambito di pianificazione e urbanistica;
- 2) Superficie Interna Lorda utilizzata per stimare ancora una volta i costi dell'edificio, in particolare per unità a destinazione industriale e commerciale
- 3) Superficie Calpestabile Utile o superficie locativa utile per operazioni di mediazione, valutazione e imputazione delle spese di gestione in immobili locati.

2.5 Le assumptions e la scelta del metodo di valutazione

Secondo gli EVS del 2007, le assumptions sono proposizioni ritenute vere per certi fini ovvero condizioni o situazioni che influiscono sul criterio di valutazione, ma la cui verifica non può essere possibile o necessaria; sono proposizioni che una volta dichiarate, devono essere accettate al fine di comprendere la valutazione. Inoltre, tutte le assumptions alla base di una valutazione devono essere motivate.

Il tema delle assumptions è sicuramente molto delicato nell'ambito delle valutazioni immobiliari. Infatti, assumere delle condizioni errate e/o non riferibili all'oggetto della stima porta a valutazioni falsate, che non corrispondono alla realtà. Nel dibattito odierno sul mondo della valutazioni immobiliari, si chiede insistentemente che la assumption siano sempre esplicitate nei report di valutazione e che siano adottate solo quelle strettamente necessarie a redigere il rapporto, in maniera tale che assumption non reali compromettano il buon risultato della valutazione.

La scelta del metodo di stima deve essere fatta in base al tipo di immobile che si deve stimare. Con il metodo comparativo il valore si ottiene sulla base dei prezzi riscontrabili per transazioni che possono definirsi comparabili. Tale filone metodologico si fonda sull'ipotesi secondo cui nessun acquirente razionale è disposto a pagare un prezzo superiore al costo di acquisto di un bene simile e che presenti lo stesso grado di utilità. E' necessario pertanto avere a disposizione una serie sufficientemente ampia di dati circa transazioni aventi per oggetto beni simili.

Il metodo economico si fonda sul principio di anticipazione secondo cui un acquirente razionale non è disposto a pagare un prezzo superiore al valore attuale dei benefici economici che il bene immobiliare sarà in grado di produrre durante la sua vita utile. Tale metodologia presuppone quindi l'individuazione di un beneficio economico (definibile come reddito o flusso di cassa) e un fattore di correzione temporale funzione del rischio del precedente beneficio economico (tasso di capitalizzazione o di attualizzazione).

Il beneficio economico di un immobile è principalmente il canone di locazione. Tale metodologia funziona pertanto bene per quegli immobili in cui vi è una frequente separazione tra utilizzatore e proprietario e il diritto di proprietà è scambiato con relativamente scarsa frequenza. In questi casi il valore dell'immobile non necessariamente legato all'unità fisica ma alla sua capacità di produrre reddito in maniera non strettamente legata alla sua dimensione (es. centro commerciale, multisala, ecc.)

Infine, il metodo del costo di ricostruzione si basa sulla misurazione di tre diversi elementi rappresentanti il valore dell'area di pertinenza dell'edificio, dai costi di costruzione di un edificio con caratteristiche simili e da fattori di aggiustamento per considerare il deprezzamento derivante dal tempo e dall'usura. Questa metodologia è particolarmente adatta per immobili speciali, per i quali non risultano transazioni comparabili e non si hanno informazioni sulle locazioni.

2.6 La valutazione del rischio e l'introduzione del rating immobiliare

Il mercato immobiliare è caratterizzato da cicli relativamente lunghi, con periodi di contrazione seguiti da periodi di aumento dei prezzi. In particolare, osservando attentamente l'andamento medio del settore residenziale in Italia in un orizzonte temporale di oltre cinquanta anni ci si accorge che i valori nominali hanno un andamento quasi sempre crescente, mentre i valori reali (cioè senza inflazione) mostrano una ciclicità del mercato con periodi di elevata riduzione dei prezzi. Le fasi di aumento possono indurre gli investitori a sottovalutare il rischio di un investimento immobiliare: è quello che è successo recentemente, infatti alla crescita imponente dei primi anni 2000 è seguita la crisi del 2008 e che perdura ancora oggi. E' convinzione di molti investitori prevalentemente privati, che il rendimento immediato (rendimenti da locazioni) di un immobile rappresenti il rendimento "base" di tale investimento, che sarà ulteriormente migliorato da una plusvalenza quasi sicura nel medio-lungo periodo.

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.

In finanza si distingue tra rischio diversificabile e non diversificabile; il primo sono legati a fonti di rischio sistematico, quali le principali variabili macroeconomiche e finanziarie mentre il secondo che non sono legati a fonti sistematiche e quindi possono essere eliminate attraverso processi di diversificazione che consiste nell'assumere numerose variabili non connesse tra loro. Nel settore degli immobili, le tipologie di rischi riscontrabili sono i seguenti:

- Il rischio di mercato che riguarda la potenziale variazione dei flussi di cassa di un immobile, dovuta per esempio alla variazione per una tipologia di bene in una città o zona geografica oppure da variabili macroeconomiche come per esempio gli aumenti dei tassi di interesse; si tratta pertanto di un rischio solo in parte diversificabile

- il rischio legato alla costruzione ovvero gli eventuali difetti di un edificio che vanno oltre la semplice usura o addirittura l'errata progettazione di un immobile

- rischio legislativo in particolare legato a cambiamenti in ambito fiscale, costi di transazione (imposte di registro, ecc.) pianificazione territoriale e variazione di strumenti urbanistici

- rischio di liquidità legato al fatto che gli immobili non sono rapidamente vendibili e che per accelerare la vendita di un edificio è necessario ridurre il prezzo. La scarsa liquidità derivante da un portafoglio di immobili è diversificabile in quanto è possibile scegliere di vendere gli immobili che in minor misura risentono delle oscillazioni del mercato

- rischio di gestione legata alle gestione operativa degli immobili, riscossione dei canoni di locazione e attività di property management in genere

- rischio finanziario che dipende dal ricorso all'indebitamento e alla leva finanziaria utilizzata per acquistare un immobile. Il rischio è diversificabile nella misura in cui il fatto di disporre di diversi immobili consente di pianificare scadenze diverse per i mutui o addirittura di scegliere tipologie di finanziamento diverso che possano risentire più o meno l'impatto del tasso di interesse

Negli ultimi anni inoltre, la crescente integrazione tra il settore finanziario e quello immobiliare, con particolare riferimento ai fondi immobiliari e alla presenza di una forte sollecitazione del pubblico risparmio, hanno introdotto il concetto di **rating immobiliare**. In ambito finanziario il rating è determinato, nel caso di strumenti su mercati negoziati, non tanto dal prezzo di scambio su tali mercati, che è un valore noto, bensì dallo studio dell'andamento del titolo e le sue prospettive. Il rating finanziario viene espresso con un voto in lettere in base al quale il mercato stabilisce un premio per il rischio da richiedere all'azienda per accettare quel determinato investimento. Alla diminuzione del rating aumenta il premio per il rischio richiesto e, di conseguenza, l'emittente e/o il debitore deve pagare uno spread maggiore rispetto ad un ipotetico parametro che faccia riferimento al caso in cui non vi sia alcun rischio.

Il rating immobiliare invece può essere definito come un giudizio sintetico circa il rischio sotteso a un singolo bene immobile, a un portafoglio o a un progetto immobiliare sulla base di giudizi di merito a medio termine sulla qualità del bene e, in particolare, del suo mercato di riferimento, della sua localizzazione, delle caratteristiche dell'immobile e dei flussi di cassa relativi; inoltre in campo immobiliare la determinazione del valore di mercato è da sempre un'attività fondamentale poiché non esistono mercati regolamentati e per definizione non esistono due immobili identici, quantomeno la localizzazione è diversa. Il rating immobiliare pertanto è un utile strumento poiché permette di superare la sola determinazione del valore di mercato alla data della valutazione ma assume il ruolo di strumento di previsione. Il rating immobiliare è un argomento complesso poiché richiede l'integrazione di diverse e numerose professionalità tecniche, giuridiche, economiche e fiscali e costituisce la sintesi dell'analisi dei rischi all'interno di uno o più studi di fattibilità e di analisi SWOT. Si tratta di un concetto relativamente recente, probabilmente a causa della diffidenza verso il rating della scuola di estimo, la quale si concentra nella ricerca della determinazione di un valore di mercato che dovrebbe contenere in sé i rischi rilevanti.

Gli EVS del 2003 hanno definito, di comune accordo con le associazioni europee riunite in TEGoVA, i principi dell'European Property and Market Rating (PaM) che prevedono l'introduzione di analisi tipiche del settore finanziario nel campo immobiliare. Il PaM risulta essere uno strumento è particolarmente valido in un mercato globale quale è quello in cui ci troviamo, in quanto, essendo un giudizio sintetico sulla qualità del prodotto, risulta uno strumento adeguato per comparare beni o portafogli di beni situati in luoghi e nazioni diverse. Inoltre, per quanto riguarda poi i prodotti finanziari correlati a beni immobiliari, il rating immobiliare assume un ruolo fondamentale proprio al fine di fornire al mercato un giudizio sintetico sul rischio sotteso, essenziale per le scelte dell'investitore, che a parità di rating preferirà il prodotto finanziario che garantisca un ritorno maggiore ovvero quello ad un prezzo inferiore. La valutazione e il rating del patrimonio immobiliare, in relazione anche al numero e alla tipologia di prodotti finanziari presenti oggi sul mercato, sono elementi fondamentali a garanzia dei sottoscrittori, siano essi risparmiatori, investitori istituzionali, fondi pensione o altro. L'introduzione della figura dell'*asset monitor* introdotta dal provvedimento della Banca d'Italia nel maggio 2007 concernente le obbligazioni bancarie garantite, ha esplicitato il ruolo delle società di revisione come

controllori sulla regolarità delle operazioni e sull'integrità della garanzia in favore degli investitori.

Esiste in ultima analisi anche il *project and market rating*, che prende in esame non gli immobili esistenti, bensì quelli da costruire, i c.d. *development* ovvero i progetti di sviluppo immobiliare. Dal momento che tali progetti contengono in sé molteplici variabili, il *project and market rating* esprime un giudizio sul rischio correlato sulla base di molteplici ipotesi variabili e future al fine di giudicare la qualità di un ipotetico bene immobile finito, i rischi connessi al suo sviluppo e le prospettive della sua vendita nel mercato di riferimento.

A livello internazionale alcuni 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, a certe condizioni, di richiedere all'emittente del prodotto finanziario "immobiliare" di affiancare all'emissione un giudizio da parte di un esperto indipendente circa il valore del sottostante e/o un'analisi dei rischi correlati: il *Property and Market Rating* – PaM, diretto ad aumentare la trasparenza circa il grado di rischio immobiliare sottostante ovvero a specificare i rischi considerati nelle *DCF analysis* o nelle stime del *Mortgage Loan Value*.

Infine nel settore dei fondi immobiliari è stato fatto da parte di Assogestioni¹⁰, un tentativo di sensibilizzare ogni Società di Gestione del Risparmio associata per l'assunzione nella propria struttura organizzativa, con la pubblicazione nel..... della "*Mappatura dei rischi immobiliari*" dell'attività di investimento del/i un fondo/i immobiliare/i identificandone le relative categorie di rischio nei vari processi gestionali.

Deve essere infatti attribuita particolare importanza alla corretta valutazione degli *asset* in cui è investito il patrimonio dei fondi immobiliari. Un'opportuna valutazione infatti deve essere in grado di rappresentare correttamente anche il rischio all'investimento di ciascun asset in funzione delle scelte di investimento e disinvestimento e in ultima analisi della tutela dei risparmiatori, fattore che si attua con il controllo e la diminuzione del rischio

2.7 Nuove prospettive per il mestiere del valutatore in Italia

Le grandi operazioni di cessione dei portafogli real estate, la nascita dei fondi Immobiliari e la massiccia presenza di investitori istituzionali hanno portato all'affermazione sempre crescente delle professionalità legate al mondo del real estate. La figura del valutatore si avvia verso un percorso di armonizzazione degli standard di valutazione, sulla base di modelli di trasparenza, qualità e nuova professionalità. Come abbiamo visto, tentativi di regolamentazione si sono succeduti da parte delle associazioni di categoria, in particolare ai fini del controllo e diminuzione del rischio e alla tutela dei risparmiatori. Da più parti si invoca anche l'istituzione di un'associazione di categoria con una sezione specializzata in valutazioni di beni immobili; valutatori certificati esistono infatti già in Inghilterra e negli Stati Uniti. Oggi in Italia il soggetto che si occupa di stime immobiliari ha un background di tipo tecnico, diploma di geometra o laurea in architettura/ingegneria, più raramente una laurea in economia. Tuttavia la sempre maggiore integrazione degli ultimi anni tra il mondo immobiliare e quello finanziario ha posto l'attenzione sulle competenze economiche di questa figura. Sempre di più infatti le valutazioni considerano l'immobile come fonte di reddito (specie nel settore dei fondi) e di conseguenza, pur senza trascurare l'aspetto tecnico legato al bene, le valutazioni vengono effettuate principalmente con modelli finanziari di flussi di cassa. Un mercato così maturo

¹⁰ Assogestioni è l'associazione italiana dei gestori del risparmio. Nata nel 1984 rappresenta oltre 290 associati operando con l'intento di ricercare le migliori condizioni di funzionalità ed efficienza per l'attività di gestione del risparmio e per i mercati in cui si realizza, sotto il profilo operativo e normativo, operando al contempo per garantire la migliore tutela degli investitori.

richiede dunque un profilo professionale con un chiaro e definito percorso formativo, in cui gli aspetti più propriamente tecnici e legislativi si accompagnino a nozioni di economia, finanza e statistica, in virtù della crescente integrazione tra immobiliare e finanza, che presumibilmente esploderà nel prossimo ciclo positivo dell'immobiliare, è pertanto necessario che il mondo accademico e delle imprese prepari figure professionali adeguate a svolgere tale ruolo.

Un contributo importante è quello che oggi sta dando l'OSMI - Borsa immobiliare di Milano e enete della Camera di Commercio e che oggi opera per garantire uniformità e diffusione, su tutto il territorio nazionale, di metodologie operative univoche, rappresentando la più ampia offerta del mercato attraverso una piattaforma informatica deputata alla gestione di una banca dati immobiliare unica, implementata da soggetti accreditati e disciplinata da appositi regolamenti. L'OSMI da sempre opera con l'intento di migliorare la cultura delle valutazioni immobiliari nel nostro paese e da quest'anno ha iniziato a tenere anche il Corso di Specializzazione Professionale per Esperto Valutatore Immobiliare Internazionale in collaborazione con IsIVI e la facoltà di Economia dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. L'obiettivo è quello di formare un gruppo di professionisti del mercato immobiliare mediante una solida formazione finalizzata al riconoscimento di esperto valutatore secondo i parametri Europei e gli standard dell'American Appraisal Institute e al fine di rendere sempre più condivise le metodologie di valutazione secondo i R.E.V. (Recognized European Valuers, www.tegova.org).

Capitolo 3 – La valutazione degli immobili a garanzia di ipoteche

3.1 Definizione di valore ipotecario

Secondo gli EVS il valore ipotecario esprime il valore del bene stabilito sulla base di un prudente giudizio di futura commercializzazione del bene tenendo conto degli elementi di sostenibilità a medio e lungo termine delle condizioni del bene, del mercato locale, dell'uso attuale e di un uso potenziale alternativo, senza prendere in considerazione elementi speculativi. Ciò che è importante sottolineare è che il valore ipotecario deve essere stabilito con prudenza, alla data della valutazione, con riguardo alla futura commerciabilità del bene con attenzione ad eventuali periodi di mancanza di domanda dovute ad inefficienza del mercato e anche a fattori identificabili quali particolari gusti dei clienti che distorcono il mercato mettendone a rischio il futuro grado di commerciabilità. Il valore ipotecario ha quindi una sfaccettatura di tipo previsivo e quindi strettamente connessa con valutazione del rischio di un asset. Si tratta di determinare un valore netto sostenibile del bene anche sul medio-lungo periodo.

I criteri riguardanti il Valore Ipotecario soggiacciono alle seguenti raccomandazioni:

- 1) l'identificazione e l'eliminazione degli elementi speculativi richiede che il valutatore identifichi espressamente quelli che sono i fenomeni di mercato non sostenibili nel lungo termine, così come una "bolla", come nel caso di una crescita fortemente positiva che non è più supportata da fondamentali ed evidenze la fine di un ciclo economico, prima della drammatica caduta del mercato
- 2) il riferimento alle condizioni normali del mercato locale riflette gli aggiustamenti per la presenza di elementi speculativi non sostenibili, per esempio quando i beni sono locati ad un canone più alto rispetto a quello di mercato o quando il canone di locazione supera soglie di sostenibilità rispetto l'EBITDA¹¹
- 3) la necessità di porre particolare attenzione agli aspetti di lungo termine del bene e quindi l'approfondimento della sostenibilità dei livelli di mercato, con l'opportunità di indagare aspetti macro e micro economici che possono includere fra l'altro; analisi demografiche, modelli di benessere, reddito pro-capite degli abitanti, tasso di occupazione, abitudini socio-culturali di spesa dell'area considerata, infrastrutture disponibili, rischi politici e qualità ambientali
- 4) la possibilità che il bene oggetto di valutazione abbia un valore maggiore con un uso alternativo (*Highest and best use – HBU*¹²) deve essere presa in considerazione, tuttavia, ai fini della determinazione del valore ipotecario, si pone innanzitutto attenzione all'uso esistente della proprietà
- 5) la necessità di assoluta chiarezza nel processo di valutazione e che siano adottati metodi di valutazione trasparenti e chiaramente stabiliti (utilizzando metodologie di stima largamente riconosciute) e riportati nel rapporto di valutazione
- 6) l'assoluta importanza che il valutatore abbia adeguate conoscenze sia nel settore di appartenenza del bene di riferimento che del mercato locale, o abbia con il consenso del cliente, ottenuto l'assistenza di specialisti per colmare talune lacune. Il livello di formazione

¹¹ EBITDA è l'acronimo inglese per *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* ovvero utile prima degli interessi, delle imposte e degli ammortamenti dei beni immateriali (avviamento). Ha lo scopo di fornire una misura oggettiva della ricchezza generabile attraverso la gestione operativa di un'impresa.

¹² Highest and Best Use è letteralmente "massimo e miglior utilizzo possibile". E' un concetto utilizzato nella valutazione immobiliare. che afferma che il valore di una proprietà è direttamente connesso all'uso di tale proprietà; il Massimo e Miglior Utilizzo è l'uso ragionevolmente probabile che produce il più alto valore della proprietà. Questo utilizzo, il Massimo e Miglior Utilizzo, può anche non essere l'uso corrente della proprietà. HBU è una denominazione che riguarda un'entità che, potenzialmente, potrebbe avere un valore più elevato se utilizzata per scopi differenti

e di esperienza del valutatore è come abbiamo già visto, definito negli Standard 2 degli EVS.

7) in linea con quanto disposto dalla Direttiva UE, si raccomanda inoltre di riportare il valore di mercato e il valore ipotecario e che sia motivata in dettaglio la differenza di valore; in particolare, nel caso di differenze superiori al 20%, è obbligatorio inserire nel rapporto di valutazione una nota formale ed una speciale avvertenza in merito ad una possibile volatilità futura del valore del bene

Infine nell'ambito del processo di valutazione del rischio e nella considerazione delle specifiche condizioni occorre precisare anche la possibilità di dover precisare il valore di vendita forzata o di liquidazione, che è identica a quella di valore di mercato con la differenza che il tempo concesso per la commercializzazione è troppo breve e le modalità di pubblicizzazione sono inadeguate al fine di spuntare il miglior prezzo del mercato.

3.2 La circolare ABI sull'erogazione di mutui garantiti da immobili

L'esame delle questioni connesse alla valutazione di beni concessi in garanzia a fronte di finanziamenti è un tema che comporta grande responsabilità per il valutatore. Tale soggetto deve in questi casi tenere conto il motivo della valutazione, con particolare riferimento al rischio connesso alla struttura e alla durata del credito garantito e la necessaria trasparenza del rapporto di valutazione, analisi del mercato e proventi derivanti dalla proprietà.

Nell'ottobre 2010 l'ABI – Associazione Bancaria Italiana ha prodotto un documento dal titolo *Linee Guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizi*. Già con la circolare del 27 dicembre 2006 che aveva recepito la direttiva europea sulla vigilanza bancaria, la banca d'Italia aveva introdotto una serie di requisiti attinenti alla corretta valutazione degli immobili e ai requisiti dei soggetti abilitati alla valutazione, al fine di riconoscere gli immobili come idonei strumenti di mitigazione del rischio nell'ambito della detenzione prudenziale del capitale di vigilanza. Il documento dichiara la trasparenza e la corretta valutazione degli immobili essenziali per stabilire la stabilità dell'industria bancaria, pertanto con questo documento intende introdurre criteri di omogeneità nella stesura delle relazioni di stima al fine di modernizzare il mercato del mortgage credit, rendendolo più efficiente, dinamico ed integrato a livello europeo. Le indicazioni documento sono state redatte tenendo conto delle indicazioni contenute negli standard di valutazione internazionali già citati nel capitolo 1 e in particolare gli International Valuation Standard IVS, il Royal Institution of Chartered Surveyors RICS, European Valuation Standard EVS e Uniform Standards of Professional Appraisal Practice USPAP e del Codice di Valutazione Immobiliare di Tecnoborsa in considerazione della realtà nazionale.

Il documento si compone di 4 Requisiti che definiscono:

- il valore di mercato, ovvero la rappresentazione del valore di scambio che è la somma che l'immobile frutterebbe se fosse posto in vendita sul libero mercato alla data della valutazione, riprendono la definizione della Banca d'Italia del 2006
- il Codice di Condotta dei periti, fornendo alcuni concetti etici e competenze professionali necessari per svolgere attività di valutazione.
- le procedure e i metodi di valutazione che definisce i tre metodi estimativi dettati dagli standard internazionali (successivamente dettagliate specificatamente nelle note esplicative)
- la definizione del rapporto di valutazione con l'elenco di tutto ciò che deve contenere.

3.1. il Credit risk transfer

La presa di coscienza del fatto che l'integrazione del mercato del credito ipotecario europeo è essenziale per l'economia dell'UE e per il buon funzionamento del mercato

interno hanno posto tra gli obiettivi principali dell'Europa¹³ quello di agevolare la fornitura e il finanziamento transfrontaliero dei crediti ipotecari. Per realizzare ciò, è necessario eliminare gli ostacoli oggi presenti a livello normativo consentendo una diversificazione dei vari strumenti di finanziamento ipotecario garantendo in pari tempo la tutela dei consumatori e la stabilità del mercato. In questo modo, sarà possibile rafforzare la fiducia dei consumatori, che saranno messi in condizione di operare una scelta informata sulla base di informazioni chiare e confrontabili; la trasparenza delle informazioni, renderà anche i risparmiatori più consapevoli e liberi nella scelta dei prodotti finanziari, favorendo quindi la mobilità dei risparmi. In materia di finanziamento del credito ipotecario, la Commissione Europea ha posto l'accento su come dovranno essere prese in considerazione le relazioni degli esperti analizzando in modo particolare il problema della gestione del rischio di disallineamento della liquidità derivante dall'utilizzo di finanziamenti a breve per prestiti ipotecari a lungo termine e il tema dell'esposizione delle banche sulle operazioni di cartolarizzazione.

La cartolarizzazione (in inglese *securitisation*) di un mutuo significa che, attraverso un'operazione finanziaria, questo viene ceduto ad una terza parte; in altri termini la banca trasferisce ad un'altra società (detta veicolo) il credito per il mutuo concesso ad un cliente. In questo modo la società/veicolo paga la banca con denaro liquido, che poi recupera emettendo obbligazioni garantite dal mutuo. Le obbligazioni emesse sono divise in classi a seconda del rating, con un merito creditizio che è minore quanto più è alto il livello di subordinazione nella restituzione del debito obbligazionario; tuttavia, se il credito diviene inesigibile, chi compra titoli cartolarizzati perde sia gli interessi che il capitale versato.

Le operazioni di cartolarizzazione comportano benefici per tutti i soggetti partecipanti e per l'intero sistema economico. Gli *originator* (ovvero le banche) possono ottenere liquidità da impiegare per ricomporre la propria struttura patrimoniale e finanziaria e gestire in modo attivo la propria esposizione al rischio di credito; gli intermediari finanziari vigilati possono ottimizzare i requisiti patrimoniali imposti dalla vigilanza prudenziale e gli investitori, a loro volta, hanno la possibilità di ampliare il proprio portafogli con titoli caratterizzati da una buona combinazione in termini di rischio e rendimento. Infine, le agenzie di rating vedono esaltare il proprio ruolo di riferimento per gli investitori, che fanno affidamento sul giudizio di rating per valutare i profili di rischio dell'operazione. Per il sistema economico nel suo insieme, l'efficienza allocativa del sistema finanziario può migliorare dal momento che si liberano risorse finanziarie per ottimizzare il patrimonio di vigilanza delle banche; inoltre, le cartolarizzazioni consentono il frazionamento e la distribuzione del rischio di credito ad altri soggetti disposti a sostenerlo.

La valutazione degli immobili in questo contesto assumono particolar rilevanza poiché costituiscono la base di ogni operazione finanziaria con sottostante beni immobili e pertanto l'origine della tutela dei risparmiatori che investono in tali strumenti finanziari. Inoltre, in un'ottica di finanziamenti e trasferimenti di crediti di tipo transnazionale, è necessario operare anche nel senso dell'armonizzazione degli standard europei di valutazione immobiliare.

Nel giugno 2008 si è tenuto a Milano un convegno dal titolo "*Mortgage Back Securities (MBS): caratteristiche, aspetti tecnici, legali e ruolo del valutatore*" organizzato dall'IsIVI in cooperazione con l'OSMI - Borsa Immobiliare e la FIABCI durante il quale è emerso che i rischi potenziali connessi a valutazioni affidate a soggetti non competenti deve essere affrontato al meglio dalle autorità competenti ed è necessario richiedere la

¹³ Cfr. *Libro bianco della Commissione, del 18 dicembre 2007 sull'integrazione dei mercati del credito ipotecario nell'UE*. Tale testo va inteso come prolungamento della comunicazione della Commissione dal titolo "Un mercato unico per l'Europa del XXI secolo" nel contesto della crisi del mercato nordamericano dei prestiti ipotecari a rischio (subprimes)

presenza o l'assistenza di un valutatore qualificato nel caso di cessioni in blocco di crediti ipotecari. Il valutatore deve operare affinché non vengano prese scelte che possano compromettere il risparmio o il credito (specialmente se diffuso). Un momento importante in questo senso è stata sicuramente la pubblica consultazione presso la Comunità Europea con il "Green Paper – Mortgage Credit in EU" documento diretto a valutare gli aspetti connessi all'eventuale introduzione di una normativa armonizzata a livello europeo relativamente alle ipoteche immobiliari, con l'intenzione di creare un mercato comune ed armonizzato dei mutui immobiliari. In questa sede, si è ipotizzata anche l'inefficienza economica del rapporto di valutazione a dispetto di una polizza d'assicurazione contro il rischio del credito. Secondo questa tesi il rischio di "default" e di mancato recupero del finanziamento non varia molto se il rapporto di valutazione è stato svolto in maniera approfondita o meno. Tuttavia, le autorità di vigilanza dei paesi appartenenti al G10 e i comitati internazionali che si occupano di supervisione e di stabilità finanziaria riservano un crescente interesse al fenomeno del *credit risk transfer*, specie tra i settori bancario e assicurativo con l'esigenza primaria di verificare l'adeguatezza delle tecniche di risk management e i livelli di disclosure contabile adottati dagli operatori oltre che il profilo di rischio sistemici.

Anche gli EVS pongono l'accento sulla necessità di un'analitica valutazione del rischio di ciascun bene del portafoglio immobiliare oggetto di cartolarizzazione. Il processo prevede la valutazione e/o aggiornamento dei profili di rischio al momento del trasferimento dei beni oggetto di ipoteca alla nuova struttura finanziaria. L'analisi di alcuni fattori comuni ("cluster analysis") deve essere utilizzata al fine di dividere il portafoglio in gruppi omogenei ed analizzati tramite metodi semplificati (desk-top valuation) prendendo in considerazione i parametri determinanti per definire il valore. I valori di ciascun gruppo omogeneo sono la somma dei valori dei beni appartenenti al gruppo stesso e devono essere utilizzati per la determinazione del valore di mercato, del valore netto sostenibile e del profilo di rischio di ciascun gruppo omogeneo. I criteri per la determinazione del profilo di rischio variano a seconda della tipologia di immobili considerati (beni residenziali occupati dal mutuatario, beni residenziali d'investimento commerciale, ecc.).

Capitolo 4 - Il settore dei fondi immobiliari

4.1. Lo strumento finanziario dei fondi immobiliari

I fondi comuni di investimento immobiliari consentono di trasformare investimenti immobiliari, che per loro natura richiedono tempi più lunghi degli investimenti di tipo mobiliare, in quote di attività finanziarie che consentono di generare liquidità senza che l'investitore debba acquisire direttamente un immobile. Nonostante le ripercussioni negative nel settore della gestione del risparmio collettivo, secondo quanto riportato nella relazione presentata da Assogestioni e IPD presentata nel settembre 2010 il settore dei fondi immobiliari in Italia presenta dati in crescita sul fronte del numero dei prodotti, dell'attivo gestito, del patrimonio e delle attività.

Dal punto di vista operativo, i fondi immobiliari sono in carico ad una SGR (società di Gestione del Risparmio) che mette in atto una propria strategia di investimento e disinvestimento in immobili secondo un piano chiaro prestabilito e trasparente nei confronti dei sottoscrittori delle quote. La prima fase della nascita di un fondo immobiliare parte con la sua sottoscrizione, che consiste nella raccolta di un determinato ammontare di denaro presso i suoi sottoscrittori (investitori), denaro che sarà poi utilizzato per la gestione del portafoglio. Le sottoscrizioni servono a raccogliere il denaro, dopodiché vi è una seconda fase, durante la quale il fondo seleziona gli immobili da rilevare seguendo le linee di gestione del fondo: alcuni fondi privilegiano immobili ad uso uffici, altri immobili commerciali (centri e gallerie commerciali in particolare), altri ancora zone da edificare o complessi da ristrutturare. Le quote possono essere sottoscritte, entro i limiti della disponibilità del fondo, solo durante la fase di offerta ed il rimborso avviene di norma solo alla scadenza, resta invece possibile acquistarle o venderle in un mercato regolamentato nel caso siano ivi negoziate; solo recentemente la normativa ha introdotto la possibilità di finestre successive per raccogliere ulteriore liquidità. E' prevista dalla legge altresì la quotazione in un mercato regolamentato che garantisce al capitale una maggiore liquidabilità. I partecipanti possono poi rientrare in possesso dei capitali investiti, maggiorati degli eventuali capital gain o penalizzati dal market discount, ovvero dalla differenza che esiste in un determinato momento tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota.

Una tipologia particolare di fondi immobiliari è quella dei fondi ad apporto, che ha avuto un notevole sviluppo negli ultimi anni. Questa tipologia di fondi sono caratterizzati da un processo di costituzione inverso rispetto ai fondi immobiliari ordinari: un soggetto conferisce gli asset al fondo ricevendone in cambio le quote, che possono essere allocate poi sul mercato; solo in seguito all'alienazione delle quote il soggetto apportante riceve liquidità.

Nel maxiemendamento del luglio 2010, la definizione stessa di fondo viene in parte rivista, ponendo immediata rilevanza sul fatto che già dall'emissione delle quote del fondo, ogni operazione deve essere svolta nell'interesse degli investitori. Essi sono i veri protagonisti, in quanto affidano i propri risparmi ad una Società di Gestione del Risparmio (SGR), nell'ottica che questa, in base alla propria esperienza e professionalità, sia in grado di gestire patrimoni finanziari e immobiliari in maniera più consapevole e redditizia. Le nuove disposizioni affermano in particolare che il patrimonio del fondo sia raccolto tra una pluralità di investitori e che tutte le attività siano svolte in funzione di una politica di investimento chiara e predeterminata con una gestione completamente autonoma della SGR rispetto agli investitori.

I fondi immobiliari sono presenti in Italia dal 1998 e data la propria capacità di conservare valore attraverso il passare del tempo, rappresenta un'interessante alternativa agli investimenti di tipo tradizionale, soprattutto in quelle fasi di mercato in cui la riduzione

progressiva dei tassi di interesse rende attraente investire in immobili. Il principale vantaggio legato a queste tipologie di investimento è per il cliente quello di entrare in possesso di uno strumento di investimento nuovo rispetto a quelli tradizionali (fondi comuni, obbligazioni, polizze, azioni) di medio e lungo termine, legato ad un tipo di investimento (gli immobili) non coperto dagli altri strumenti o non legato ad altri indici o mercati. Lo svantaggio invece è legato al fatto che il fondo immobiliare è uno strumento di medio e lungo periodo, andrebbe quindi, almeno in teoria, acquistato in sede di emissione e conservato fino a scadenza. Nonostante poi molti fondi immobiliari siano quotati anche in borsa, e quindi è possibile negoziarli anche prima della loro scadenza, restano strumenti molto meno liquidi rispetto alle azioni e può essere più difficile trovare a breve tempo una controparte. Questo implica che spesso, come nell'acquisto-vendita di un immobile, ci si trovi a doversi accontentare di un valore inferiore a quello della propria quota.

In realtà, la situazione dei fondi immobiliari in Italia si presenta ancora oggi, così come è sempre stata nel passato, sempre a sconto rispetto al valore corrente del patrimonio dei fondi. E' chiaramente una criticità per lo sviluppo di questo settore; una delle cause principali di questa condizione è da ricercare sicuramente in un fattore temporale, la durata media delle discounted cash flow analysis superiore ai dieci anni. Inoltre il prezzo delle quote potrebbe risultare inferiore ai relativi valori patrimoniali a seguito delle attese del mercato sull'effettivo incasso delle plusvalenze latenti e, di conseguenza, sulla congruità delle valutazioni realizzate dagli Esperti Indipendenti. La corretta valutazione degli *assets* è pertanto uno strumento essenziale per l'efficienza del fondo stesso e costituisce quindi un presupposto essenziale ai fini della tutela dei risparmiatori/ investitori che sottoscrivono le quote. Le valutazioni degli immobili devono essere svolte oltre che in ogni fase di acquisto, vendita, apporto anche ogni 6 mesi, attribuendo un valore semestrale alle quote del fondo, nelle quali si rispecchiano i valori delle quote dei sottoscrittori.

4.2 Il concetto di corporate governance di una SGR

Le Società di Gestione del Risparmio (SGR) sono società che hanno per oggetto la prestazione di gestione collettiva del risparmio e costituiscono il motore del meccanismo di funzionamento di un fondo immobiliare. Nello svolgimento delle proprie attività le SGR rispondono alla propria *corporate governance*, intesa come insieme delle regole di vario livello che disciplinano l'attività della società stessa, incluse le relazioni tra i vari attori coinvolti e gli obiettivi che si è prefissata. Nel settore dei fondi immobiliari gli attori coinvolti sono la SGR, gli investitori e gli esperti indipendenti, mentre l'obiettivo è l'aumento del valore delle quote del fondo, in misura variabile a seconda delle caratteristiche del fondo stesso. Secondo quanto affermato agli organi di vigilanza (la Consob in particolare, cfr 4.4), le SGR hanno l'obbligo di seguire, nell'adozione delle decisioni di investimento, amministrazione e disinvestimento del patrimonio dei fondi immobiliari, un articolato processo decisionale, che si attua nel ricercare e selezionare le singole operazioni coerentemente con il piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario di ciascun fondo gestito.

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. 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.

4.3 Il rapporto tra Esperti Indipendenti e SGR

La figura degli Esperti Indipendenti è prevista dall'art. 6 comma 1, lett. c, n. 5 del TUF che prevede, trattando degli organismi di investimento collettivo: "Per la valutazione di beni non negoziati su mercati regolamentati, la Banca d'Italia può prevedere il ricorso a esperti indipendenti e richiederne l'intervento anche in sede di acquisto e vendita da parte del gestore". Essi sono persone fisiche o giuridiche scelte dal Consiglio di Amministrazione della SGR che nell'affidamento degli incarichi deve verificare il possesso dei requisiti richiesti dalla normativa, ovvero per le persone fisiche che siano iscritte ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l'idoneità a effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni in cui è investito il fondo. Devono altresì essere in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali delle SGR ai sensi dell'art. 13 del TUF.

Gli esperti indipendenti sono nominati dall'organo con funzione di supervisione strategica delle SGR e hanno il compito della valutazione periodica del fondo, presentando una relazione di stima e proprio in funzione del fatto che gli investimenti di questa tipologia di fondi si attuano su beni non negoziati in mercati regolamentari e, per i quali, non esistono prezzi desumibili da listini ufficiali nei fondi immobiliari gli Esperti Indipendenti hanno un ruolo determinante nella loro funzione di valutatore. Ogni scelta di investimento e disinvestimento di bene immobile non può prescindere da una valutazione corretta e precisa. Nel settore vi è quindi la necessità di Esperti Indipendenti capaci di offrire un servizio che misuri il grado di rischio di un investimento immobiliare non solo per una corretta valutazione degli asset ma soprattutto che misuri la probabilità di perdita del denaro investito da parte degli investitori, al fine di garantirne la tutela.

In Italia oggi non esistono vincoli normativi e/o regolamenti, prassi standardizzati su criteri, procedure e/o metodologie di selezione degli Esperti Indipendenti nel mondo delle SGR Immobiliari in Italia. La nomina degli E.I. è rimessa totalmente al giudizio della Corporate Governance della SGR che nella persona del CdA, si impegna a rispondere anche ai doveri etici nei confronti dei propri stakeholders e dei risparmiatori del/i fondo/i. 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.

Un importante contributo sulla definizione dello status del rapporto tra esperti indipendenti ed SGR viene dalla Consob¹⁴ che ha pubblicato nel dicembre del 2009 il

¹⁴ La Consob è un'autorità amministrativa la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato borsistico italiano.

resoconto di un'indagine riportata poi nel *Quaderno di Finanza n. 65*¹⁵ dal titolo "Il Rapporto tra le SGR e gli "Esperti Indipendenti" nella fase della valutazione degli Asset dei fondi immobiliari" a cura di Antonino Colombo e di Toni Marcelli. Tale indagine ha fatto emergere alcune criticità che sono oggi presenti nel settore: innanzitutto, una peculiarità tutta italiana è l'esistenza sul mercato di un ridotto numero esperti indipendenti, con un generale appiattimento delle SGR sulle valutazioni rilasciate dagli stessi valutatori, con una coscienza critica nei confronti delle valutazioni a volte inadeguata. Inoltre, nelle relazioni degli esperti non sempre sono esplicitati, in forma chiara e completa, i criteri, i parametri e le assumptions sottese alle stime con il rischio che l'incompletezza di questi dati e la non trasparenza delle valutazioni possa influire negativamente sulla reale conoscenza e comprensione da parte della SGR delle modalità di formazione dei valori dei beni immobili. L'obiettivo che si sta ponendo quindi la Consob, insieme con la Banca d'Italia, è quello di fornire spunti di riflessione per attuare processi spontanei di correzione da parte delle SGR per migliorare le tecniche organizzative e procedurali legate al rapporto dialettico con gli esperti indipendenti, in maniera tale che questi identifichino pienamente caratteri di indipendenza e professionalità.

L'indagine della Consob si fonda sulle risposte ad un questionario fornite da 17 SGR, cui fa capo la gestione di 29 fondi immobiliari di diritto italiano, rappresentativi – in termini di totale attivo (circa 20,4 €/mld) – del 25% circa del valore complessivo dei fondi immobiliari italiani. 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*. Gli Esperti Indipendenti sono rappresentati sia da persone fisiche ma nella maggior parte dei casi si tratta di persone giuridiche, rappresentate da società di advisor e consulenza in campo che si contraddistinguono rispetto alle 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.

Ciò che emerge dall'indagine svolta risulta che 12 SGR, pur con il 29% del totale attivo gestito, non ritengono 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. 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 e 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

¹⁵ I *Quaderni di Finanza* sono documenti con lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati finanziari ed alla loro regolamentazione. Il quaderno n. 65 indaga proprio il mercato dei fondi immobiliari e in particolare il momento della valutazione degli immobili, considerata nel più generale quadro decisionale di investimento e disinvestimento

carico sugli asset esistenti e, dove solo successivamente, i costi saranno minori poiché faranno parte di procedure che riguardano gli aggiornamenti.

Esperti indipendenti e SGR devono mantenere ognuno la propria autonomia di ruolo e la propria responsabilità nei confronti di soggetti terzi investitori. Ma è proprio questo il punto: la responsabilità dell'esperto indipendente ad oggi non è regolamentata, ma è lasciata all'autodisciplina e alla deontologia professionale; è questa una carenza del sistema giuridico vigente, che vede l'esperto indipendente privo di responsabilità nei confronti del mercato e delle autorità, in assoluto contrasto con l'importanza del ruolo svolto. Il principio oggi vigente è quello secondo cui la responsabilità per l'attività di valutazione dei beni del patrimonio dei fondi immobiliari gestiti rientra nella diretta ed esclusiva sfera di responsabilità delle SGR. Tuttavia, se esiste come abbiamo detto all'inizio, un generale appiattimento delle SGR sulle valutazioni rilasciate dagli stessi valutatori, è chiaro che detta responsabilità viene meno, ma è assolutamente innegabile il fatto che ogni decisione presa da parte di una SGR non può che partire dalla piena consapevolezza del valore dell'asset immobiliare. Manca oggi in Italia un tassello, quello che renda responsabile il valutatore del proprio operato di fronte al proprio committente e se del caso, anche del pubblico risparmio.

4.4 La gestione dei conflitti di interesse di una SGR e nei rapporti con gli Esperti Indipendenti

In linea di principio e come già ribadito dal maxi emendamento del luglio 2010 l'interesse degli investitori si impone come preminente criterio-guida dell'attività dell'intermediario in ragione dell'essenza stessa dell'attività di gestione di patrimoni altrui. Tale criterio è pertanto espressamente indicato dal legislatore, assieme ai canoni comportamentali di diligenza, correttezza e trasparenza. Il rispetto di tale principio richiede un apprezzabile grado di autonomia e trasparenza decisionale da parte della Società di gestione. L'indipendenza, funzionale all'esclusivo interesse degli investitori, è il predicato di una gestione protetta da influenze che possano derivare sia dall'assetto strutturale (interno o di gruppo) del soggetto che la esercita, sia dalle stesse modalità di svolgimento, da parte di quest'ultimo, delle proprie attività. Le norme primarie impongono alle SGR di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e prevedono che gli intermediari debbano vigilare per l'individuazione dei conflitti di interessi esemplificandone alcune "forme", distinguendo all'interno della generale nozione di "interesse direttamente o indirettamente in conflitto" con quello degli investitori, i conflitti derivanti da rapporti di gruppo, da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo e dalla prestazione congiunta di più servizi. Relativamente agli aspetti organizzativi, le SGR devono adottare procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni con altre società del gruppo che prestano servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione ordini, collocamento e servizi accessori di consulenza alle imprese, servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari. Inoltre la Banca d'Italia ha imposto ulteriori regole, tra cui il divieto di investire il patrimonio del fondo in beni direttamente o indirettamente ceduti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo ovvero di cedere tali beni ai medesimi soggetti; il limite all'acquisto in caso di operazioni di collocamento di strumenti finanziari effettuate da società del gruppo di appartenenza della SGR; la previsione che in caso di investimenti in depositi bancari presso una banca del gruppo della SGR la banca pratici al fondo condizioni almeno equivalenti a quelle da essa applicate alla propria clientela primaria; la regola prudenziale relativa alla concentrazione degli investimenti in strumenti finanziari di emittenti appartenenti al medesimo gruppo, che fissa un limite rispetto alle attività del fondo (più severo quando il gruppo è quello di appartenenza della SGR).

Tuttavia ei fondi immobiliari esistono due macro tipologie di conflitti di interesse: oltre ai conflitti interni ad una SGR di cui abbiamo accennato sopra, ciò che più interessa qui indagare è la possibilità di conflitto esistente anche nel rapporto tra SGR ed esperti indipendenti. Si tratta infatti di un rapporto alquanto complesso: nello svolgimento libero delle proprie funzioni, nessuno dei due deve influenzare l'altro; tuttavia nella realtà sussiste un forte legame poiché la prima dà lavoro al secondo, valutando gli immobili che essa vende, compra o gestisce nello svolgimento del proprio lavoro e in aderenza ad una certa strategia di investimento aziendale. E' quanto mai evidente che il rapporto è difficile e intriso di conflitti. In particolare questi derivano non solo dalla tempestività e completezza delle informazioni che la SGR trasferisce ai propri esperti e dalla determinazione dei compensi (che spesso sono proporzionati ai valori stimati degli immobili), ma anche e soprattutto dai conflitti di interesse derivanti dal potenziale affidamento di incarichi ulteriori da parte delle SGR alle società che svolgono il ruolo di esperti indipendenti o a loro controllate/associate. Occorre pertanto regolamentare e separare l'attività di valutazione da quelle di property e facility management, di advisory nelle compravendite, di servizi tecnico-ingegneristico e delle attività tipiche delle imprese di costruzioni. Ciò che è importante e renderebbe il mercato dei fondi veramente trasparente ed efficace è l'assoluta indipendenza e responsabilità di ruolo che Esperti indipendenti e SGR devono mantenere nei confronti di soggetti terzi investitori. Ma è proprio questo il punto: la responsabilità dell'esperto indipendente ad oggi non è regolamentata, ma è lasciata all'autodisciplina e alla deontologia professionale; è questa una carenza del sistema giuridico vigente, che vede l'esperto indipendente privo di responsabilità nei confronti del mercato e delle autorità, in assoluto contrasto con l'importanza del ruolo svolto. Il principio oggi vigente è quello secondo cui la responsabilità per l'attività di valutazione dei beni del patrimonio dei fondi immobiliari gestiti rientra nella diretta ed esclusiva sfera di responsabilità delle SGR e questo è coerente con quanto stabilito dalla Banca d'Italia e cioè che è dovere della SGR "[...] dotarsi di strumenti informativi, risorse tecniche e professionali e procedure, anche di controllo interne che - in relazione alla tipologia di beni nei quali è investito il patrimonio del fondo e alla complessità del contesto operativo – assicurino costantemente una rappresentazione fedele e corretta del patrimonio del fondo" (Regolamento del 14.04.2005, Titolo V, Capitolo 4, Sezione II, paragrafo 1).

Tuttavia, se esiste come abbiamo detto all'inizio, un generale appiattimento delle SGR sulle valutazioni rilasciate dagli stessi valutatori, è chiaro che detta responsabilità viene meno, ma è assolutamente innegabile il fatto che ogni decisione presa da parte di una SGR non può che partire dalla piena consapevolezza del valore dell'asset immobiliare. Manca oggi in Italia un tassello, quello che renda responsabile il valutatore del proprio operato di fronte al proprio committente e se del caso, anche del pubblico risparmio. Isivi ha proposto nel gennaio 2010 l'estensione della vigilanza Consob anche ai valutatori, ma Assogestioni e Assoimmobiliare¹⁶ sono contrari, adducendo come motivazione il fatto che comporterebbe un intervento del ministero.

E' pertanto più che mai necessario definire in maniera puntuale ruoli e responsabilità delle SGR e degli esperti indipendenti. Il ruolo della SGR è quello di definire i criteri di valutazione secondo cui attribuire il giusto valore agli immobili, sulla base di quanto previsto dalla normativa vigente e in particolare dal Regolamento Congiunto Banca d'Italia e Consob del 2007 e coerentemente con i principi generali dell'estimo, e di

¹⁶ Assoimmobiliare è l'Associazione dell'Industria Immobiliare italiana, aderente a Confindustria. rappresenta i principali attori del mercato del Real Estate.

conseguenza di monitorare il lavoro degli esperti indipendenti e di validarne i risultati durante tutto il periodo del fondo.

4.5 L'intervento delle autorità di Vigilanza e delle associazioni di categoria

Negli ultimi anni si è assistito ad una particolare attenzione da parte degli organi di vigilanza nei confronti dello strumento dei fondi immobiliari. Trattandosi di strumenti finanziari, essi sono soggetti al controllo da parte della **Banca d'Italia** e della **Consob**. La prima è la banca centrale della Repubblica italiana e opera a livello centrale persegue finalità d'interesse generale nel settore monetario e finanziario: il mantenimento della stabilità dei prezzi mentre la seconda è un'autorità amministrativa la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato borsistico italiano.

Trattandosi di strumenti finanziari, i fondi immobiliari sono soggetti al *Regolamento Congiunto Banca d'Italia e Consob* ai sensi dell'art. 6 del TUF dell'ottobre 2007. Detto regolamento, prevede i requisiti generali di organizzazione, della definizione degli organi di supervisione strategica, di gestione e di controllo e delle procedure per la corretta e trasparente prestazione dei servizi.

Un'intervento più specifico in materia di fondi immobiliari è stato poi eseguito nel luglio del 2010 con la *Comunicazione Congiunta Banca d'Italia e Consob* sul processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento è un importante passo verso l'innalzamento della trasparenza, dell'indipendenza e della prevenzione di conflitti di interesse. La comunicazione prende spunto dal già citato Quaderno di finanza n. 65 sul rapporto tra SGR ed Esperti Indipendenti e si snoda su quattro direttrici:

- 1) la chiara definizione del processo di valutazione dei beni immobili
- 2) la gestione dei conflitti di interesse
- 3) rapporti tra SGR ed esperti indipendenti
- 4) la trasparenza degli incarichi assegnati agli esperti indipendenti.

In pratica si invitano le SGR a redigere un *documento di governance* del fondo, che confluirà poi nei contratti di appalto con gli esperti indipendenti per la stima degli immobili. In tale documento dovranno essere descritti tutti i principi organizzativi e le procedure che conducono alla valutazione di un immobile, affinché questa sia il più oggettiva possibile, secondo il principio dell'estimo in cui, se applicata correttamente una metodologia di stima, due soggetti valutatori estranei giungeranno allo stesso risultato. Agli esperti indipendenti spetta invece, in conformità a tutte le prescrizioni dettate dalla SGR, espletare tutte le procedure necessarie per la valutazione dei singoli immobili, ovvero sopralluoghi, analisi di mercato, verifiche di tutta la documentazione disponibile inerente il bene oggetto di stima, al fine di redigere una relazione completa e motivata. Il processo di valutazione è attuato nel rispetto dei requisiti generali di organizzazione e procedurali previsti nel documento di governance del fondo, dichiarando anche l'eventuale adesione a linee guida in materia di valutazione immobiliare emanate da associazioni di categoria o meglio agli standard di valutazione internazionale di cui abbiamo parlato nei precedenti capitoli. In generale, un'armonizzazione dei processi valutativi porterebbe ad una maggiore trasparenza del settore immobiliare e contemporaneamente una maggiore qualità nella valutazione degli immobili diminuirebbe il rischio per istituti di credito, per i sottoscrittori dei fondi, per gli investitori e in generale potrebbe tutelare, vista la diffusione della proprietà immobiliare in Italia, il singolo cittadino, aumentando la fiducia nel settore immobiliare italiano anche da parte di investitori stranieri. Il tutto al fine di rendere più efficiente e competitivo il mercato dei fondi immobiliari del nostro paese.

Dal punto di vista delle associazioni di categoria, nel 2007 Assogestioni¹⁷ ha redatto un documento dal titolo *Il rapporto tra le “sgr” e gli “esperti indipendenti” nell’attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari – Principi e linee guida*. Esse vogliono rappresentare, da parte dell’associazione, uno strumento di autoregolamentazione a supporto delle società di gestione del risparmio associate nella definizione dei ruoli e del rapporto tra sgr e esperti indipendenti. Esse sono adottate su base volontaria, quindi non volontarie né esaustive rispetto a questo tema, ma sottolineano molti aspetti importanti citando a loro volta il tema della gestione del conflitto di interessi ed introducendo l’aspetto dell’individuazione delle funzioni aziendali delle sgr responsabili dei vari momenti relativi alla valutazione. Assogestioni inoltre pone l’accento sul contenuto delle relazioni di stima degli esperti indipendente e sulla professionalità dei medesimi. Nella gestione di un fondo immobiliare, infatti, un processo decisionale di investimento che sia veramente fondato sul principio di tutela degli investitori, deve partire da regole e procedure di valutazione complete, trasparenti e verificabili *a posteriori*.

4.6 Le proposte per migliorare il rapporto tra SGR e Esperti Indipendenti: il Tavolo di lavoro IsIVI

IsIVI per garantire ed aumentare la fiducia del mercato negli strumenti finanziari aventi un sottostante immobiliare, gli obiettivi da perseguire, anche alla luce dei principi recentemente suggeriti dall’UN-ECE¹⁸ nel documento denominato *“Policy framework for sustainable real estate markets”*, sono la trasparenza, l’indipendenza e la prevenzione di conflitti d’interessi;

A tale proposito, le soluzioni in astratto percorribili sono, in linea generale, tre:

- 1) la semplice *moral suasion*, che è basata sull’etica professionale e si sostanzia in un sistema di autodisciplina;
- 2) il controllo deontologico interno alla categoria degli esperti indipendenti
- 3) il controllo esterno da parte delle Autorità preposte.

La strada che risulta preferibile seguire è quella del controllo esterno da parte delle Autorità preposte, che si concretizzerebbe in una vigilanza diretta sugli esperti indipendenti; tale scelta si basa anche sul fatto che l’autodisciplina (il cui limite maggiore è la mancanza di un sistema di *enforcement*) non ha, sinora, prodotto i risultati sperati nel settore finanziario. Inoltre la responsabilità e la professionalità richieste all’esperto indipendente devono essere massime, alla luce del fatto che l’interesse protetto è il pubblico risparmio, e non un mero interesse endosocietario della SGR e quindi l’attuale quadro normativo, che rende l’esperto indipendente responsabile solo verso la SGR, ma non nei confronti del mercato e delle Autorità, contrasta con l’importanza del ruolo svolto dallo stesso.

Sulla base delle premesse sopra elencate, sono state elaborate dal tavolo di lavoro IsIVI alcune proposte di modifica al D.M. n. 228/99 da sottoporre al Ministero

¹⁷ Assogestioni è l’associazione italiana dei gestori del risparmio e rappresenta la maggior parte delle società di gestione del risparmio italiane e straniere operanti nel nostro Paese, oltre a banche e imprese di assicurazione attive nella gestione individuale e collettiva del risparmio.

¹⁸ UN-ECE è la United Nations Economic Commission for Europe. Si tratta di una delle quattro commissioni economiche che riportano al Consiglio Economico e Sociale (ECOSOC) delle Nazioni Unite. Aderiscono all’ECE, istituita nel 1947 con l’obiettivo di favorire la cooperazione economica e sociale. La sua funzione principale è quella di valutare i problemi economici, tecnici e ambientali, sia nei paesi membri che tra gli stessi, e nel suggerire le possibili soluzioni.

dell'Economia e delle Finanze ed alle Autorità di settore, al fine di raggiungere gli scopi proposti. In particolare le proposte più significative sono:

- l'espressa previsione del fatto che l'attività dell'esperto indipendente miri a tutelare il pubblico risparmio;
- l'istituzione di un elenco degli esperti indipendenti, articolato in sezioni territoriali presso le competenti Camere di Commercio, sotto la vigilanza delle Autorità di settore;
- l'esercizio della vigilanza sugli esperti indipendenti direttamente da parte delle Autorità di settore, analogamente a quanto avviene per le società di revisione e per gli intermediari finanziari, sottoposti alla vigilanza della Consob;
- l'istituzione di un organismo, vigilato e regolato dalle Autorità di settore, che monitori l'attività dell'esperto indipendente e la sua formazione tramite esami specifici di abilitazione ed il costante aggiornamento professionale;
- un maggiore dettaglio dei rapporti di stima degli esperti indipendenti; in particolare, nelle perizie dell'esperto dovrebbero essere sempre esplicitati i "comparables", le consistenze e la costruzione dei tassi di attualizzazione;
- l'obbligo di due diligence tecnica, legale e fiscale, effettuata direttamente dall'esperto ovvero assunta come riferimento dallo stesso;
- il divieto di assumptions non strettamente necessarie;
- il divieto di corrispettivi meramente collegati al valore del bene;
- l'obbligo di assicurazione (benché non direttamente correlata al valore del bene);
- il divieto per l'esperto indipendente di svolgere, a favore della SGR, attività che potrebbero essere in conflitto, quali, ad esempio, l'agency, l'advisory, ecc;
- durata triennale dell'incarico non rinnovabile.

Tali proposte sono espressamente indirizzate al mercato dei fondi immobiliari ma è opportuno sottolineare che tali modifiche si basano su una chiara presa di coscienza che, ogni qual volta vi sia nel mercato finanziario un prodotto che abbia un sottostante collegato all'immobiliare, sia assolutamente necessario acquisire una corretta rappresentazione dei rischi intrinseci ed estrinseci dell'immobile (esistente e/o in fase di sviluppo). Il riferimento è, evidentemente, ai Mortgage Backed Security, alle società quotate, alle Siiq¹⁹ ed altri strumenti finanziari collegati all'immobiliare. In tal senso, la figura dell'esperto indipendente, qui limitata ai fondi immobiliari, dovrebbe essere allargata in futuro anche alla valutazione dei rischi rilevanti per il bene immobile e per il suo mercato di riferimento. 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, a certe condizioni, di richiedere all'emittente del prodotto finanziario "immobiliare" di affiancare all'emissione un giudizio da parte di un esperto indipendente circa il valore del sottostante e/o un'analisi dei rischi correlati come il *Property and Market Rating* (PaM) di cui abbiamo già parlato al paragrafo 2.6, diretto ad aumentare la trasparenza circa il grado di rischio immobiliare sottostante ovvero a specificare i rischi considerati nelle DCF analysis o nelle stime del Mortgage Loan Value. Il ruolo *super partes* e di *gatekeeper* dell'esperto indipendente è fondamentale per un sano mercato immobiliare e finanziario nel suo complesso.

Riporto pertanto a conclusione di questo lavoro di tesi proprio le proposte di modifica al d.m. 228/1999 pubblicate da IsIVI in una bozza del maggio 2010. Tali proposte

¹⁹ SIIQ sono società di investimento immobiliare quotate, ovvero di quelle società quotate in borsa che investono in immobili destinati esclusivamente alla locazione, introdotte nell'ordinamento italiano nel 2007 e ancora scarsamente applicate

si riferiscono agli articoli 12, 17 e 18 più la proposta di inserimento di un nuovo articolo 19 per la nascita di un elenco di esperti indipendenti qualificati.

■ **Articolo 12 (Fondi immobiliari)**

1. I fondi immobiliari sono istituiti in forma chiusa.

2. Il patrimonio dei fondi immobiliari, spetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, anche con riferimento a quanto disposto dall'articolo 6, comma 1, lettere a) e c), numeri 1 e 5, del Testo unico, è investito nei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo. Detta percentuale è ridotta al 51 per cento qualora il patrimonio del fondo sia altresì investito in misura non inferiore al 20 per cento 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. I limiti di investimento indicati nel presente comma devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività.

3. La sottoscrizione delle quote del fondo immobiliare o delle quote di un comparto del fondo stesso può essere effettuata, ove il regolamento del fondo lo preveda, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo, mediante conferimento dei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera d).

Il fondo immobiliare nel caso di conferimenti deve: a) acquisire, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, un'apposita relazione di stima elaborata, in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti di cui **agli articoli 17 e seguenti** del presente regolamento. Il valore attestato dalla relazione di stima non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento; b) acquisire **l'asseverazione circa** la compatibilità e la redditività dei conferimenti, **in base ad un'analisi dei rischi a medio termine dell'investimento prospettato**, 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 **qualora lo stesso sia una persona giuridica negli altri casi l'asseverazione dovrà essere predisposta da un intermediario finanziario**.

4. Il divieto di cui all'articolo 12, comma 3, del presente regolamento non trova applicazione, nei confronti dei soci della società di gestione dei fondi immobiliari o delle società facenti parte del gruppo rilevante cui essa appartiene. Tali operazioni possono essere eseguite subordinatamente alle seguenti cautele: a) il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione non può superare il 40 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 60 per cento del valore del fondo; b) dopo la prima emissione di quote, il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento e in ogni caso il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 10 per cento del valore complessivo del fondo su base annua; c) 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; d) le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento. Il regolamento del fondo disciplina le modalità con le quali i soggetti che effettuano i conferimenti si impegnano al rispetto dell'obbligo; e) l'intermediario finanziario di cui al comma 3, lettera b), non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente; f) la delibera dell'organo di amministrazione della SGR deve illustrare l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione e va assunta su conforme parere favorevole dell'organo di controllo.

5. Le cautele di cui al comma 4, lettere a), b) e c) non si applicano ai fondi costituiti ai sensi degli articoli 15 e 16 del presente regolamento. 6. Le cautele di cui al comma 4, lettere a) e b) non si applicano ai fondi le cui quote siano uguali o superiori a 250.000 euro.

7. I fondi immobiliari possono assumere prestiti sino ad un valore del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento degli altri beni. Detti prestiti possono essere assunti anche al fine di effettuare operazioni di valorizzazione dei beni in cui è investito il fondo per tali operazioni intendendosi anche il mutamento della destinazione d'uso ed il frazionamento dell'immobile.

7-bis. I limiti di cui al comma 7 non si applicano ai fondi costituiti ai sensi dell'articolo 16 del presente regolamento.

8. I fondi immobiliari possono assumere prestiti per i rimborsi anticipati delle quote, nei limiti indicati al comma 7 e comunque per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del fondo.

■ **Articolo 17 (Esperti Indipendenti)**

1. Gli esperti indipendenti indicati nell'articolo 6, comma 1), lettera c), numero 5) del Testo Unico **tutelano il pubblico risparmio** e possono essere persone fisiche o giuridiche scelte dalla SGR **all'interno dell'elenco**

di cui all'art. 19 (Elenco degli esperti indipendenti) e che non siano in conflitto di interesse, attuale o potenziale, con la SGR stessa (2).

La delibera di conferimento dell'incarico contiene l'indicazione dell'esperto indipendente prescelto, i criteri seguiti nella scelta, l'oggetto e la 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 del responsabile dell'incarico.

La lettera di incarico deve essere allegata ad ogni relazione di stima effettuata dall'esperto indipendente (3).

Il conferimento dell'incarico è comunicato senza indugio dalla SGR all'organismo che tiene l'elenco di cui all'art. 19 (Elenco degli esperti indipendenti), alla Banca d'Italia e alla CONSOB.

2. Il Consiglio di amministrazione della SGR nell'affidamento degli incarichi agli esperti indipendenti verifica il possesso dei requisiti indicati nei commi 4 e 6 nonché l'assenza di cause di incompatibilità indicate nei commi 5, 8, 9, 11 e 11-bis. La SGR può affidare incarichi anche per la valutazione di singoli beni ad esperti aventi tali requisiti ed in relazione ai quali non sussistano le suddette cause di incompatibilità. La SGR dà prontamente comunicazione all'organismo che tiene l'elenco di cui all'art. 19 (Elenco degli esperti indipendenti), alla Banca d'Italia e alla CONSOB dell'affidamento di incarichi per la valutazione di singoli beni ad altri esperti, indicando le ragioni che hanno portato la SGR a conferire tali altri incarichi.

Il Consiglio di Amministrazione della SGR revoca l'incarico quando sussiste una giusta causa, che dovrà essere indicata in modo dettagliato nella relativa delibera, provvedendo contestualmente a conferire l'incarico ad altro esperto indipendente,

Il provvedimento di revoca deve essere comunicato immediatamente alla Banca d'Italia, alla CONSOB e all'organismo che tiene l'elenco di cui all'art. 19 (elenco degli esperti indipendenti).

Non costituisce giusta causa di revoca la divergenza di opinioni in relazione ai criteri, alle modalità ed ai valori indicati dall'esperto indipendente nella propria relazione.

3. Le valutazioni devono risultare da apposita relazione sottoscritta da tutti gli esperti indipendenti incaricati.

Nell'ipotesi in cui gli esperti indipendenti siano persone giuridiche, la relazione deve essere sottoscritta dal responsabile dell'incarico e da almeno uno degli amministratori, comunque in possesso dei requisiti indicati nel comma 4.

La relazione degli esperti, che dovrà ispirarsi alla best practice nazionale ed internazionale ed essere conforme alle previsioni del regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, secondo il testo di volta in volta vigente, indica almeno:a) il contenuto dell'incarico ricevuto ed il suo scopo;b) le attività di due diligence effettuate dall'esperto indipendente ovvero da terzi dallo stesso non incaricati ovvero da soggetti/entità dallo stesso eventualmente incaricati;c) la documentazione analizzata e la fonte dei dati su cui la due diligence (che dovrà comprendere una parte legale, una parte fiscale ed una parte tecnica) e la valutazione si basano;d) i sopralluoghi ed ogni altra attività di verifica effettuata, nonché se siano state effettuate misure a campione per il controllo e l'attendibilità delle superfici e degli altri dati quantitativi (come, ad esempio, volumetrie);e) i criteri ed il modello di valutazione prescelto, le motivazioni sottostanti alla scelta e la descrizione analitica dei parametri utilizzati specificando le ipotesi, i rischi e le assunzioni formulate (c.d. Assumptions);f) l'esplicitazione dei "comparables", delle consistenze e della costruzione dei tassi di attualizzazione;e) eventuali osservazioni e avvertenze che il valutatore sottopone all'attenzione della SGR circa i rischi rilevati.

L'esperto indipendente comunica senza indugio alla Consob e alla Banca d'Italia eventuali atti o fatti, rilevati nello svolgimento dell'incarico, che possano costituire una grave violazione delle norme disciplinanti l'attività della SGR.

4. Gli esperti indipendenti devono essere iscritti nell'elenco di cui all'art. 19 che segue 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.

Devono essere altresì in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali delle SGR ai sensi dell'articolo 13 del Testo Unico nonché avere una struttura organizzativa idonea all'incarico che intendono assumere.

5. Nell'ipotesi in cui gli esperti indipendenti siano persone giuridiche, esse non possono fare parte del gruppo della SGR, come definito ai sensi dell'articolo 11, comma 1, lett. a) del Testo Unico.

6. Gli esperti indipendenti persone giuridiche devono possedere i seguenti requisiti:a) nell'oggetto sociale deve essere espressamente prevista la valutazione dei beni oggetto dell'investimento del fondo;b) una struttura organizzativa adeguata all'incarico che intendono assumere.

7. L'esperto si astiene dalla valutazione in caso di conflitto di interessi in relazione ai beni da valutare, dandone tempestiva comunicazione alla SGR.

8. L'incarico di esperto indipendente non può essere conferito a soggetti che: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 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.

9. Gli esperti indipendenti e le società da loro controllate, a loro collegate o soggette a comune controllo, le società che li controllano, i loro amministratori ed i loro dipendenti non possono svolgere le seguenti attività (4) in favore della SGR che ha dato l'incarico e delle società da essa controllate o che la controllano e delle società e delle SGR sottoposte a comune controllo:a) attività di consulenza (advisory) non direttamente collegata a valutazioni immobiliari;b) attività di amministrazione di immobili (c.d. property management);c) attività di manutenzione ordinaria e straordinaria (c.d. facility management);d) attività di progettazione, sviluppo e ristrutturazione immobiliare (c.d. project management);e) attività di intermediazione immobiliare (agency).

La presente disposizione si applica a far data dal primo anno successivo alla sua entrata in vigore al fine di dare tempo alle SGR di adeguarsi.

9-bis. Nel caso di sopravvenienza di una delle situazioni indicate ai commi 8 e 9 nel corso dell'incarico, l'interessato è tenuto a darne immediata comunicazione alla SGR, che provvede entro trenta giorni dalla comunicazione stessa alla revoca dell'incarico e alla sostituzione dell'esperto, dandone contestuale comunicazione alla Banca d'Italia e alla CONSOB.

10. La valutazione dei conferimenti dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari dei fondi previsti dall'articolo 14-bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86 è effettuata da un collegio di almeno tre esperti, nel caso in cui la SGR non si avvalga di una società.

11. L'incarico di valutazione di cui al presente articolo ha durata triennale e non può essere rinnovato o nuovamente conferito se non siano decorsi almeno due anni dalla data di cessazione del precedente incarico.

11-bis. L'incarico di valutazione non può essere esercitato a favore della stessa SGR – ovvero di altre società controllate dalla SGR, di società collegate, che la controllano ovvero di società e/o SGR sottoposte a comune controllo – dalla stessa persona per un periodo eccedente il triennio, né tale persona può assumere un tale incarico, neanche per conto di un diverso esperto indipendente, qualora qualora non siano trascorsi almeno due anni dalla cessazione del precedente incarico.

11-ter. I soggetti che hanno svolto l'incarico, i soci e gli amministratori dell'esperto indipendente e delle società da esso controllate o che lo controllano o soggette a comune controllo non possono rivestire cariche sociali negli organi di amministrazione e controllo della SGR che ha conferito l'incarico e di società da essa controllate o che la controllano o soggette a comune controllo, né possono svolgere sotto forma di lavoro autonomo o subordinato alcuna delle attività di cui al comma 9 del presente articolo, se non sia decorso almeno un biennio dalla scadenza o dalla revoca dell'incarico.

■ Articolo 18 (Compensi)

1. Il costo complessivo dei compensi dovuti per le attività di valutazione di cui all'articolo 17 è a carico del fondo e deve essere commisurato all'impegno e alla professionalità richiesta per lo svolgimento dell'incarico dell'esperto indipendente, che tutela il pubblico risparmio, ed avendo presente il numero, la natura, e l'ubicazione territoriale dei beni oggetto di valutazione e dell'eventuale esistenza di un mercato attivo; **esso non può essere determinato, se non parzialmente, in funzione del valore degli immobili oggetto di perizia; in ogni caso, non può in alcun modo essere determinato in funzione dei risultati delle valutazioni compiute.** Tenuto conto delle caratteristiche dell'incarico, i compensi possono derogare ai limiti minimi stabiliti dalle tariffe professionali degli esperti indipendenti.

2. Fermo restando quanto disposto dal comma 1, per le valutazioni iniziali dei beni immobili apportati ai fondi previsti dall'articolo 14-bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86, il costo dei compensi non può superare lo 0,6 per mille del minor valore tra quello attribuito dal conferente e quello risultante dalla valutazione.

■ Articolo 19 (Elenco degli esperti indipendenti) – Proposta inserimento nuovo articolo

1. È istituito l'elenco degli esperti indipendenti, articolato in sezioni territoriali presso le competenti Camere di Commercio. Alla tenuta dell'elenco provvede un organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei valutatori immobiliari. L'organismo ha personalità giuridica ed è ordinato in forma di associazione, con autonomia organizzativa e statutaria, nel rispetto del principio di articolazione territoriale delle proprie strutture e attività. Nell'ambito della propria autonomia finanziaria l'organismo determina e riscuote i contributi e le altre somme dovute dagli iscritti e dai richiedenti l'iscrizione, nella misura necessaria per garantire lo svolgimento delle proprie attività.

Il provvedimento con cui l'organismo ingiunge il pagamento dei contributi dovuti ha efficacia di titolo esecutivo. Decorso inutilmente il termine fissato per il pagamento, l'organismo procede alla esazione delle somme dovute in base alle norme previste per la riscossione, mediante ruolo, delle entrate dello Stato, degli enti territoriali, degli enti pubblici e previdenziali.

Esso provvede (i) all'iscrizione all'elenco sulla base di prove valutative, previa verifica dei requisiti indicati all'art. 17, commi 4 e 6 e dell'esecuzione di praticantato di tre anni, validamente documentato, presso un esperto indipendente iscritto all'elenco e (ii) alla verifica che la relazione degli esperti indipendenti indichi gli elementi di cui all'art. 17, comma 3, lettere a), b), c), d) e), f) e g) e svolge ogni altra attività necessaria per la tenuta dell'elenco. L'organismo opera sotto la vigilanza della Consob.

2. La Consob determina, con proprio regolamento, i requisiti di rappresentatività delle associazioni professionali dei valutatori immobiliari nonché i principi e i criteri relativi: a) alla formazione dell'elenco previsto dal comma 1 e alle relative forme di pubblicità; b) all'iscrizione all'elenco previsto dal comma 1 e alle cause di sospensione, di radiazione e di riammissione; c) alle cause di incompatibilità; e) ai provvedimenti cautelari e alle sanzioni disciplinari; d) all'esame, da parte della stessa Consob, dei reclami contro le delibere dell'organismo di cui al comma 1; e) alle modalità di tenuta della documentazione concernente l'attività svolta dagli esperti indipendenti; f) all'attività dell'organismo di cui al comma 1 e alle modalità di esercizio della vigilanza da parte della stessa Consob; g) alle modalità di aggiornamento professionale degli esperti indipendenti.

3. La Consob può chiedere agli esperti indipendenti o ai soggetti che si avvalgono delle loro prestazioni la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti fissando i relativi termini. Essa può inoltre effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari.

4. In deroga al requisito relativo all'esecuzione di praticantato di tre anni, validamente documentato, presso un esperto indipendente iscritto nell'elenco, sono di diritto iscritti nell'elenco coloro che, alla data di entrata in vigore del presente decreto, svolgono l'attività di esperto indipendente che dovrà essere debitamente documentata.

4.7 Possibili prospettive per i fondi immobiliari

Alla luce di quanto finora descritto, ritengo di poter affermare che un'armonizzazione dei processi valutativi porterebbe ad una maggiore trasparenza del settore immobiliare e contemporaneamente una maggiore qualità nella valutazione degli immobili diminuirebbe il rischio per istituti di credito, per i sottoscrittori dei fondi, per gli investitori e in generale potrebbe tutelare, vista la diffusione della proprietà immobiliare in Italia, il singolo cittadino, aumentando la fiducia nel settore immobiliare italiano anche da parte di investitori stranieri. Il tutto al fine di rendere più efficiente e competitivo il mercato dei fondi immobiliari del nostro paese. Nella gestione di un fondo immobiliare, infatti, un processo decisionale di investimento che sia veramente fondato sul principio di tutela degli investitori, deve partire da regole e procedure di valutazione complete, trasparenti e verificabili *a posteriori*. Solo con la piena trasparenza e l'eliminazione dei conflitti di interesse si potrà ottenere anche la giusta fiducia dei risparmiatori e indirizzare così importanti risorse finanziarie verso grandi progetti immobiliari. Una regolamentazione più adeguata può incrementare le capacità operative dei fondi immobiliari come collettori di risparmio verso impieghi in immobili destinati allo svolgimento di attività economiche, come uffici, alberghi, centri commerciali e logistiche, ma anche mettersi a servizio delle pubbliche amministrazioni in vista dello sviluppo del federalismo demaniale, del potenziamento delle infrastrutture, dell'attuazione di grandi programmi di riqualificazione urbana e recupero del territorio anche con finalità di tipo pubblico-assistenziale, ad esempio l'housing sociale.

I fondi immobiliari rappresentano una grande opportunità per le pubbliche amministrazioni, che possiedono solitamente un ricco patrimonio immobiliare. La conclamata carenza di risorse finanziarie da parte delle pubbliche amministrazioni potrebbe trovare un via d'uscita attraverso un progetto strategico valorizzazione dei beni immobili a disposizione. E' possibile far confluire gli immobili non specificatamente dedicati alle attività amministrative in un fondo di investimento immobiliare al fine di finanziare l'ammodernamento degli immobili sia per utilizzi di carattere sociale sia per realizzare veri e propri piani di sviluppo integrati come ad esempio, sistemi turistici, aree produttive e/o commerciali, oltre che piani di edilizia residenziale o sociale. Con il decreto

legge del 25 giugno 2008 n. 112 (il cosiddetto “Piano Casa”) ha posto tra le sue priorità la definizione di un piano per la realizzazione e riqualificazione di alloggi per le fasce più deboli ed identifica i fondi immobiliari proprio come strumento per la valorizzazione e l’incremento dell’offerta abitativa di social housing. Il Fondo immobiliare si identifica quindi come veicolo di compartecipazione pubblico/privato (enti locali, investitori istituzionali, organismi no-profit, imprese di costruzione, ecc.) offrendo la possibilità di reperire ingenti risorse finanziarie nel mercato dei capitali privati a condizione che tali investimenti trovino, con opportune formule, un’adeguata remunerazione compatibile con le finalità sociali del progetto. I fondi immobiliari, seppur la normativa in questo momento non sia ben chiara e l’orientamento sembra essere non più così favorevole, presentano indiscutibili vantaggi di tipo fiscale; anche l’introduzione dell’imposta patrimoniale all’1% introdotta nel 2008 non va a compromettere il vantaggio tributario, in quanto l’imposta non trova applicazione se almeno il 50% è detenuto da enti pubblici come comuni o regioni e sicuramente non rientra nel caso fondi familiari.

L’immobiliare costituisce sicuramente una risorsa fondamentale per l’economia del nostro paese e pertanto una gestione accorta di questa ricchezza può portare sicuramente vantaggi in termini di competitività nel sistema economico, nell’attrattività dell’industria immobiliare italiana e di tutti quei settori che ne sono fortemente condizionati (es. il turismo, risorsa strategica per l’economia italiana), nel miglioramento del patrimonio edilizio in carico alle pubbliche amministrazioni al fine di attivare meccanismi di welfare a favore della collettività.

Bibliografia

Testi:

- Claudio Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano 2005
- Claudio Giannotti, *La gestione del fondo immobiliare*, Egea, Milano 2006
- A cura di Tecnoborsa, *Codice delle Valutazioni Immobiliari*, Roma, 2006
- Marco Simonotti, *Metodi di stima Immobiliare*, Dario Flaccovio Editore, Palermo 2006
- A cura di Osmi – Borsa Immobiliare, Politecnico di Milano, IsIVI, *Standard Europei di Valutazione Immobiliare (EVS 2003, quinta edizione)*, Franco Angeli, Milano, 2007
- Martin Hoesli e Giacomo Morri, *Investimento Immobiliare*, Editore Ulrico Hoepli, Milano 2008
- Armando Borghi, *Finanza Immobiliare*, Egea, Milano 2009

Articoli:

- Vittorio Nuti, *Un valutatore europeo*, in *IlSole24ore*, sabato 20 maggio 2006
- Antonio Campagnoli, *Applicazioni del rating immobiliare: MBS, Covered Bond e comparazione dei pacchetti immobiliari*, in *Consulente Tecnico* n. 1, gennaio-marzo 2009
- Vito Lops, *I valutatori sono sotto torchio*, in *IlSole24ore Mondo Immobiliare*, sabato 10 ottobre 2009
- Vitaliano d'Angerio, *Più attenti alle perizie sul mattone*, in *Plus24 IlSole24ore*, sabato 16 gennaio 2010
- Robert Hassan, *Patrimoni immobiliari senza veli*, in *Italioggi7*, di lunedì 10 maggio 2010,
- Antonio Campagnoli, *Fondi: ecco il futuro dell'esperto indipendente*, in *IlSole24ore Mondo Immobiliare*, sabato 10 aprile 2010
- Antonio Campagnoli e Francesco Dialti, *La vigilanza alza un velo sui fondi del mattone*, in *Finanza e Mercati*, martedì 3 agosto 2010
- Antonio Campagnoli e Francesco Dialti, *Più vita e più mattoni per i fondi*, in *Finanza e Mercati*, martedì 30 novembre 2010

Siti internet:

- www.isivi.it
- www.consob.it
- www.assogestioni.it