



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**QUADERNI
DI
FINANZA**

DOCUMENTI

**IL RAPPORTO TRA LE SGR E GLI "ESPERTI
INDIPENDENTI" NELLA FASE DI VALUTAZIONE
DEGLI *ASSET* DEI FONDI IMMOBILIARI**

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana "Studi e Ricerche" vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana "Documenti" trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Alberto Aghemo

Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini

Quaderni di Finanza

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via G.B. Martini, 3 - 00198 Roma

Tel.: 06.8477.1 - Fax: 06.8477612

e-mail: quaderni_finanza@consob.it

**IL RAPPORTO TRA LE SGR E GLI “ESPERTI INDIPENDENTI”
NELLA FASE DI VALUTAZIONE
DEGLI ASSET DEI FONDI IMMOBILIARI***

Abstract

Il presente discussion paper espone gli esiti di un’indagine conoscitiva concernente la fase di valutazione degli asset dei fondi immobiliari, considerata nel più generale quadro del processo decisionale d’investimento/disinvestimento.

In particolare, l’indagine ha avuto lo scopo di acquisire dati inerenti: i) alla trasparenza delle relazioni di stima predisposte dagli esperti indipendenti (metodologia applicata, motivazioni sottese all’impiego della stessa e relativi parametri, ipotesi e rischi considerati); ii) alle procedure secondo le quali le SGR interagiscono con gli esperti.

L’indagine conferma la rilevanza della completezza e della trasparenza delle relazioni di stima predisposte dagli esperti indipendenti, anche alla luce del fatto che la qualità informativa delle perizie si riverbera sulla capacità di conoscenza e comprensione da parte delle SGR delle modalità di formazione dei valori degli immobili.

Con il paper ci si propone di fornire un contributo conoscitivo di tipo empirico, che potrà risultare utile al fine di stimolare il dibattito in merito alla “diallettica” tra SGR ed esperti indipendenti.

* L’indagine è stata curata da A. COLOMBO, T. MARCELLI, funzionari della DIVISIONE INTERMEDIARI – Ufficio Vigilanza SGR e OICR.

INDICE

1. INTRODUZIONE: MOTIVAZIONI E FINALITÀ DELL'INDAGINE CONOSCITIVA.....	1
2. IL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA NELL'ULTIMO TRIENNIO: CARATTERISTICHE ESSENZIALI.....	3
2.1 <i>LA CRESCITA DEL SETTORE</i>	3
2.2 <i>IL MARKET DISCOUNT DEI FONDI IMMOBILIARI ITALIANI</i>	6
3. ESITI DELL'INDAGINE	8
3.1 <i>PREMESSA</i>	8
3.2 <i>ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO</i>	9
3.2.1 <i>ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO</i>	9
3.2.2 <i>DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET</i>	10
3.2.3 <i>DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET</i>	10
3.2.4 <i>ATTIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI</i>	11
3.2.5 <i>CATEGORIE DI ESPERTI INDIPENDENTI E QUOTE DI MERCATO</i>	12
3.2.6 <i>MODELLI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI</i>	14
3.3 <i>ATTIVITÀ DI GESTIONE</i>	15
3.3.1 <i>ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE</i>	15
3.3.2 <i>DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET</i>	16
3.3.3 <i>DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET</i>	17
3.3.4 <i>ATTIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI</i>	17
3.3.5 <i>CATEGORIE DI ESPERTI INDIPENDENTI E QUOTE DI MERCATO</i>	18
3.3.6 <i>MODELLI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI</i>	20
3.3.7 <i>PARAMETRI UTILIZZATI NEI MODELLI DI VALUTAZIONE</i>	21
3.3.7.1 <i>Modello DCF</i>	21
Media del tasso di attualizzazione	21
Media del tasso cap out	23
Media del numero degli anni	26
3.3.7.2 <i>Modelli reddituali</i>	27
Media del tasso di capitalizzazione.....	27
3.3.8 <i>TASSI MEDI DI RIVALUTAZIONE DEI CESPITI</i>	28
3.3.9 <i>DISTRIBUZIONE DEGLI ASSET LOCATI PER NUMERO DI CONDUTTORI</i>	29
3.4 <i>ATTIVITÀ DI DISINVESTIMENTO</i>	30
3.4.1 <i>ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI DISINVESTIMENTO</i>	30
3.4.2 <i>DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET</i>	31
3.4.3 <i>DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET</i>	32

3.4.4 ATTIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI	33
3.4.5 CATEGORIE DI ESPERTI INDIPENDENTI E QUOTE DI MERCATO	34
4. QUADRO GIURIDICO DI RIFERIMENTO	37
<i>4.1 IL PROCESSO DECISIONALE D'INVESTIMENTO DELLE SGR IMMOBILIARI: LA FASE DI VALUTAZIONE DEI BENI</i>	<i>37</i>
4.1.1 IL PROCESSO DECISIONALE: RUOLI E RESPONSABILITÀ DEGLI ORGANI DELLA SGR.....	39
4.1.2 LA “DIALETTICA” TRA SGR ED ESPERTI INDIPENDENTI NEL PROCESSO DECISIONALE D'INVESTIMENTO	40
4.1.3 VALUTAZIONE DEGLI ASSET E RESPONSABILITÀ DELLA SGR	42
5. VALUTAZIONE DEI RISULTATI DELL'INDAGINE	44
5.1 <i>PREMESSA</i>	44
5.2 <i>REGOLE E PROCEDURE PREDISPOSTE DALLE SGR AI FINI DELL'ESAME DELLE RELAZIONI DI STIMA DEGLI ESPERTI</i>	44
5.3 <i>IL MERCATO DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI</i>	46
5.4 <i>LE RELAZIONI DI STIMA ELABORATE DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI</i>	47
5.5 <i>CONCLUSIONI E SPUNTI PER ULTERIORI APPROFONDIMENTI</i>	48
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI ESSENZIALI.....	50

1. INTRODUZIONE: MOTIVAZIONI E FINALITÀ DELL'INDAGINE CONOSCITIVA

Nel nostro Paese il processo di finanziarizzazione dell'industria immobiliare ha raggiunto uno stadio avanzato.

In particolare, si registra da diversi anni una costante crescita del mercato dei fondi immobiliari.

Nel biennio 2007-2008, il settore della gestione collettiva, complessivamente considerato, ha subito un forte ridimensionamento.

Nel medesimo periodo, il segmento dei fondi immobiliari si è, invece, mosso in controtendenza: esso è, infatti, cresciuto, in termini di totale attivo, di ben 15,3 €mld..

L'industria del risparmio gestito ha risposto ad una domanda di diversificazione, con un'offerta crescente di fondi immobiliari anche nei confronti degli investitori *retail*.

E' cresciuta, parallelamente, l'attenzione delle Autorità di vigilanza sui modelli di *business* e sui processi produttivi delle società di gestione del risparmio specializzate nel settore, al fine di tutelare la competizione e la crescita ordinata di questa forma di investimento, presidiando al contempo gli snodi critici per la tutela degli investitori¹.

In tale contesto, particolare rilevanza va attribuita alla corretta valutazione degli *asset* in cui è investito il patrimonio dei fondi immobiliari. Come dimostra la crisi finanziaria internazionale - che ha avuto il suo epicentro nel mercato dei mutui ipotecari USA - di cruciale importanza, sia per i profili di correttezza comportamentale che di stabilità, risulta, infatti, l'adeguatezza del processo di valutazione degli immobili in portafoglio, indispensabile ai fini della corretta rappresentazione del binomio rischio-rendimento dell'*asset class* considerata.

L'esigenza di garantire una valutazione oggettiva e indipendente dei beni dei fondi immobiliari sta a fondamento delle norme che prevedono l'intervento di una figura professionale specializzata: gli esperti indipendenti, chiamati a formulare delle stime.

Il presente *discussion paper* espone gli esiti di un'indagine conoscitiva volta a raccogliere evidenze empiriche in merito alla fase di valutazione dei beni immobili e, in particolare, in ordine: i) al livello di trasparenza delle relazioni di stima predisposte dagli esperti indipendenti (metodologia applicata, motivazioni sottese all'impiego della stessa e dei relativi parametri, ipotesi e rischi considerati); ii) alle procedure secondo le quali le SGR esaminano le valutazioni degli esperti.

L'indagine 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 10,4 €mld.) - del 25% circa del valore complessivo dei fondi immobiliari italiani.

Grazie all'indagine si è potuto constatare che nelle relazioni degli esperti non sempre sono esplicitati, in forma chiara e completa, i criteri, i parametri e le assunzioni sottese alle

¹ Sui temi di vigilanza connessi all'espansione del mercato dei fondi non armonizzati si veda, in particolare, il *report* di PricewaterhouseCoopers, *The retailisation of non-harmonised investment funds in the European Union* (ETD/2007/IM/G4/95), prepared for European Commission DG Internal Market and Services, October 2008; la Relazione CONSOB per l'anno 2007 (pag. 170 ss.) e per l'anno 2008 (pag. 116 ss.) e Relazione Annuale Banca d'Italia 2008 (pag. 218 ss.).

stime.

Vi è pertanto il rischio che l'incompletezza e l'opacità delle relazioni di stima possa avere riflessi negativi sulla capacità di conoscenza e comprensione da parte della SGR delle modalità di formazione dei valori dei beni immobili oggetto di valutazione.

Esponendo nel presente *paper* le evidenze raccolte si mira a fornire un contributo conoscitivo di tipo empirico, che potrà risultare utile al duplice fine di:

- fornire alle SGR spunti di riflessione per iniziative di “auto-correzione”. Sussistono, infatti, margini di miglioramento delle soluzioni organizzativo-procedurali relative al rapporto dialettico con gli esperti indipendenti (nel pieno rispetto del principio 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);
- stimolare il dibattito in merito a possibili soluzioni atte ad incrementare il grado di indipendenza e professionalità degli esperti indipendenti anche nell'ottica dell'orientamento favorevole alla previsione di norme generali sugli esperti indipendenti emerso in sede comunitaria².

Il *paper* è strutturato come segue.

Nel Capitolo 2 si fornisce un sintetico quadro delle caratteristiche essenziali del mercato dei fondi immobiliari nell'ultimo triennio (crescita del settore, totale attivo, leva, scadenze, *market discount*) e si indica il sottoinsieme dei fondi oggetto dell'indagine.

Nel Capitolo 3 si illustrano gli esiti dell'analisi.

Nel Capitolo 4 si ricostruisce sinteticamente il quadro delle norme rilevanti in materia.

Nel Capitolo 5 si formulano alcune considerazioni conclusive e si enucleano i punti focali su cui sarebbe auspicabile l'avvio di approfondimenti circa possibili miglioramenti (da realizzare eventualmente anche in chiave di autodisciplina) dei principi che disciplinano la “dialettica” tra le SGR e gli esperti indipendenti³.

² Si fa riferimento alla recente proposta di direttiva della Commissione europea in materia di fondi comuni “alternativi” (Commissione delle Comunità Europee, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2004/39/CE e 2009/.../CE*, Bruxelles, 30.4.2009, COM(2009) 207 definitivo, art. 16).

³ Si evidenzia che un rilevante peso in materia va già oggi riconosciuto all'“autodisciplina” che, tuttavia, sembra aver dato sin qui risultati non del tutto soddisfacenti. Come vedremo nei successivi capitoli, infatti, le evidenze empiriche reperite mostrano che il livello di *compliance* con le raccomandazioni e le *best practice* compendiate nei “manuali” più diffusi ed autorevoli è, ad oggi, piuttosto basso. Si fa riferimento, in particolare, ai seguenti testi: 1) l'“International Valuation Standards” (c.d. IVS o White Book) dell'International Valuation Standards Committee (c.d. IVSC); 2) l'“Appraisal of Real Estate” dell'Appraisal Institute; 3) l'“European Valuation Standards” (c.d. EVS o Blue Book) del The European Group of Valuers Associations (c.d. TEGoVA); 4) gli “Uniform Standards of Professional Appraisal Practice and Advisory Opinions” (c.d. USPAP) redatti dal The Appraisal Foundation statunitense; 5) l'inglese “Red Book” dei RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors); 6) il “Codice delle valutazioni immobiliari” di Tecnoborsa.

2. IL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA NELL'ULTIMO TRIENNIO: CARATTERISTICHE ESSENZIALI

2.1 LA CRESCITA DEL SETTORE

Il mercato dei fondi immobiliari, come confermano i dati riportati nella Tabella 1, è da anni in costante crescita.

Da un lato, il settore della gestione collettiva, complessivamente considerato, ha subito un forte ridimensionamento (si passa da un totale attivo pari, al 31 dicembre 2006, a 408,4 €mld. ad un attivo di 268 €mld., al 31 dicembre 2008).

Dall'altro, il segmento dei fondi immobiliari è cresciuto, nel medesimo periodo, in termini di totale attivo, di ben 15,3 €mld. (dai 27,1 €mld. di totale attivo del 31 dicembre 2006 si passa ai 42,4 €mld. del 31 dicembre 2008). Ovviamente, è aumentato il peso relativo dei fondi immobiliari sull'intero settore della gestione collettiva del risparmio: al 31 dicembre 2008 tale peso percentuale era pari al 15,8% contro il 6,6% di due anni prima.

Tabella 1: crescita del settore dei fondi immobiliari (dic. 2006-dic. 2008)

Data	Gestione collettiva (Totale Attivo €mld.)	Fondi immobiliari (Totale Attivo €mld.)	% Fondi immobiliari su Risparmio gestito totale
31-dic-06	408,4	27,1	6,6%
31-dic-07	369,4	35,6	9,6%
31-dic-08	268,0	42,4	15,8%

Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Sin dalla loro introduzione nel nostro ordinamento, infatti, i fondi immobiliari hanno conosciuto una considerevole e costante crescita, grazie alla capacità di offrire, rispetto all'investimento diretto in immobili, significativi vantaggi potenziali (necessità di un investimento minimo inferiore, maggiore diversificazione del rischio, riduzione dei costi di gestione grazie ad economie di scala connesse alla gestione accentrata di un portafoglio, migliori *performance* insite in una gestione professionale, maggior grado di liquidabilità)⁴.

Con riferimento all'ultimo triennio (cfr. Grafico 1), l'indagine ha permesso di raccogliere dati che confermano la crescita del mercato italiano, in termini di numero di società di gestione attive nel settore, di tipologie di prodotti e di masse gestite.

Nel corso del 2008, il numero delle società di gestione iscritte all'Albo è salito da 46 (dicembre 2007) a 51 (dicembre 2008). Di queste, 46 operano esclusivamente nel settore dei fondi immobiliari; le altre 5 gestiscono anche fondi mobiliari chiusi (*private equity*).

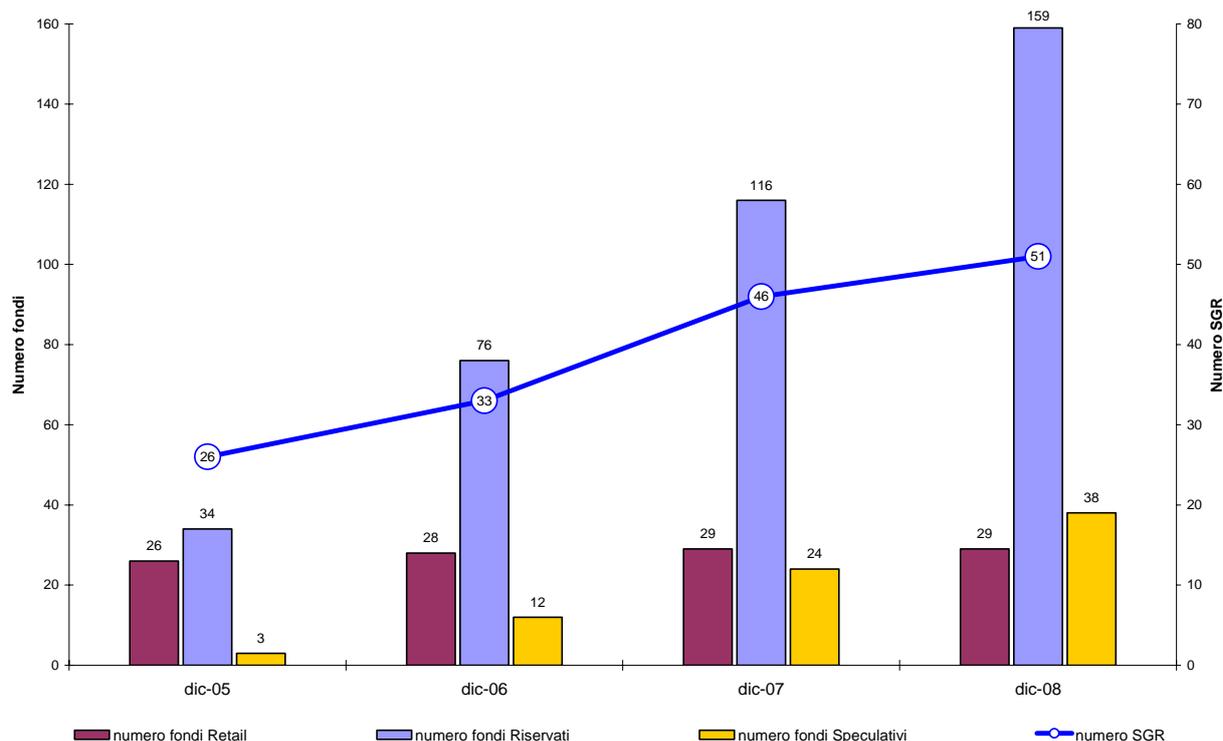
A dicembre 2008, i fondi immobiliari in fase di gestione attiva erano 226 (159 riservati, 29 *retail* e 38 speculativi).

⁴ Per un quadro di sintesi del mercato europeo dei fondi immobiliari, v. European Commission DG Internal Market, *Investment funds in the European Union: Comparative analysis of use of investment powers, investment outcomes and related risk features in both UCITS and non-harmonised markets*, Bruxelles, 2008; European Commission DG Internal Market, *Expert Group Report on Open Ended Real Estate Funds*, Bruxelles, 2008; EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, *EDHEC European Real Estate Investment and Risk Management Survey*, Parigi, 2007.

Dai dati raccolti emerge, altresì, che a partire dal 2005, si ha una netta prevalenza dei fondi riservati ad investitori qualificati: mentre, infatti, il tasso di crescita su base annua del numero dei fondi riservati è stato pari al +67%, per i fondi *retail* il medesimo tasso è stato solo del +4%.

Ancor più rilevante è stata, poi, la crescita del numero dei fondi immobiliari speculativi, che hanno registrato un tasso di crescita su base annua pari al +133%.

Grafico 1: crescita del settore dei fondi immobiliari (dic. 2005-dic. 2008)



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Anche l'attivo patrimoniale (cfr. Grafico 2) è cresciuto considerevolmente. Nel mese di dicembre 2008, esso era pari a circa 42 miliardi di euro: nell'ultimo triennio, si è avuto dunque un tasso di crescita annua pari al +32%.

Distinguendo per tipologia di fondi, a dicembre 2008, l'attivo patrimoniale risulta così ripartito:

- 25% (pari a 10.397 euro/mln.) fondi *retail*;
- 62% (pari a 26.349 euro/mln.) fondi riservati;
- 13% (pari a 5.628 euro/mln.) fondi speculativi.

Il riposizionamento strategico dell'offerta dei fondi immobiliari verso gli investitori istituzionali è stato causato da più fattori.

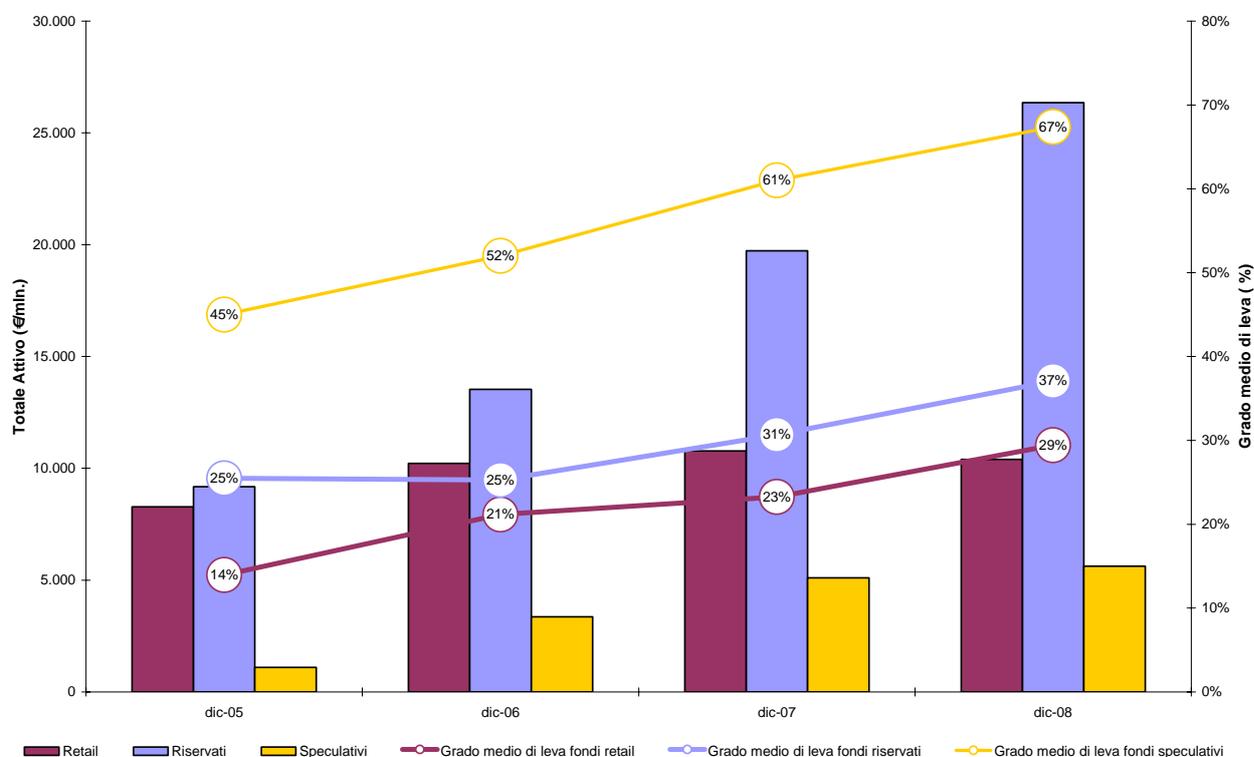
Si è assistito, anzitutto, ad un rafforzamento del fenomeno di dismissione di rilevanti patrimoni immobiliari da parte di gruppi industriali, finanziari e famiglie possidenti, per

impulso sia degli andamenti favorevoli del mercato sia degli incentivi fiscali introdotti dal decreto-legge 351/01 (esenzione dei fondi immobiliari dal pagamento delle imposte sui redditi e dell'IRAP).

Nel tempo si è modificata anche l'operatività prevalente dei fondi immobiliari. Alle acquisizioni nei settori tradizionali (uffici, commerciale, ecc.), finalizzate al conseguimento di una stabile rendita fondiaria, si sono gradualmente sostituite operazioni più marcatamente "speculative" finalizzate a produrre aumenti di valore (*capital gains*), tramite piani di sviluppo del territorio, riqualificazione urbana o operazioni di ristrutturazione.

Quest'ultima tendenza è stata accompagnata dal crescente ricorso alla leva finanziaria (cfr. Grafico 2), intesa come percentuale degli attivi patrimoniali in gestione, la cui copertura finanziaria non è avvenuta con i mezzi propri dei fondi.

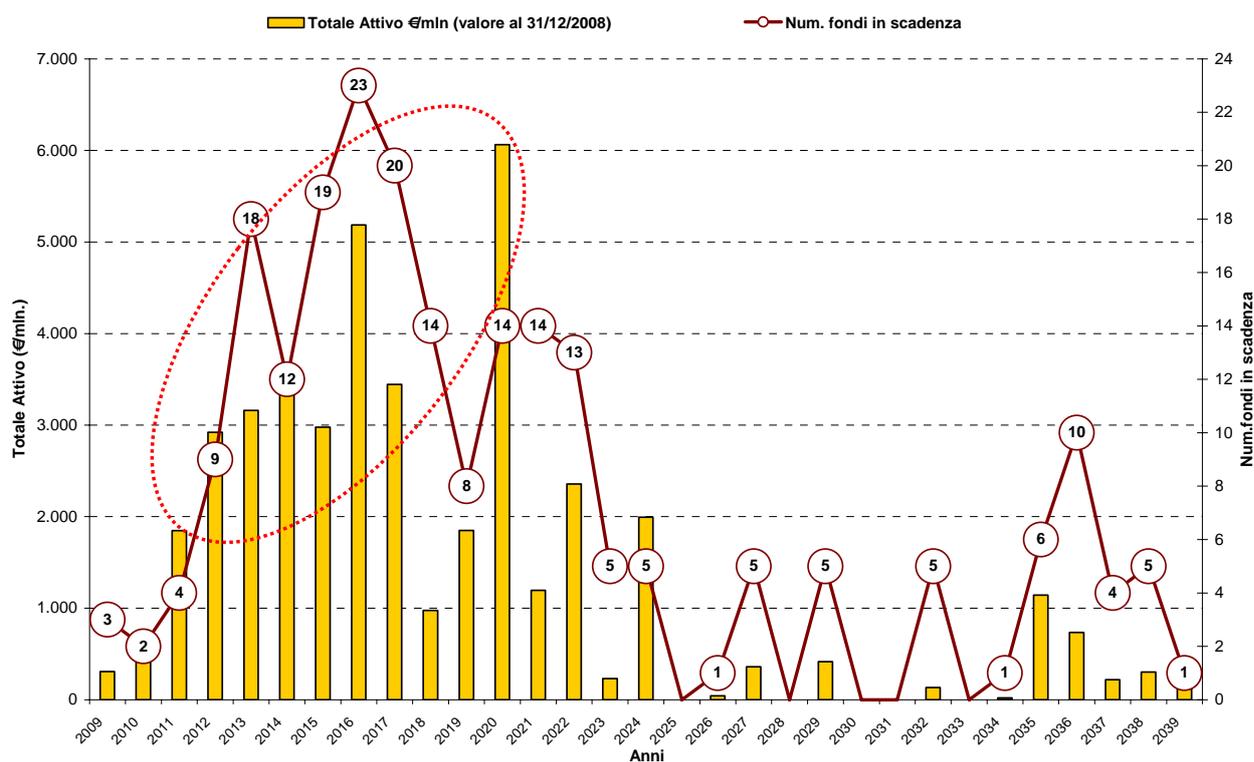
Grafico 2: attivo patrimoniale e leva finanziaria media dei fondi immobiliari



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

A dicembre 2008, infatti, il grado medio di leva risulta per i fondi: *retail*, pari al 29%; riservati pari al 37%; speculativi pari al 67%. Interessante è, infine, considerare la vita residua dei fondi immobiliari (cfr. Grafico 3): circa il 52% dei fondi – con un attivo patrimoniale a dicembre 2008 complessivamente pari a circa 22 miliardi di euro – arriverà a scadenza nel periodo 2012 - 2018.

Grafico 3: numero fondi immobiliari in scadenza e attivo patrimoniale degli stessi al 31/12/2008



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

2.2 IL MARKET DISCOUNT DEI FONDI IMMOBILIARI ITALIANI

Alla data del 28 maggio 2009 risultavano negoziati nel comparto MTF di Borsa Italiana 22 fondi immobiliari, gestiti da 13 SGR.

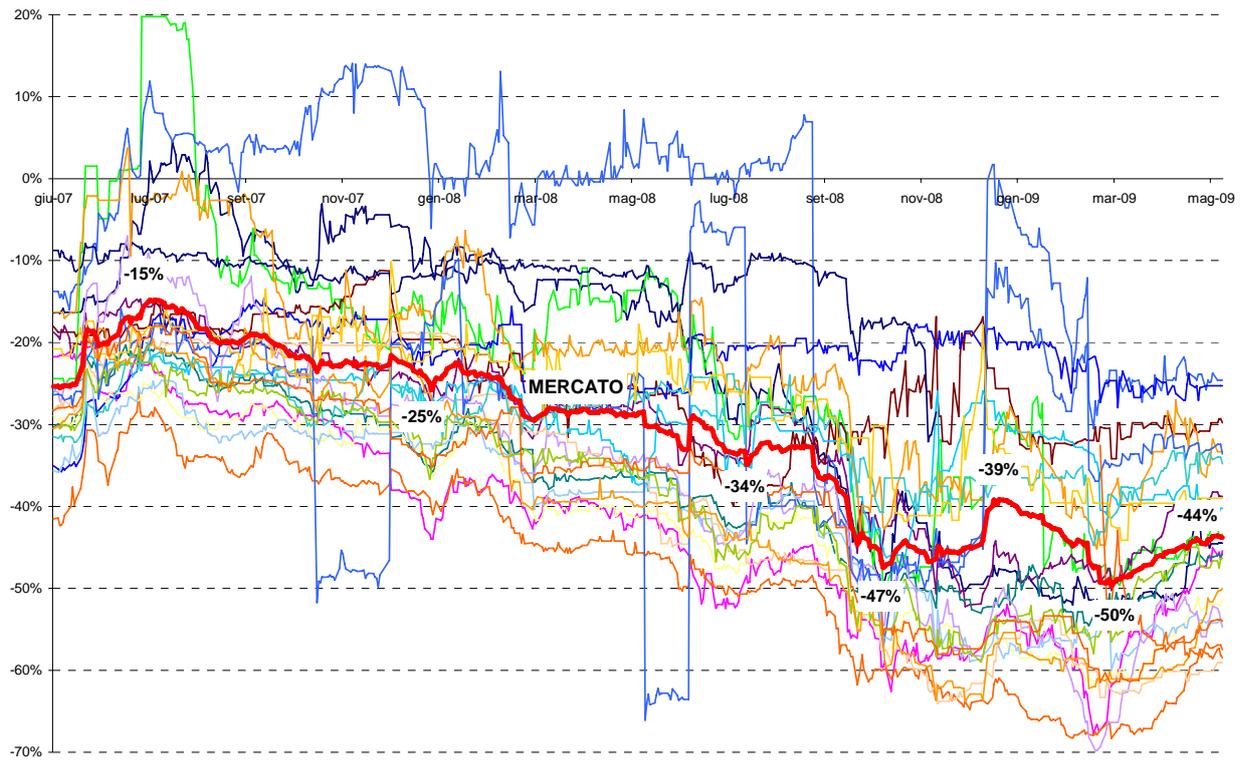
L'esame dell'andamento delle quotazioni, nel periodo giugno 2007 – novembre 2008, rivela l'esistenza di un consistente e crescente differenziale negativo (c.d. *market discount*) fra le quotazioni di borsa e il valore netto contabile (NAV) (cfr. Grafico 4).

Un'eccezione si è avuta durante l'estate 2007: per effetto di tre offerte pubbliche di acquisto sui fondi "Tecla", "Berenice" e "Beta", si è verificata una riduzione del *market discount* sull'intero mercato (dal -25% al -15% circa).

Successivamente, con l'esaurirsi dell'effetto OPA, il *market discount* si è riportato al -25% circa, valore mantenuto fino al marzo 2008.

A partire dal mese di aprile 2008, il *market discount* si è progressivamente ampliato attestandosi, nel primo quadrimestre 2009, attorno al -45%, anche per effetto del *credit crunch* dovuto alla crisi finanziaria globale. La congiuntura negativa del mercato del credito ha, infatti, impattato negativamente sulla domanda di *asset* immobiliari, generando criticità operative e gestionali, soprattutto a carico degli operatori che hanno fatto ampio ricorso alla leva finanziaria.

Grafico 4: andamento del market discount - Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg



3. ESITI DELL'INDAGINE

3.1 PREMESSA

L'indagine 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 10,4 €mld.) – del 25% circa del valore complessivo dei fondi immobiliari italiani (v. Tabella 2).

Tabella 2: SGR e fondi oggetto di analisi (dati cumulati al 30 giugno 2008) - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Numero SGR	Numero fondi	Totale attivo (€)	Immobili e diritti reali immobiliari (€)	NAV (€)	Indebitamento (€)
17	29	10.632.376.238	8.856.376.238	7.120.351.420	3.011.202.010

L'indagine ha avuto per oggetto ciascuna delle diverse fasi dell'attività gestoria (attività di investimento, attività di gestione e attività di disinvestimento) e si è articolata ad un duplice livello:

1. in primo luogo, sono state analizzate le principali caratteristiche degli *asset* immobiliari presenti nel portafoglio dei fondi, e precisamente:
 - il controvalore (“CTV”) e il numero di immobili;
 - la loro distribuzione geografica [1) Roma; 2) Milano; 3) Nord Italia; 4) Centro Italia; 5) Sud Italia e Isole; 6) Estero];
 - la loro ripartizione settoriale [1) Uffici; 2) Logistica; 3) Residenziale; 4) Industriale; 5) Commerciale; 6) Residenze Sanitarie Assistenziali; 7) Turistico/Ricreativo; 8) Sviluppo/aree; 9) Altro].
2. in secondo luogo, ci si è proceduto ad esaminare le prassi consolidate nelle interazioni tra gli esperti indipendenti e le SGR (sempre in ciascuna delle diverse fasi del processo decisionale d'investimento), focalizzando l'attenzione sui seguenti profili:
 - l'intervento degli esperti indipendenti nelle valutazioni dei beni oggetto di acquisto (fase di investimento);
 - gli scostamenti tra le valutazioni definitive effettuate dalle SGR in ciascuna delle tre predette fasi, da una parte, e le stime fornite dagli esperti indipendenti, dall'altra;
 - le quote di mercato (numero di incarichi e CTV degli stessi) degli esperti indipendenti;
 - i modelli di valutazione utilizzati dagli esperti [1) Metodo DCF; 2) Metodo del confronto di mercato; 3) Metodo reddituale; 4) Metodo della trasformazione; 5) Metodo del costo di ricostruzione];
 - i principali parametri utilizzati nei modelli di valutazione⁵, ossia:
 - per il DCF, la media del tasso di attualizzazione, del numero degli anni e del tasso *cap out*;

⁵ Tale analisi ha riguardato esclusivamente la fase di gestione. Le operazioni realizzate nelle fasi di investimento e disinvestimento, infatti, a causa della loro esiguità numerica, non si prestano ad un'analisi statistica attendibile.

- per il metodo reddituale, la media del tasso di capitalizzazione;
- i tassi medi di rivalutazione dei cespiti presenti nei portafogli dei fondi (distinti per destinazione d'uso), nei periodi dic. 06 – dic. 07 e dic. 07 – giu. 08;
- la distribuzione di frequenza degli *asset* locati per “classi” di conduttore (da 0 a 5 conduttori; da 6 a 10; da 11 a 20; da 21 a 40; da 40 in su).

Nei sottoparagrafi da 3.2. a 3.4 saranno sintetizzate le principali evidenze riscontrate, con riferimento a ciascuna delle diverse fasi dell'attività gestoria (investimento, gestione e disinvestimento). Designando i soggetti interessati in forma anonima, in ciascun sottoparagrafo si riporta: l'andamento della fase gestoria considerata; la distribuzione geografica degli *asset*; la distribuzione settoriale dei beni; l'attività e le quote di mercato degli esperti indipendenti; i modelli di valutazione e i principali parametri utilizzati.

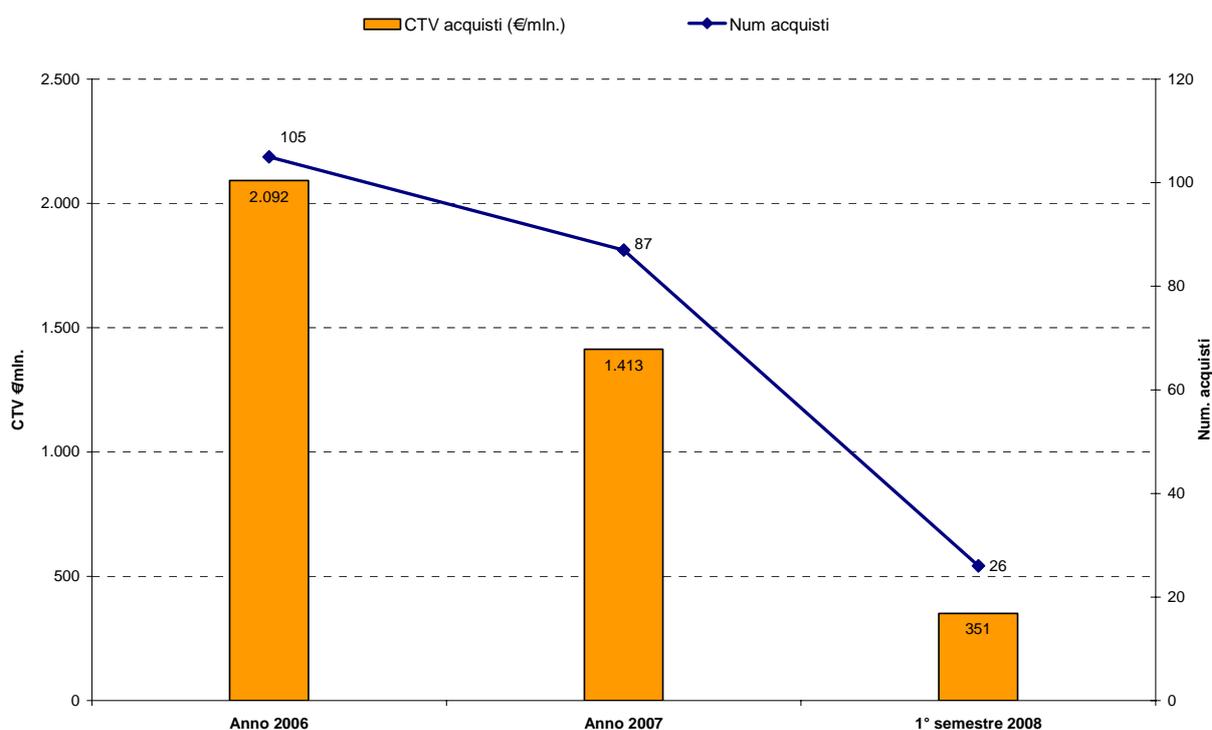
3.2. ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

3.2.1 ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

Nel periodo gennaio 2006 – dicembre 2007 nel settore dei fondi immobiliari si sono avute poche iniziative rivolte ai risparmiatori *retail* (più precisamente, un solo fondo ha avviato l'operatività). Ciò nonostante, si è registrata una consistente attività di investimento (per un CTV complessivo pari a circa 3,5 mld./€) da parte di fondi già operativi (cfr. Grafico 5).

Nel 1° semestre 2008, lo scenario è, però, cambiato sensibilmente. L'attività di investimento ha, infatti, subito un evidente rallentamento (sia in termini di CTV delle operazioni che di numero delle stesse) per effetto soprattutto del *credit crunch*.

Grafico 5: andamento dell'attività di investimento - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

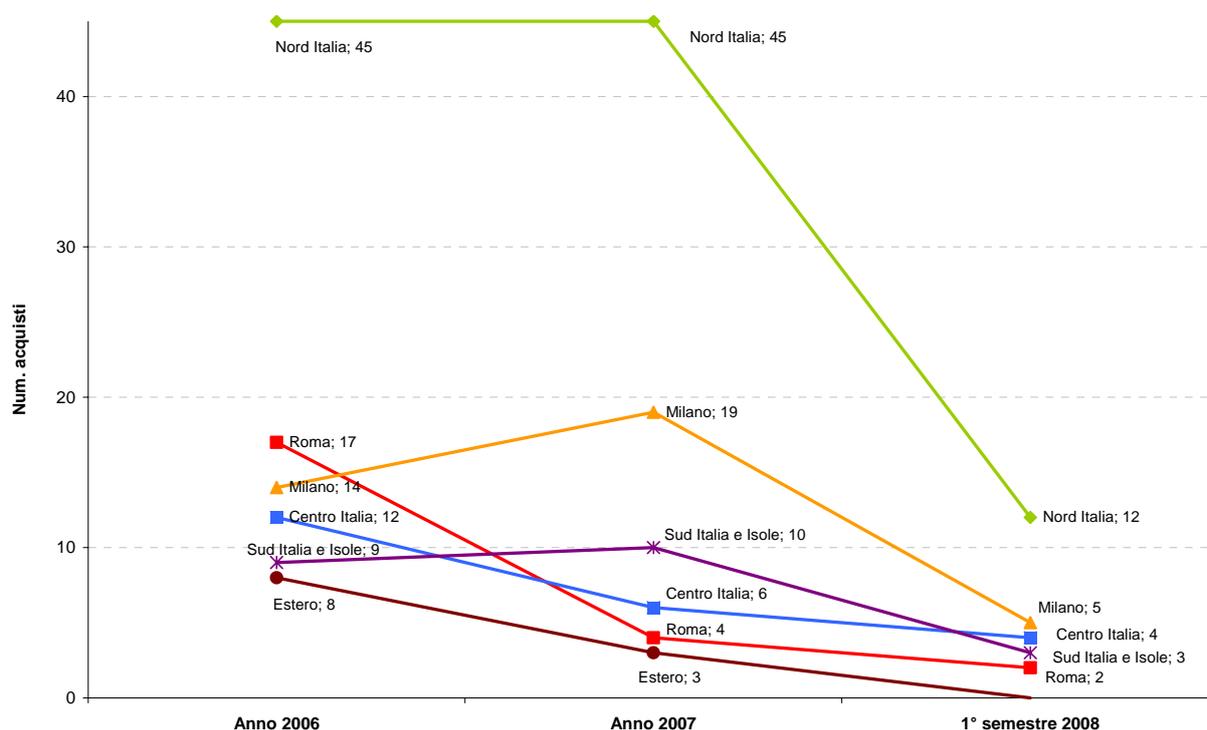


3.2.2 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET

I dati relativi all'attività di investimento confermano una chiara prevalenza, in termini di numero di investimenti, delle operazioni compiute nelle zone del Nord Italia e di Milano (cfr. Grafico 6).

Sostanzialmente stabili sono, invece, gli investimenti nelle altre aree geografiche. Fa eccezione la zona di Roma: mentre nel periodo 2006-2007, essa rappresentava la seconda area di interesse in ambito nazionale, nel periodo successivo è scesa alla quinta posizione.

Grafico 6: distribuzione geografica degli asset - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



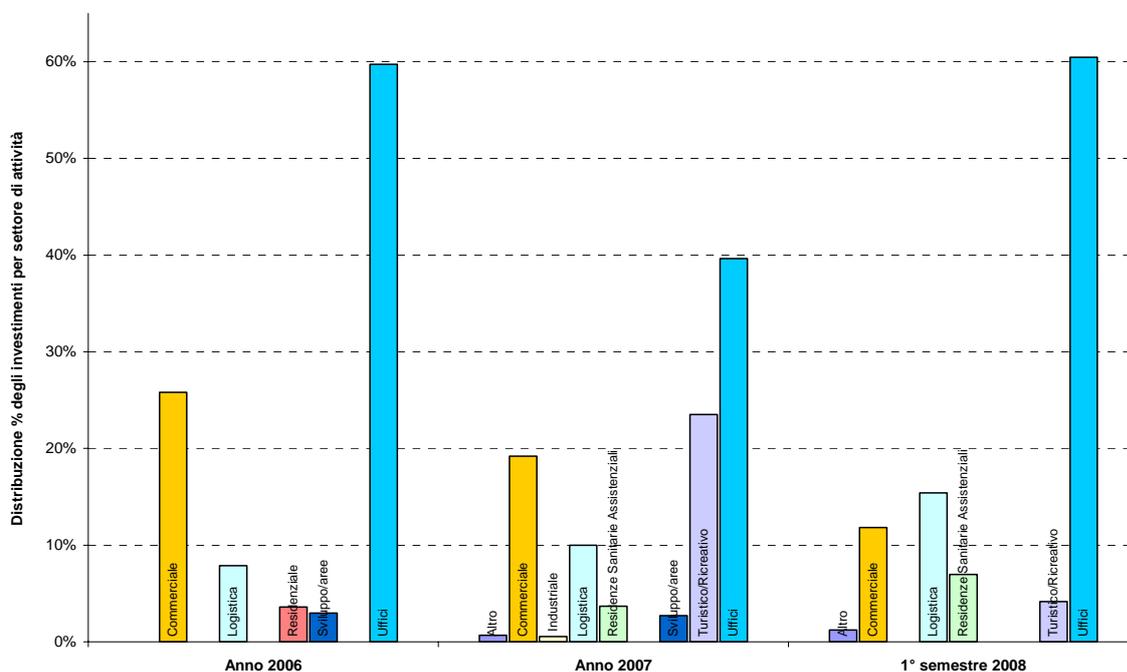
3.2.3 DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale degli investimenti realizzati nel periodo considerato, dall'analisi dei dati emerge una forte prevalenza del numero di *asset* appartenenti al settore uffici (in peso relativo pari al 60% nel 2006, al 40% nel 2007 e al 60% nel 1° semestre 2008) (cfr. Grafico 7).

Con riferimento al peso relativo degli altri settori, appare interessante notare il *trend* discendente del settore commerciale, cui fa fronte un crescente interesse degli operatori per i settori della Logistica e delle Residenze Sanitarie Assistenziali.

Le cause di tali scelte di investimento sono individuabili, tra l'altro, nel perseguimento di strategie di diversificazione del portafoglio e, in particolare, nell'obiettivo di garantire rendimenti più elevati, mediante maggiori investimenti nei settori meno "maturi".

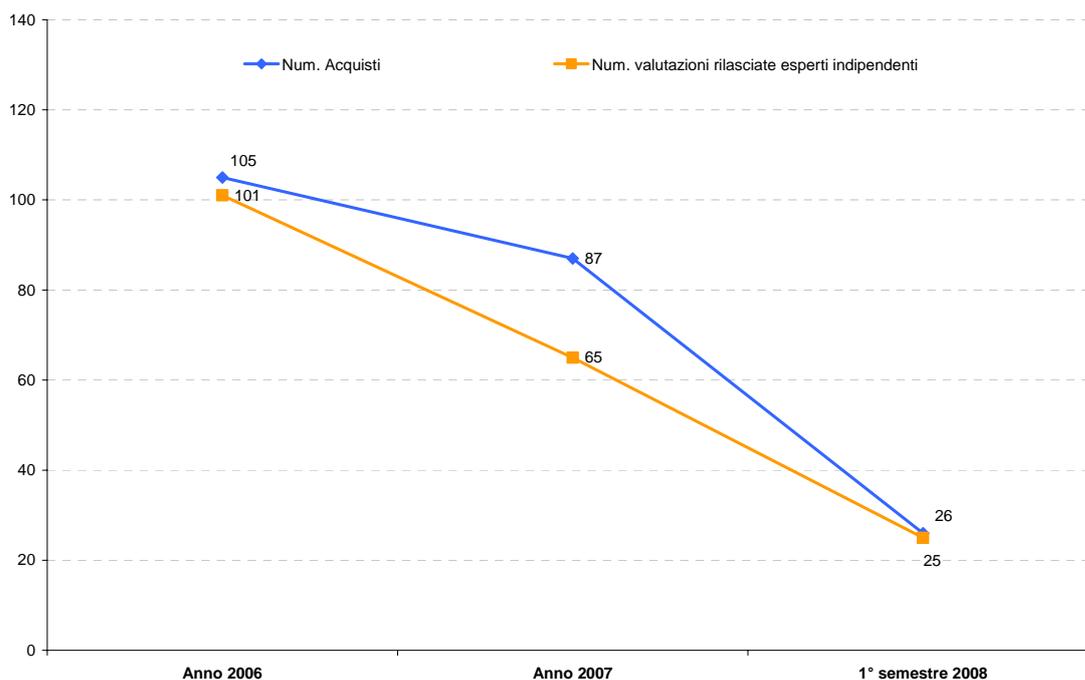
Grafico 7: distribuzione settoriale degli asset - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



3.2.4 ATTIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Analizzando i dati relativi al numero di acquisti effettuati nel periodo considerato e le valutazioni rilasciate per i medesimi investimenti, appare chiara la prassi delle SGR di richiedere l'intervento dei valutatori anche nelle fattispecie in cui esso, secondo la normativa vigente (v., *infra*, par. 4.1.2), non sarebbe obbligatorio.

Grafico 8: numero di interventi degli esperti indipendenti nelle valutazioni dei beni oggetto di acquisto - Fonte elaborazioni su dati CONSOB



In particolare, dall'analisi del Grafico 8 emerge che la percentuale dei loro interventi è prossima, nell'anno 2006 e nel 1° semestre 2008, al 96% delle operazioni effettuate, mentre nell'esercizio 2007 gli esperti indipendenti sono intervenuti nel 75% degli investimenti effettuati.

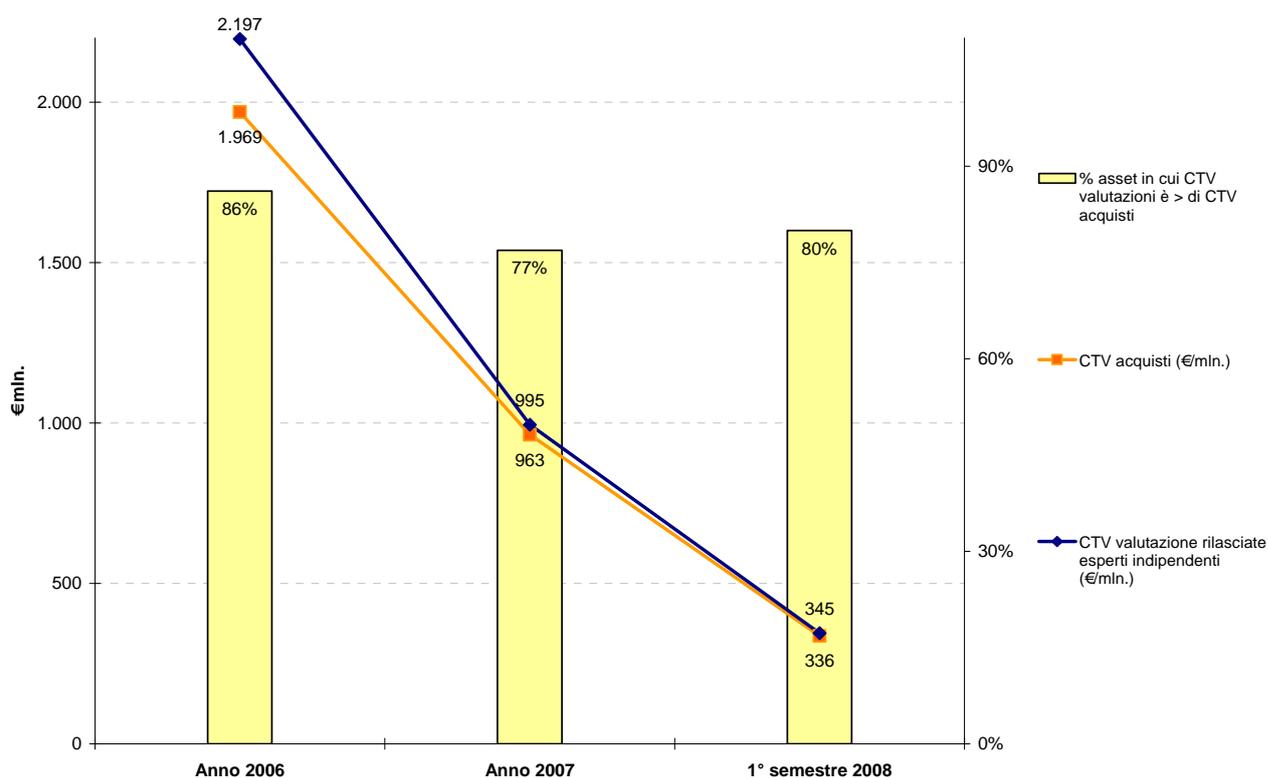
Significativo è anche il dato che evidenzia l'andamento nel tempo degli scostamenti dei prezzi di acquisto pattuiti contrattualmente rispetto alle valutazioni rilasciate dagli esperti indipendenti.

Il Grafico 9 mostra, a tal riguardo, che il differenziale fra i prezzi di compravendita degli *asset* e le valutazioni rilasciate dagli esperti è esiguo e ha seguito una costante tendenza alla contrazione (a partire dal 2007, esso, infatti, tende quasi ad annullarsi).

Tale andamento testimonia la prassi delle SGR di discostarsi in misura marginale dalle valutazioni rilasciate dagli esperti.

In particolare, nel primo semestre 2008, sono state compiute 26 operazioni; per l'80% dei cespiti oggetto di investimento (il cui valore complessivo è pari circa 350 €/mln.) si registra una differenza complessiva di soli 9 €/mln. fra le valutazioni rilasciate dai valutatori e i prezzi d'acquisto degli *asset* immobiliari (cfr. Grafico 9).

Grafico 9: CTV complessivo degli *asset* acquistati e valutazioni rilasciate dagli esperti - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

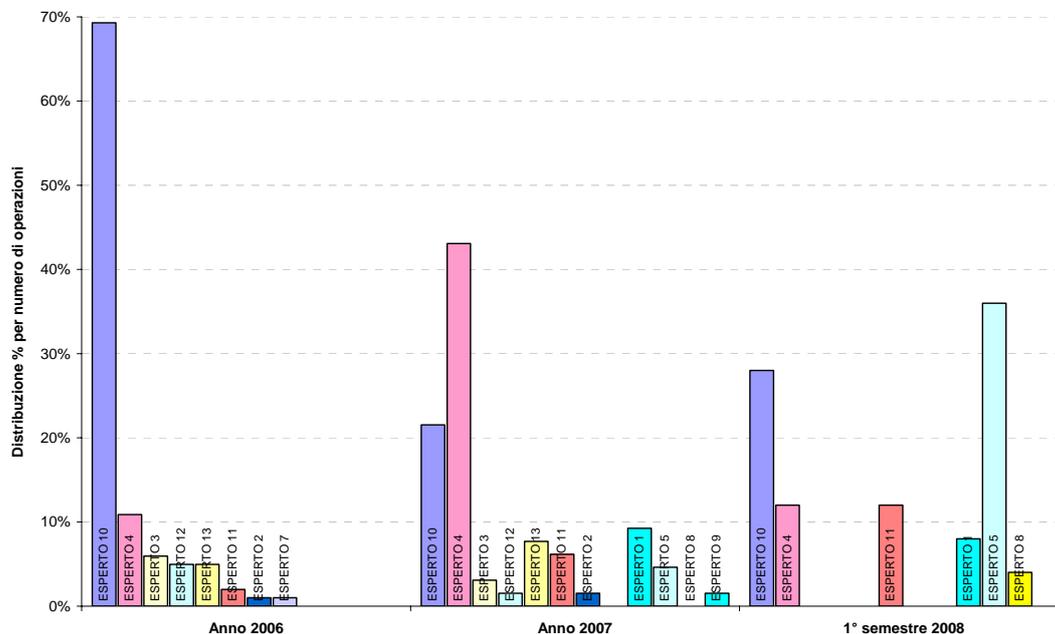


3.2.5 CATEGORIE DI ESPERTI INDIPENDENTI E QUOTE DI MERCATO

Nel periodo considerato, i valutatori incaricati dalle SGR di rilasciare le relazioni di stima sono stati 12 persone giuridiche. Nel Grafico 10 si riporta il numero degli esperti e le rispettive quote di mercato (in termini % rispetto al numero complessivo di operazioni).

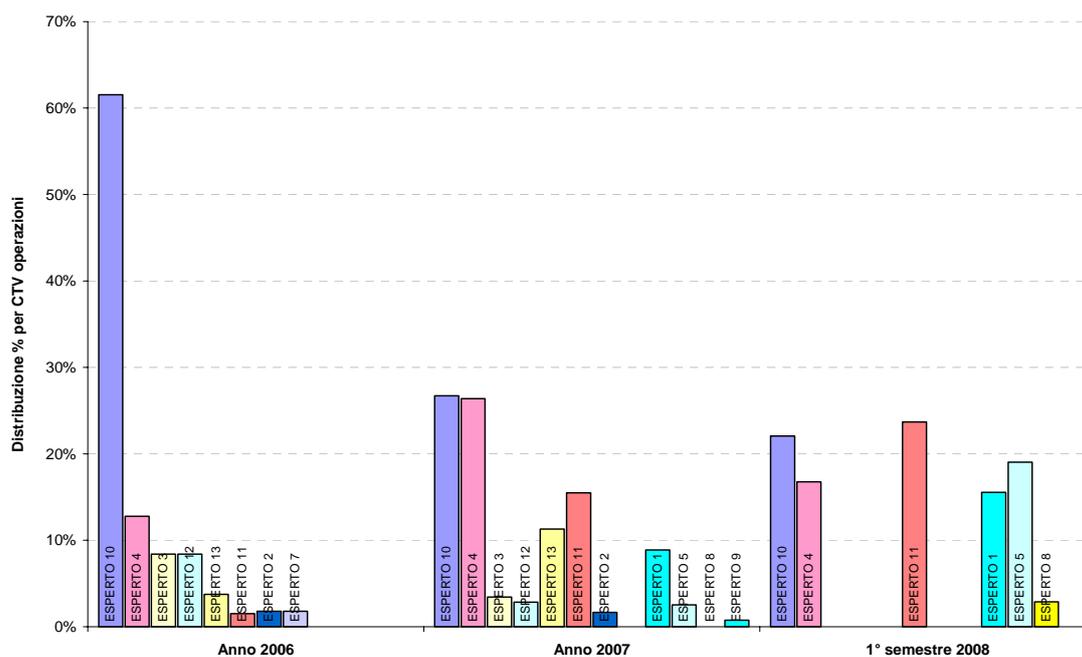
Dai dati riportati nel grafico emerge che nel 2006 ai primi due *player* (Esperto 10 e Esperto 4) sono stati conferiti l'80% circa degli incarichi; nel 2007 e nel 1° semestre 2008 tale quota è scesa al 70% circa (ma allo stesso tempo si è avuta la sostituzione dell'Esperto 4 da parte dell'Esperto 5 nella prima posizione).

Grafico 10: categorie di esperti indipendenti e quote di mercato - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



Tenendo conto del CTV delle operazioni, la ripartizione degli incarichi tra i diversi competitori è divenuta via via più equilibrata (cfr. Grafico 11). In particolare, nel 1° semestre 2008, il CTV delle operazioni affidate a ciascuno dei primi cinque esperti risulta prossima al 20% del totale.

Grafico 11: categorie di esperti indipendenti e quote di mercato - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



Nella Tabella 3 si indicano, infine, gli esperti ai quali ciascuna SGR considerata ha conferito incarichi di valutazione nel periodo dicembre 2006 – giugno 2008.

Tabella 3: incarichi di valutazione nel periodo dicembre 2006 – giugno 2008

SGR	FONDO	ESPERTI INDIPENDENTI
SGR 1	FONDO 16	ESPERTO 10
SGR 2	FONDO 14	ESPERTO 4
		ESPERTO 10
	FONDO 15	ESPERTO 4
		ESPERTO 10
SGR 3	FONDO 24	ESPERTO 10
	FONDO 5	ESPERTO 9
	FONDO 11	ESPERTO 10
SGR 4	FONDO 13	ESPERTO 1
		ESPERTO 10
SGR 4	FONDO 6	ESPERTO 2
		ESPERTO 7
		ESPERTO 11
	FONDO 7	ESPERTO 8
		ESPERTO 11
SGR 5	FONDO 26	ESPERTO 5
SGR 6	FONDO 3	ESPERTO 10
SGR 8	FONDO 18	ESPERTO 10
SGR 10	FONDO 23	ESPERTO 13
SGR 11	FONDO 28	ESPERTO 12
SGR 12	FONDO 19	ESPERTO 4
SGR 13	FONDO 21	ESPERTO 4
		ESPERTO 10
		ESPERTO 11
SGR 14	FONDO 10	ESPERTO 4
	FONDO 29	ESPERTO 12
SGR 15	FONDO 25	ESPERTO 4
SGR 16	FONDO 8	ESPERTO 10
SGR 17	FONDO 12	ESPERTO 3
		ESPERTO 4
		ESPERTO 10

Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

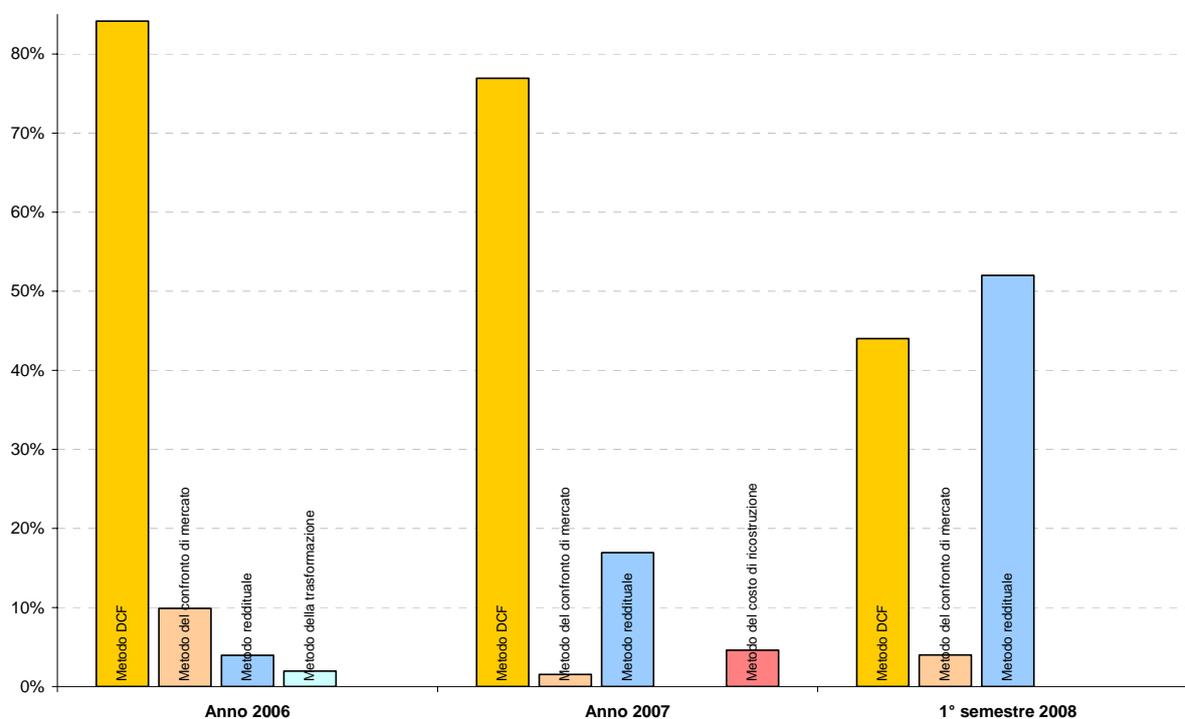
3.2.6 MODELLI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Tra i modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti nel periodo considerato prevalgono nettamente il modello DCF e quello reddituale (cfr. Grafico 12). Per il primo modello si ha, peraltro, una tendenza discendente, cui corrisponde una crescente applicazione del secondo: infatti, nel 2006 e nel 2007 si ha un consistente differenziale nell'utilizzo di tali metodi a favore del DCF; nel 1° semestre 2008, si ha, invece, una leggera prevalenza del metodo reddituale.

Di residuale applicazione sono, invece, gli altri metodi di valutazione: complessivamente, il tasso di utilizzo dei metodi del confronto di mercato, della trasformazione e del

costo di ricostruzione è inferiore al 10%.

Grafico 12: modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

3.3 ATTIVITÀ DI GESTIONE

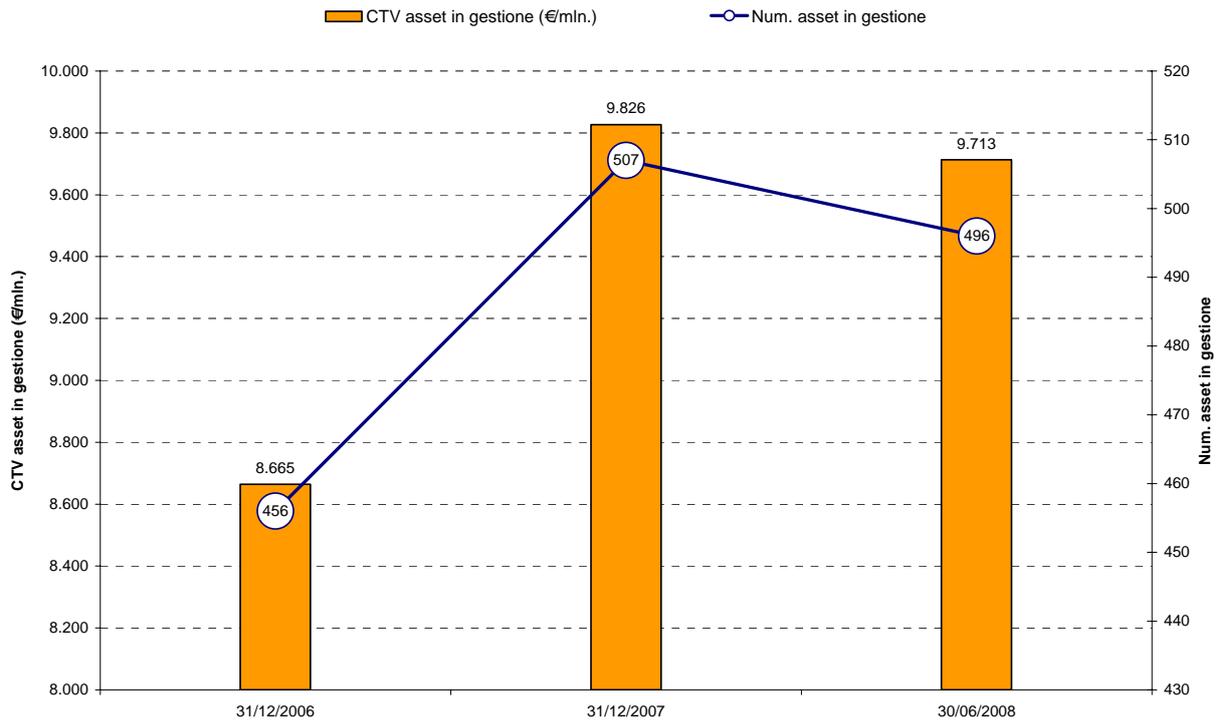
3.3.1 ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE

Nell'esercizio 2007 (cfr. Grafico 13) si è avuto un cospicuo incremento dello *stock* degli *asset* immobiliari. In tale periodo, infatti, i fondi immobiliari hanno effettuato investimenti netti pari a circa 1,2 €mld., passando da 8,6 €mld. di CTV di *asset* gestiti (dicembre 2006) a 9,8 €mld. circa (dicembre 2007).

Successivamente, sebbene si siano realizzati disinvestimenti di 11 cespiti, il CTV di *asset* gestiti ha subito una lieve riduzione di valore, passando da 9,8 €mld. circa (dicembre 2007) a 9,7 €mld. circa (30 giugno 2008).

E' evidente che nel periodo considerato le SGR, nonostante i primi segnali del rallentamento macroeconomico, hanno comunque rivalutato il valore degli *asset* presenti nei portafogli dei fondi gestiti.

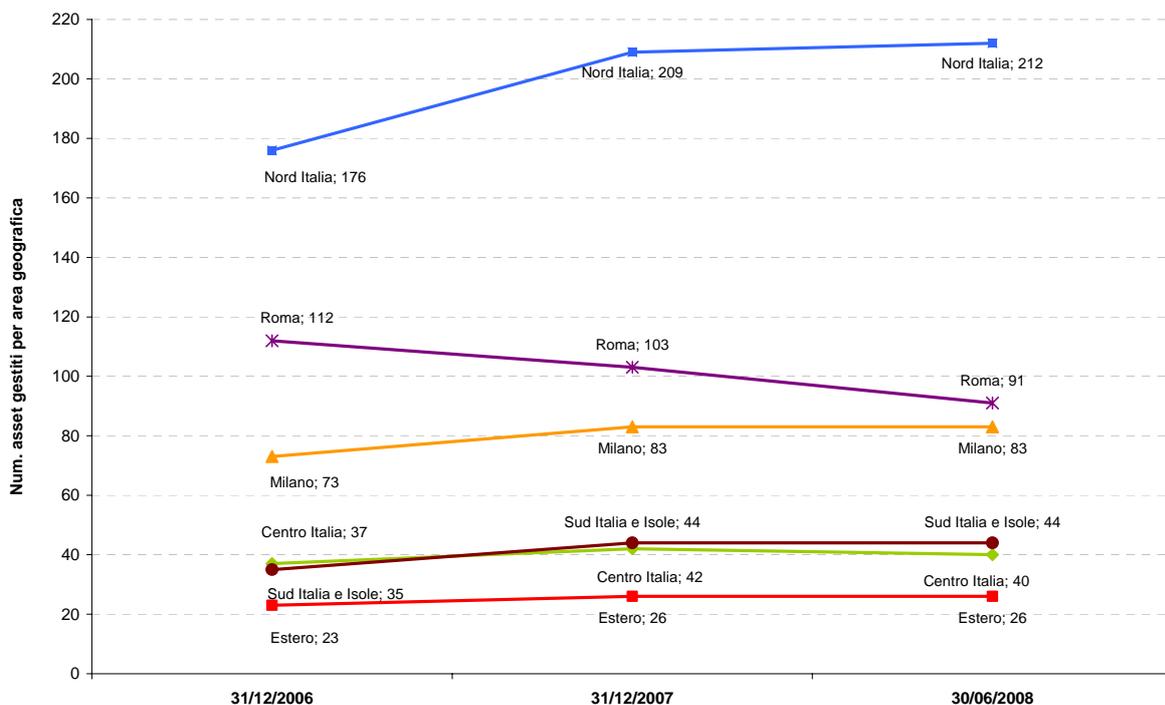
Grafico 13: andamento dell'attività di gestione - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



3.3.2 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET

Analizzando per area geografica i dati relativi allo *stock* degli *asset* emerge una chiara prevalenza, in termini di numero, degli immobili localizzati nelle zone del Nord Italia, di Roma e di Milano (cfr. Grafico 14).

Grafico 14: distribuzione geografica degli asset - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



Dall'analisi, invece, dell'andamento nel tempo della distribuzione geografica dei cespiti, emerge una preferenza via via crescente per gli immobili localizzati nel Nord Italia.

Sostanzialmente stabili sono, invece, gli *asset* localizzati nelle altre aree geografiche, con l'eccezione della zona di Roma, che, nel periodo considerato, ha ricevuto un interesse via via decrescente passando dai 112 cespiti del 2006 ai 91 cespiti del 1° semestre 2008.

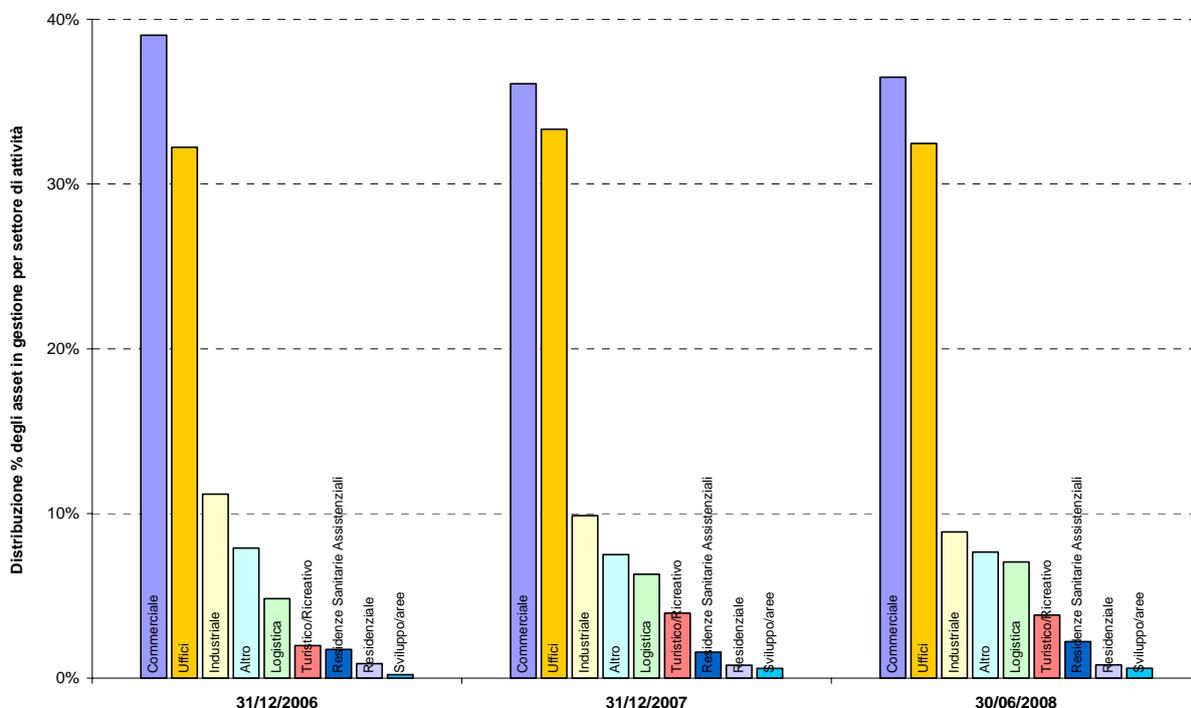
3.3.3 DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale dello *stock* degli *asset* in portafoglio emerge, in termini di numero di immobili, una forte prevalenza del settore commerciale e del settore uffici, che rappresentano nel periodo considerato circa il 70% del portafoglio complessivo dei fondi (cfr. Grafico 15).

Con riferimento, invece, al peso relativo degli altri settori si riscontra una quota pari in media:

- al 10% circa per il settore industriale;
- all'8% circa per l'“altro settore” (caserme, parcheggi, mense, ecc.);
- al 5% circa per il settore della logistica;
- al 5% complessivo per i restanti settori (turistico/ricreativo, RSA, residenziale e sviluppo).

Grafico 15: *distribuzione settoriale degli asset* - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



3.3.4 ATTIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

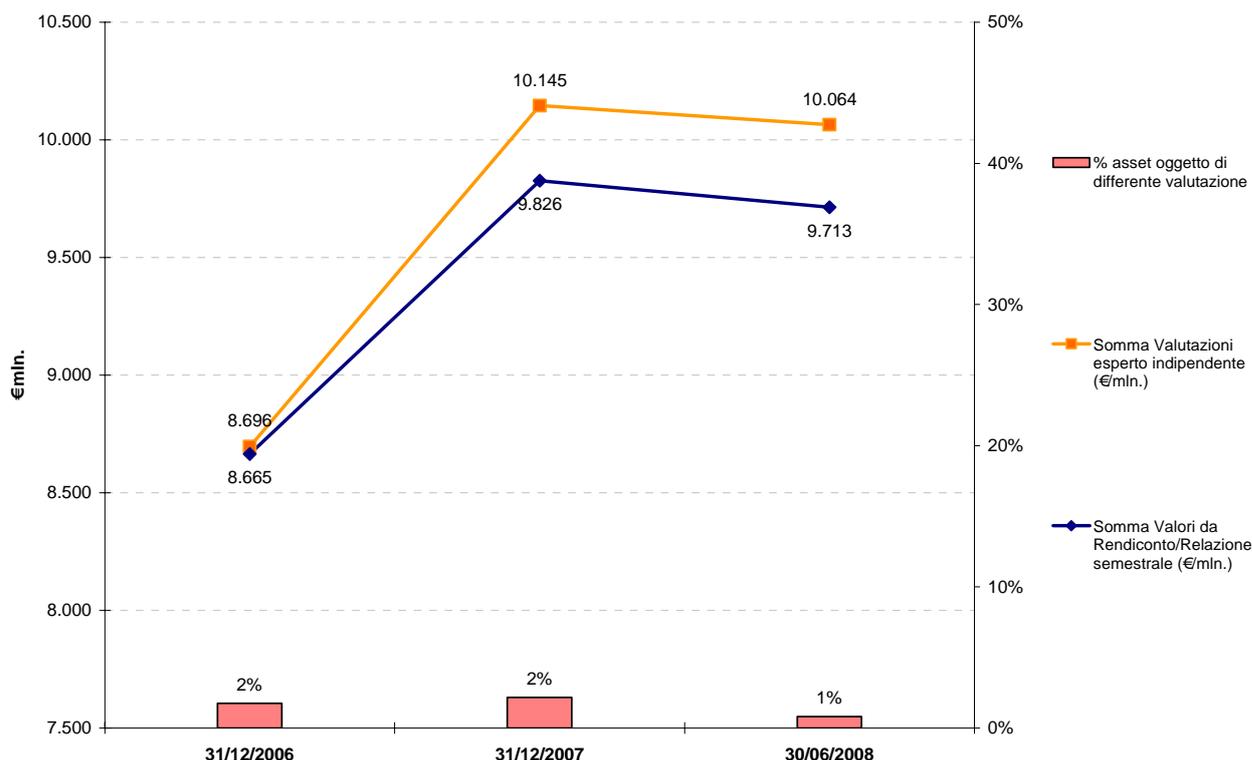
Dai dati relativi all'intervento degli esperti indipendenti nella valorizzazione degli *asset* emerge che nel 98% dei casi i valori riportati dai rendiconti corrispondono alle valuta-

zioni elaborate dai valutatori (cfr. Grafico 16).

Ciò testimonia la tendenza delle SGR a non discostarsi, in sede di valorizzazione degli *asset*, dalle valutazioni degli esperti indipendenti.

Nel 2% dei casi in cui esiste uno scostamento, questo assume, peraltro, dimensioni non marginali: le valutazioni degli esperti sono maggiori di circa il 20% rispetto ai valori iscritti nei rendiconti.

Grafico 16: attività degli esperti indipendenti - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



Nel periodo considerato inoltre risulta evidente come sia le SGR che gli esperti indipendenti (cfr. Grafico 16), nonostante si siano verificati i primi segnali del rallentamento macroeconomico, abbiano comunque rivalutato gli *asset* presenti nei portafogli dei fondi.

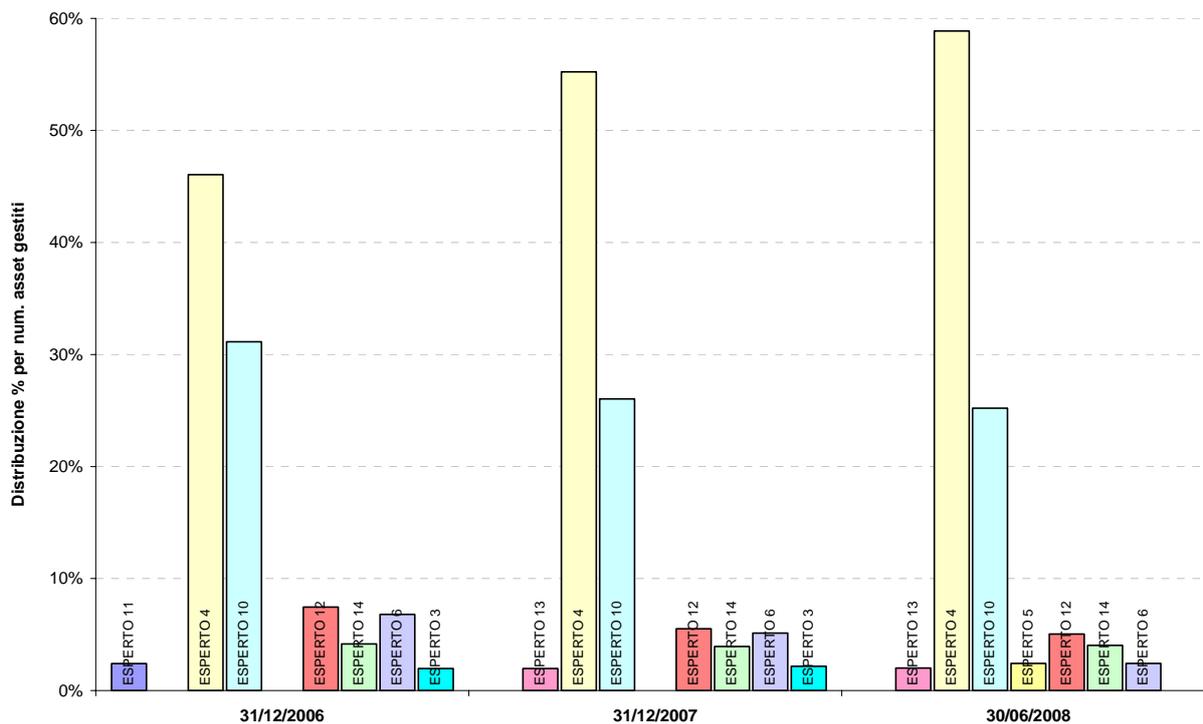
3.3.5 CATEGORIE DI ESPERTI INDIPENDENTI E QUOTE DI MERCATO

Nel periodo considerato il 95% delle valutazioni sono state rilasciate da 9 esperti persone giuridiche (cfr. Grafico 17).

Le quote dei due maggiori *player* (Esperto 4 e Esperto 10) si sono via via incrementate: si è passati, infatti, dal 75% (esercizio 2006) all'85% degli incarichi (1° semestre 2008).

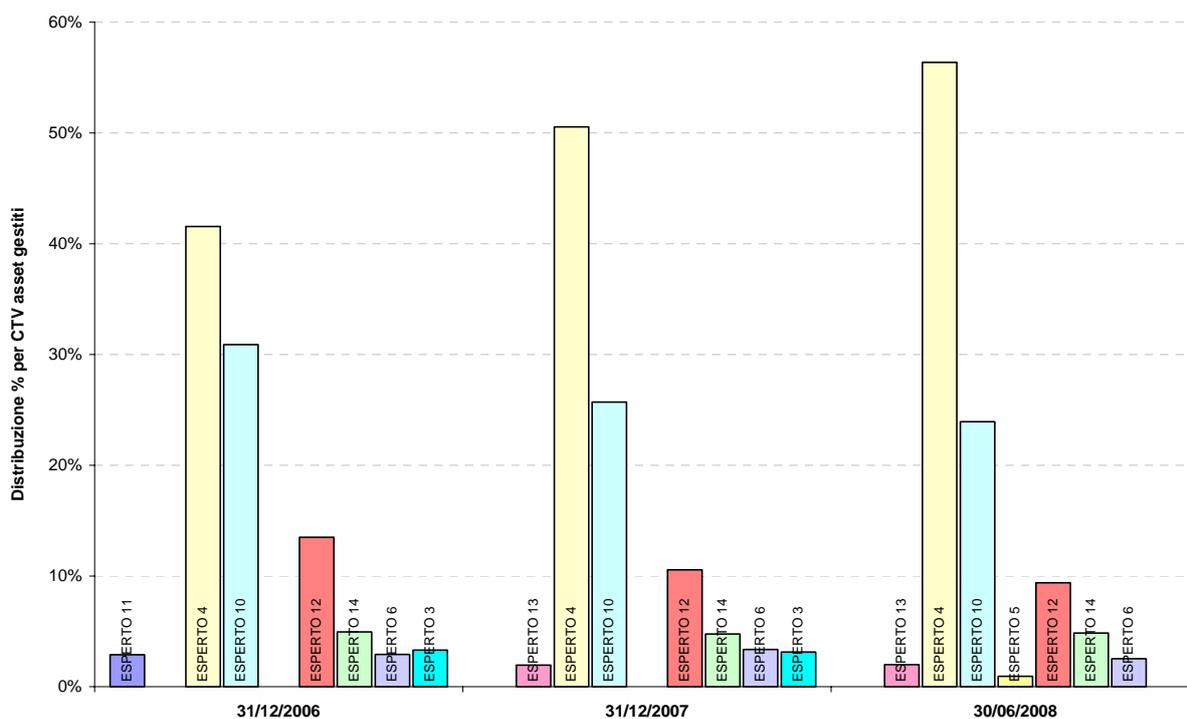
Gli altri valutatori hanno ottenuto complessivamente una quota pari al 15% circa del numero totale degli incarichi.

Grafico 17: categorie di esperti indipendenti e quote di mercato (numero di operazioni) - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



Il predominio dei due principali valutatori (Esperto 4 e Esperto 10) risulta confermato anche se si prende in considerazione il CTV delle operazioni oggetto di stima (cfr. Grafico 18).

Grafico 18: categorie di esperti indipendenti e quote di mercato (CTV operazioni) - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



La Tabella 4 indica gli esperti ai quali ciascuna SGR ha conferito incarichi di valutazione nel periodo dicembre 2006 – giugno 2008.

Tabella 4: incarichi di valutazione (periodo dicembre 2006 – giugno 2008) - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

SGR	FONDO	ESPERTO INDIPENDENTE
SGR 1	FONDO 16	ESPERTO 10
SGR 2	FONDO 14	ESPERTO 4
	FONDO 15	
	FONDO 24	ESPERTO 10
SGR 3	FONDO 5	ESPERTO 4
	FONDO 11	ESPERTO 10
	FONDO 13	
	FONDO 22	ESPERTO 4
SGR 4	FONDO 6	ESPERTO 4
		ESPERTO 10
	FONDO 7	ESPERTO 4
		ESPERTO 10
SGR 5	FONDO 26	ESPERTO 5
SGR 6	FONDO 3	ESPERTO 10
SGR 7	FONDO 1	ESPERTO 14
	FONDO 4	ESPERTO 6
	FONDO 9	ESPERTO 4
SGR 8	FONDO 18	ESPERTO 10
SGR 9	FONDO 17	ESPERTO 4
SGR 10	FONDO 23	ESPERTO 13
SGR 11	FONDO 28	ESPERTO 12
SGR 12	FONDO 2	ESPERTO 4
	FONDO 19	
	FONDO 27	
SGR 13	FONDO 21	ESPERTO 11
		ESPERTO 4
SGR 14	FONDO 10	ESPERTO 4
	FONDO 20	ESPERTO 12
	FONDO 29	
SGR 15	FONDO 25	ESPERTO 4
SGR 16	FONDO 8	ESPERTO 10
SGR 17	FONDO 12	ESPERTO 4
		ESPERTO 3

3.3.6 MODELLI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Tra i modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti nel periodo di riferimento (cfr. Grafico 19) prevale il modello DCF, utilizzato per la valutazione dell'85% dei cespiti presenti nei rendiconti dei fondi.

Marginali appaiono, invece, le applicazioni degli altri modelli di valutazione.

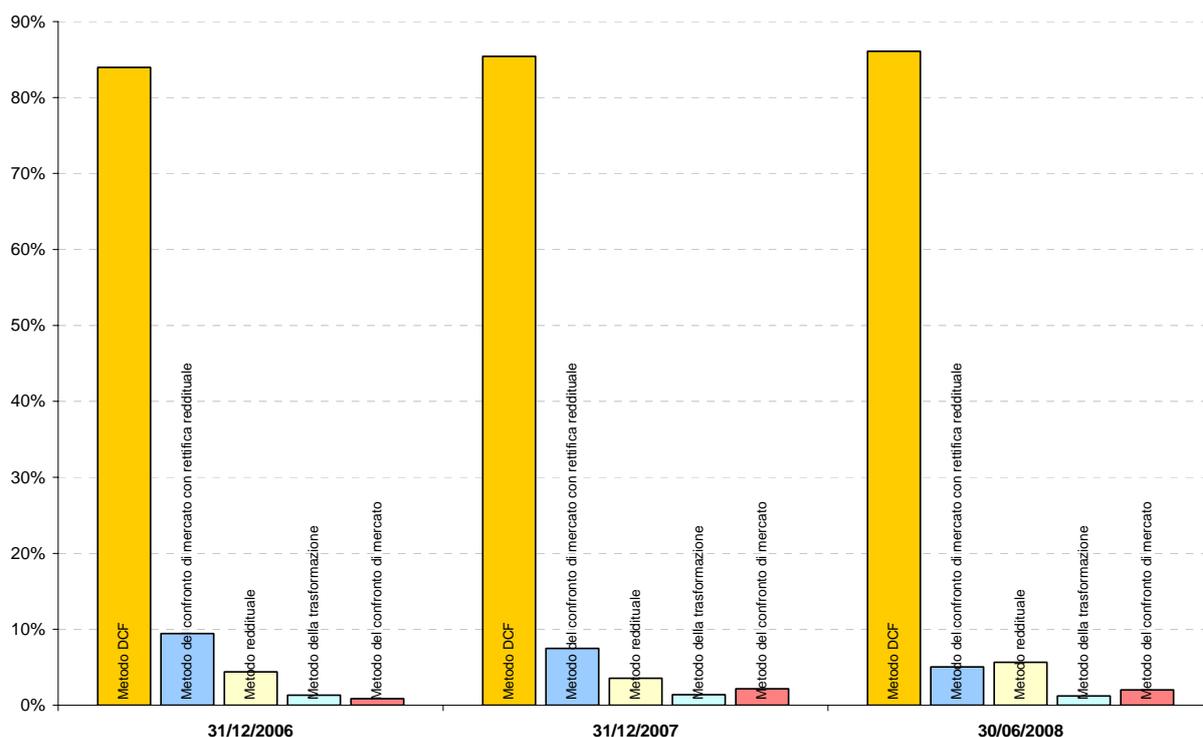
In particolare, è stato utilizzato:

- il metodo del confronto di mercato con rettifica reddituale per l'6% circa dei cespiti

ti;

- il metodo reddituale per il 7% circa degli immobili;
- il metodo della trasformazione e del costo di ricostruzione per il restante 2% circa degli *asset*.

Grafico 19: modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



3.3.7 PARAMETRI UTILIZZATI NEI MODELLI DI VALUTAZIONE

3.3.7.1 Modello DCF

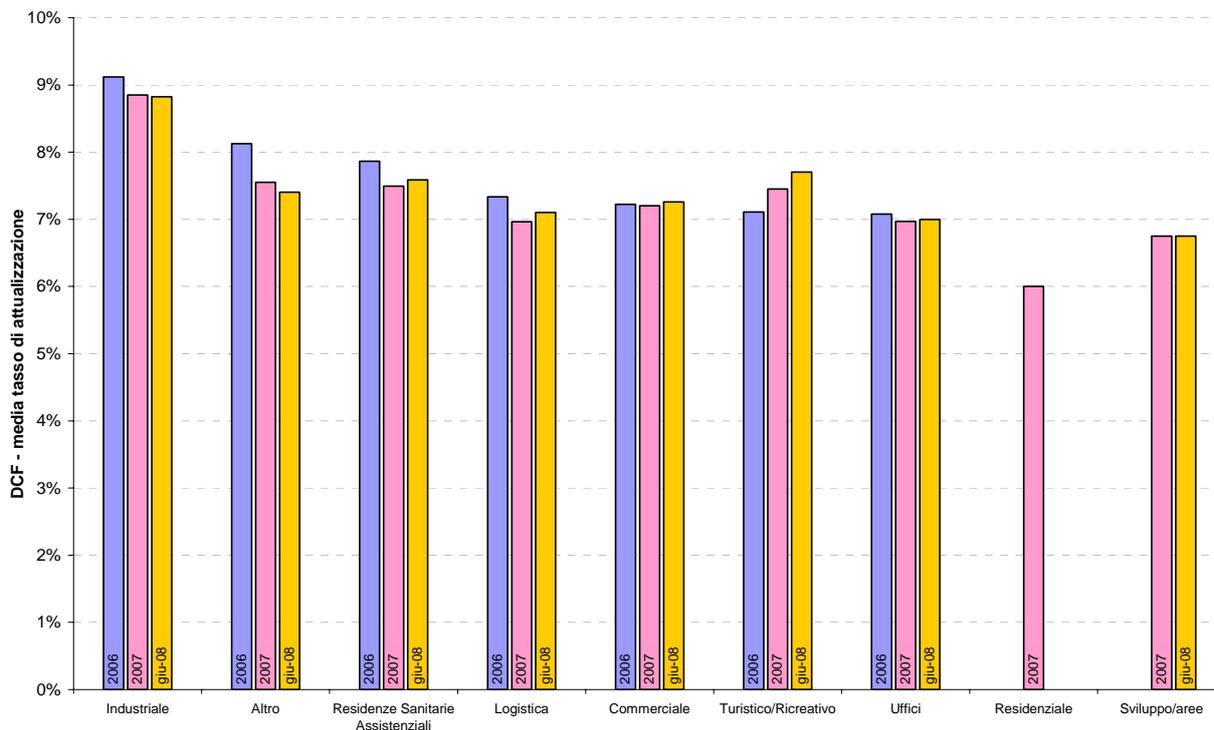
Media del tasso di attualizzazione

Il Grafico 20 descrive l'andamento del tasso medio di attualizzazione utilizzato nei modelli DCF.

Dall'analisi del grafico emerge che nel periodo considerato:

- nel settore industriale e nel c.d. altro settore si è avuta una costante, seppur lieve, flessione – non del tutto prevedibile alla luce degli effetti della crisi finanziaria – del tasso di attualizzazione, in misura rispettivamente pari a -10 bps circa e a -15 bps per anno;
- negli altri settori, invece, si riscontra un'inversione di tendenza del tasso di attualizzazione. In particolare, a partire dal 1° semestre 2008, si è registrato un incremento del tasso di diversa intensità in funzione della diversa distribuzione settoriale dei cespiti (+5 bps circa per uffici e commerciale, +10 bps circa per la logistica e le RSA; +20 bps circa per il turistico/ricreativo).

Grafico 20: media del tasso di attualizzazione - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



La Tabella 5 indica, per singolo settore di investimento, il tasso medio di attualizzazione utilizzato dagli esperti indipendenti nonché la relativa deviazione standard (periodo dicembre 2006 – giugno 2008). Dalla stessa tabella emerge che la deviazione standard assume valori molto bassi, compresi fra lo 0,50% e l'1,50%, a testimonianza di una contenuta dispersione dei valori intorno al valore medio.

Tabella 5: tasso medio di attualizzazione e relativa deviazione standard - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Destinazione d'uso prevalente	Modelli DCF					
	31-dic-06		31-dic-07		30-giu-08	
	Media tasso di attualizzazione	Deviazione standard tasso di attualizzazione	Media tasso di attualizzazione	Deviazione standard tasso di attualizzazione	Media tasso di attualizzazione	Deviazione standard tasso di attualizzazione
Commerciale	7,22%	0,69%	7,20%	0,51%	7,26%	0,55%
Industriale	9,12%	1,28%	8,85%	0,87%	8,83%	0,79%
Logistica	7,33%	0,78%	6,96%	0,71%	7,10%	0,77%
Residenze Sanitarie Assistenziali	7,86%	0,58%	7,49%	0,66%	7,59%	0,57%
Sviluppo/aree	-	-	6,75%	-	6,75%	-
Turistico/Ricreativo	7,11%	0,94%	7,45%	0,86%	7,70%	0,88%
Uffici	7,07%	0,66%	6,98%	0,63%	7,01%	0,64%
Altro	9,72%	1,78%	8,91%	1,42%	8,77%	1,33%

La Tabella 6 indica, per singolo settore di investimento, l'analisi per quartile [valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile

(75° percentile); valore massimo] nonché la frequenza delle osservazioni all'interno dell'intervallo considerato. Dall'analisi della stessa emerge che la mediana (secondo quartile) assume valori molto prossimi alla media confermando, pertanto, che il valore medio è rappresentativo dei dati nel loro complesso.

Tabella 6: analisi per quartile e frequenza delle osservazioni - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Destinazione d'uso prevalente	Modelli DCF - tasso di attualizzazione								
	31-dic-06		31-dic-07		30-giu-08				
	Quartile (*)	Frequenza	Quartile (*)	Frequenza	Quartile (*)	Frequenza			
Commerciale	0	5,70%	1	0	5,70%	1	0	6,10%	1
	1	6,61%	42	1	6,90%	44	1	6,90%	43
	2	7,25%	42	2	7,25%	44	2	7,30%	47
	3	7,75%	52	3	7,60%	54	3	7,60%	50
	4	16,75%	33	4	15,75%	34	4	23,50%	33
Industriale	0	6,50%	1	0	7,10%	1	0	6,80%	1
	1	8,48%	12	1	8,21%	12	1	8,25%	11
	2	8,98%	13	2	8,90%	12	2	8,90%	10
	3	10,05%	12	3	9,57%	12	3	9,50%	11
	4	11,96%	13	4	10,30%	13	4	9,90%	10
Logistica	0	6,20%	2	0	6,30%	10	0	6,30%	8
	1	6,58%	3	1	6,30%	0	1	6,30%	0
	2	7,45%	4	2	6,50%	4	2	6,80%	7
	3	7,71%	4	3	7,35%	6	3	7,50%	7
	4	17,50%	5	4	16,70%	7	4	17,00%	7
Residenze Sanitarie Assistenziali	0	6,00%	1	0	6,20%	1	0	6,30%	1
	1	6,90%	1	1	6,90%	1	1	7,40%	2
	2	7,50%	4	2	7,50%	2	2	7,50%	2
	3	8,25%	0	3	8,05%	4	3	8,15%	4
	4	8,75%	1	4	14,85%	0	4	14,85%	0
Turistico/Ricreativo	0	6,00%	1	0	6,20%	1	0	6,30%	1
	1	6,68%	1	1	6,78%	4	1	7,40%	4
	2	6,90%	2	2	7,50%	6	2	7,50%	4
	3	7,35%	0	3	7,95%	3	3	8,43%	4
	4	8,75%	2	4	14,85%	4	4	14,85%	4
Uffici	0	5,80%	5	0	5,39%	1	0	5,50%	2
	1	6,55%	21	1	6,60%	27	1	6,58%	25
	2	7,10%	24	2	7,10%	26	2	7,15%	28
	3	7,50%	22	3	7,50%	35	3	7,50%	37
	4	13,80%	22	4	14,20%	19	4	14,50%	16
Altro	0	6,20%	2	0	6,30%	2	0	6,40%	4
	1	8,22%	6	1	7,76%	7	1	7,56%	5
	2	10,19%	8	2	9,55%	8	2	9,50%	9
	3	10,94%	8	3	9,90%	11	3	9,80%	12
	4	12,92%	8	4	11,30%	6	4	10,30%	4

(*) 0 :Valore minimo
 1 :Primo quartile (25° percentile)
 2 :Valore mediano (50° percentile)
 3 :Terzo quartile (75° percentile)
 4 :Valore massimo

Media del tasso cap out

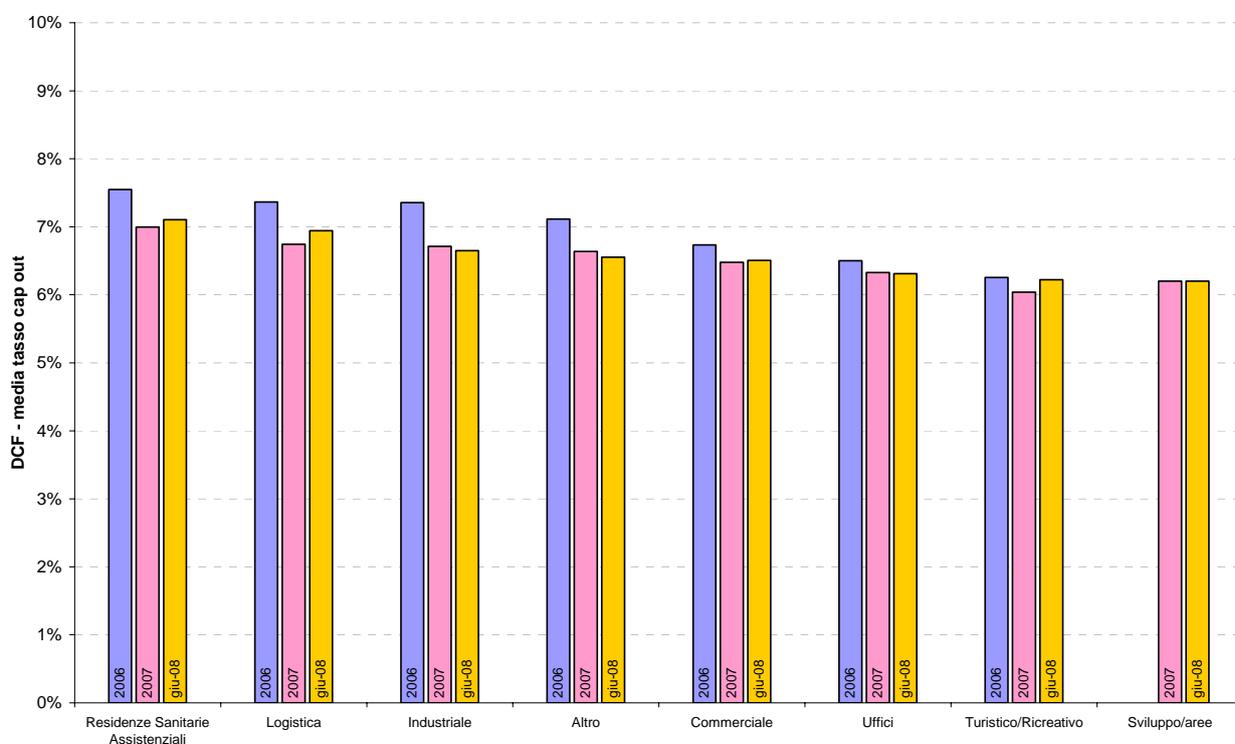
Il Grafico 21 descrive l'andamento del tasso medio di *cap out* utilizzato nei modelli DCF dagli esperti indipendenti. Dall'analisi del grafico emerge che nel periodo considerato il tasso medio di *cap out* è stato, in tutti i settori, inferiore al tasso medio di attualizzazione.

Per il tasso qui considerato si è avuta una costante flessione, che è stata pari:

- per il settore industriale e per il c.d altro settore, a -50 bps circa nel 2007 e a -10 bps circa nel 1° semestre 2008;
- per il settore degli uffici, a -20 bps circa nel 2007 e a -2 bps circa nel 1° semestre 2008.

Per gli altri settori, invece, si è verificata nell'intervallo considerato un'inversione di tendenza. In particolare, a partire dal 1° semestre 2008, si è assistito ad un incremento del tasso di diversa intensità in funzione della diversa distribuzione settoriale dei cespiti (+5 bps circa per il commerciale; +10 bps circa per le RSA; +20 bps circa per la logistica, e il turistico/ricreativo).

Grafico 21: *media del tasso cap out*



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

La Tabella 7 indica, per singolo settore di investimento, il tasso medio di *cap out* utilizzato dagli esperti indipendenti nonché la relativa deviazione standard nel periodo dicembre 2006 – giugno 2008. Dalla stessa tabella emerge che la deviazione standard assume valori molto bassi, compresi fra lo 0,50% e l'1,20%, a testimonianza di una contenuta dispersione dei valori intorno al valore medio.

Tabella 7: tasso medio di cap out e relativa deviazione standard - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Destinazione d'uso prevalente	Modelli DCF					
	31-dic-06		31-dic-07		30-giu-08	
	Media tasso cap out	Deviazione standard tasso cap out	Media tasso cap out	Deviazione standard tasso cap out	Media tasso cap out	Deviazione standard tasso cap out
Commerciale	6,73%	0,74%	6,47%	0,67%	6,51%	0,69%
Industriale	7,35%	0,59%	6,71%	0,50%	6,65%	0,53%
Logistica	7,36%	0,77%	6,74%	0,39%	6,94%	0,54%
Residenze Sanitarie Assistenziali	7,55%	1,10%	6,99%	1,08%	7,10%	1,00%
Sviluppo/aree			6,20%	-	6,20%	-
Turistico/Ricreativo	6,25%	1,16%	6,04%	0,58%	6,22%	0,37%
Uffici	6,49%	0,89%	6,31%	0,82%	6,30%	0,75%
Altro	6,72%	0,92%	6,46%	0,60%	6,46%	0,55%

La Tabella 8 indica, per singolo settore di investimento, l'analisi per quartile [valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo] nonché la frequenza delle osservazioni all'interno dell'intervallo considerato. Dalla stessa tabella emerge che la mediana (secondo quartile) assume valori molto prossimi alla media confermando, pertanto, che il valore medio è rappresentativo dei dati nel loro complesso.

Tabella 8: analisi per quartile e frequenza delle osservazioni - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Destinazione d'uso prevalente	Modelli DCF - tasso cap out								
	31-dic-06		31-dic-07		30-giu-08				
	Quartile (*)	Frequenza	Quartile (*)	Frequenza	Quartile (*)	Frequenza			
Commerciale	0	4,30%	1	0	4,20%	1	0	4,30%	1
	1	6,20%	40	1	6,00%	43	1	6,05%	41
	2	6,68%	39	2	6,50%	41	2	6,50%	42
	3	7,11%	39	3	6,86%	41	3	6,85%	43
	4	15,80%	40	4	14,47%	42	4	20,64%	41
Industriale	0	6,25%	2	0	5,85%	1	0	5,85%	1
	1	7,20%	12	1	6,38%	11	1	6,30%	12
	2	7,27%	7	2	6,58%	10	2	6,40%	6
	3	7,60%	11	3	7,05%	10	3	7,00%	10
	4	8,40%	9	4	8,00%	8	4	8,00%	7
Logistica	0	6,60%	1	0	6,00%	1	0	6,20%	1
	1	6,86%	4	1	6,48%	6	1	6,48%	7
	2	7,16%	4	2	6,80%	7	2	7,10%	7
	3	7,45%	4	3	7,10%	8	3	7,45%	7
	4	18,70%	5	4	12,40%	5	4	12,60%	7
Residenze Sanitarie Assistenziali	0	5,80%	1	0	5,70%	1	0	5,80%	1
	1	6,90%	1	1	6,00%	2	1	6,10%	2
	2	8,11%	1	2	6,82%	1	2	7,11%	2
	3	8,29%	1	3	8,14%	2	3	8,13%	2
	4	8,42%	2	4	8,31%	2	4	8,33%	2
Turistico/Ricreativo	0	4,90%	1	0	4,30%	1	0	5,40%	1
	1	5,60%	1	1	5,80%	4	1	6,10%	4
	2	5,95%	1	2	6,25%	4	2	6,30%	7
	3	6,83%	1	3	6,30%	5	3	6,33%	0
	4	8,11%	2	4	6,99%	3	4	7,08%	4
Uffici	0	4,30%	1	0	4,20%	1	0	4,20%	1
	1	5,91%	22	1	5,90%	29	1	5,93%	26
	2	6,48%	23	2	6,31%	23	2	6,31%	26
	3	7,00%	22	3	6,82%	26	3	6,79%	26
	4	11,72%	22	4	11,70%	27	4	11,80%	27
Altro	0	5,20%	1	0	5,20%	1	0	5,20%	1
	1	6,25%	6	1	6,05%	6	1	6,10%	6
	2	6,52%	5	2	6,50%	6	2	6,50%	6
	3	7,06%	6	3	6,90%	6	3	6,80%	6
	4	9,57%	6	4	7,98%	6	4	7,50%	6

(*) 0 :Valore minimo
 1 :Primo quartile (25° percentile)
 2 :Valore mediano (50° percentile)
 3 :Terzo quartile (75° percentile)
 4 :Valore massimo

Media del numero degli anni

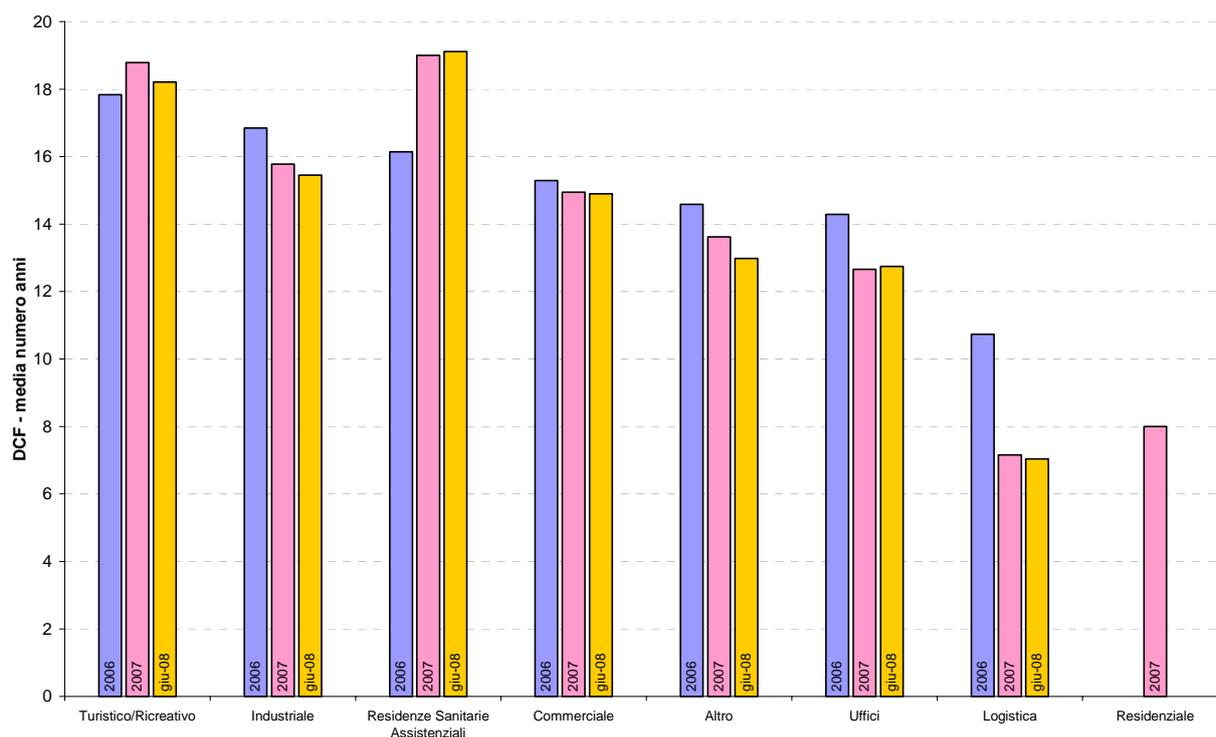
Il Grafico 22 descrive l'andamento del numero medio degli anni considerati dagli esperti indipendenti nei modelli DCF.

Nei modelli DCF viene considerato un numero medio di anni superiore a 12. Fa eccezione, nel 2007 e nel 1° semestre 2008, il settore della logistica e del residenziale, che considerano un numero di anni pari a 7,5 circa.

Tuttavia, la situazione varia in funzione della distribuzione settoriale degli *asset* oggetto di investimento. Si registra, infatti, una media di:

- 8 anni per il settore della logistica e del residenziale;
- 13 anni per il settore uffici e altro settore;
- 15 anni per il settore commerciale e industriale;
- 18 anni per le RSA e il settore turistico/ricreativo.

Grafico 22: media del numero degli anni definiti nei modelli DCF - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



Dal confronto dei suddetti dati con la vita residua⁶ dei fondi emerge che, per circa il 70% dei casi, il numero degli anni considerati nei modelli di valutazione è maggiore della vita residua dei fondi.

⁶ Al riguardo, appare opportuno ricordare che le Società di Gestione nel regolamento di gestione si riservano la facoltà di richiedere alla Banca d'Italia una proroga del termine di durata del fondo non superiore a 3 anni (c.d. "periodo di grazia"), ai sensi dell'art. 14, comma 6, del D.M. 228/1999.

3.3.7.2 Modelli reddituali

Media del tasso di capitalizzazione

Il Grafico 23 descrive l'andamento del tasso medio di capitalizzazione utilizzato nei modelli reddituali dagli esperti indipendenti.

Dall'analisi (condotta avendo riguardo alla distribuzione settoriale degli *asset*) emerge che nel periodo considerato il modello reddituale non è stato mai utilizzato per la valutazione degli *asset* riconducibili al settore residenziale e commerciale.

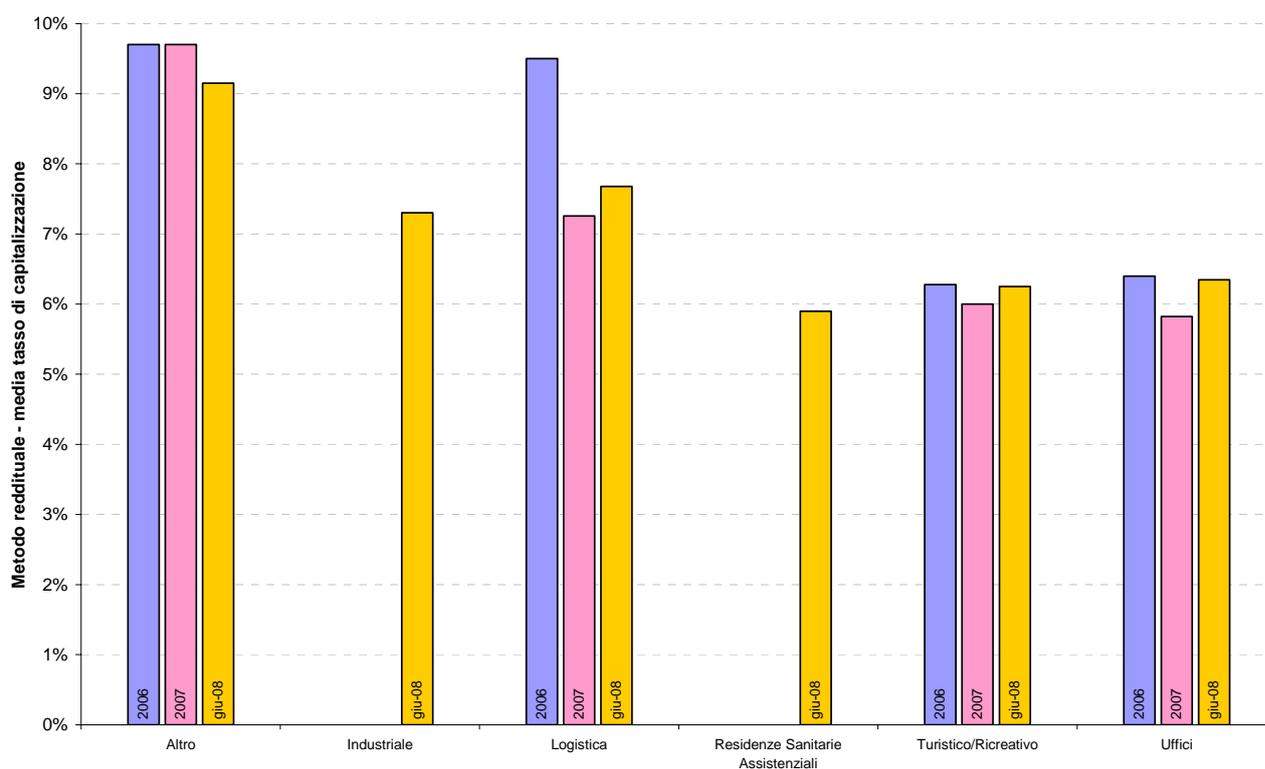
Solamente per il c.d. altro settore si è assistito nel 1° semestre 2008 ad una riduzione del tasso considerato pari a circa -50 bps.

Con riferimento agli altri settori, invece, a partire dal 1° semestre 2008 si è registrato un incremento del tasso considerato, nella misura del:

- +50 bps circa per il settore della logistica e degli uffici;
- +20 bps circa per il settore turistico/ricreativo.

Tali incrementi sembrano in linea con i risultati negativi registrati dai principali indicatori del mercato immobiliare.

Grafico 23: *media del tasso di capitalizzazione* - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



La Tabella 9 indica, per singolo settore di investimento, il tasso di capitalizzazione utilizzato dagli esperti indipendenti e la relativa deviazione standard, nel periodo dicembre 2006 – giugno 2008. Dalla stessa tabella emerge che la deviazione standard assume valori molto bassi, compresi fra lo 0,50% e l'1,30%, a testimonianza di una contenuta dispersione

dei valori intorno al valore medio.

Tabella 9: tasso medio di capitalizzazione e relativa deviazione standard - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Destinazione d'uso prevalente	Modelli reddituali					
	31-dic-06		31-dic-07		30-giu-08	
	Media tasso di capitalizzazione	Deviazione standard tasso di capitalizzazione	Media tasso di capitalizzazione	Deviazione standard tasso di capitalizzazione	Media tasso di capitalizzazione	Deviazione standard tasso di capitalizzazione
Industriale					7,30%	-
Logistica	9,50%	-	7,26%	0,37%	7,68%	0,97%
Residenze Sanitarie Assistenziali					5,90%	0,21%
Turistico/Ricreativo	6,28%	0,65%	6,00%	-	6,25%	-
Uffici	6,40%	0,71%	5,82%	0,55%	6,35%	0,91%
Altro	9,70%	0,00%	9,70%	0,00%	8,97%	1,27%

La Tabella 10 indica, per singolo settore di investimento, l'analisi per quartile [valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo] nonché la frequenza delle osservazioni all'interno dell'intervallo considerato. Dalla stessa tabella emerge che la mediana (secondo quartile) assume valori molto prossimi alla media confermando, pertanto, che il valore medio è rappresentativo dei dati nel loro complesso.

Tabella 10: analisi per quartile e frequenza delle osservazioni - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Destinazione d'uso prevalente	Modelli reddituali - tasso di capitalizzazione								
	31-dic-06			31-dic-07		30-giu-08			
	Quartile (*)	Frequenza		Quartile (*)	Frequenza	Quartile (*)	Frequenza		
Logistica	0	9,50%	1	0	6,99%	1	0	6,99%	1
	1	9,50%	0	1	7,12%	0	1	7,34%	0
	2	9,50%	0	2	7,26%	0	2	7,68%	0
	3	9,50%	0	3	7,39%	0	3	8,02%	0
	4	9,50%	0	4	7,52%	1	4	8,36%	1
Uffici	0	4,92%	1	0	4,90%	1	0	3,51%	1
	1	6,15%	3	1	5,49%	2	1	6,15%	4
	2	6,68%	3	2	5,82%	3	2	6,50%	4
	3	6,75%	4	3	6,37%	3	3	6,75%	4
	4	7,25%	2	4	6,48%	3	4	7,31%	4

(*) 0 :Valore minimo
 1 :Primo quartile (25° percentile)
 2 :Valore mediano (50° percentile)
 3 :Terzo quartile (75° percentile)
 4 :Valore massimo

3.3.8 TASSI MEDI DI RIVALUTAZIONE DEI CESPITI

I cespiti presenti nei portafogli dei fondi, nel periodo dic. 06 – dic. 07 e nel periodo dic. 07 – giu. 08, sono stati rivalutati ad un tasso medio, che varia in funzione della distribuzione settoriale degli immobili stessi.

I tassi medi di rivalutazione, ottenuti confrontando i valori degli *asset* alle date del

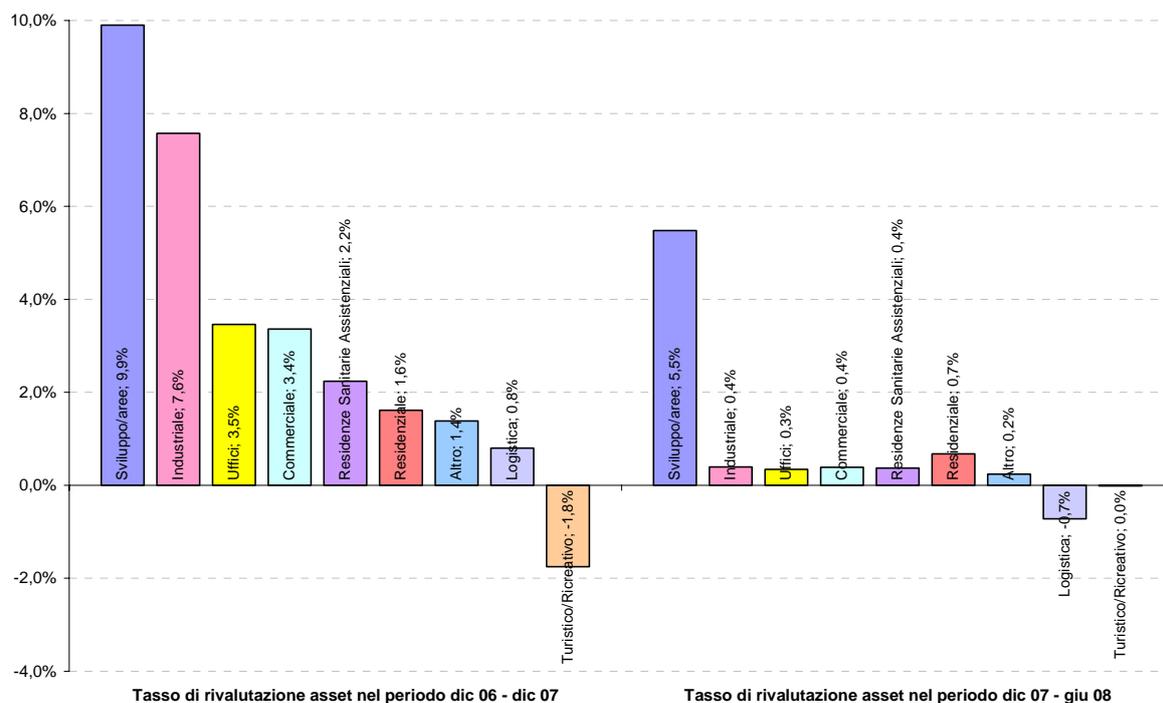
dicembre 06 e del dicembre 07, hanno registrato valori compresi tra un minimo del -1,8% per il settore della logistica ad un massimo del 10% circa per il settore sviluppo (cfr. Grafico 24).

Il settore uffici e commerciale hanno, invece, registrato tassi di rivalutazione prossimi al 3% circa.

Dal grafico emerge, altresì, che i tassi di rivalutazione, pur rimanendo positivi, si sono notevolmente ridotti nel secondo periodo (dic. 07 – giu. 08). In quest’ultimo lasso temporale si è registrato un tasso di rivalutazione pari:

- al +5,5% circa per il settore sviluppo;
- allo +0,7% circa per il settore residenziale;
- allo +0,3% circa per il settore industriale, degli uffici, delle RSA e altro;
- allo - 0,7% per il settore della logistica.

Grafico 24: *tassi medi di rivalutazione dei cespiti* - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



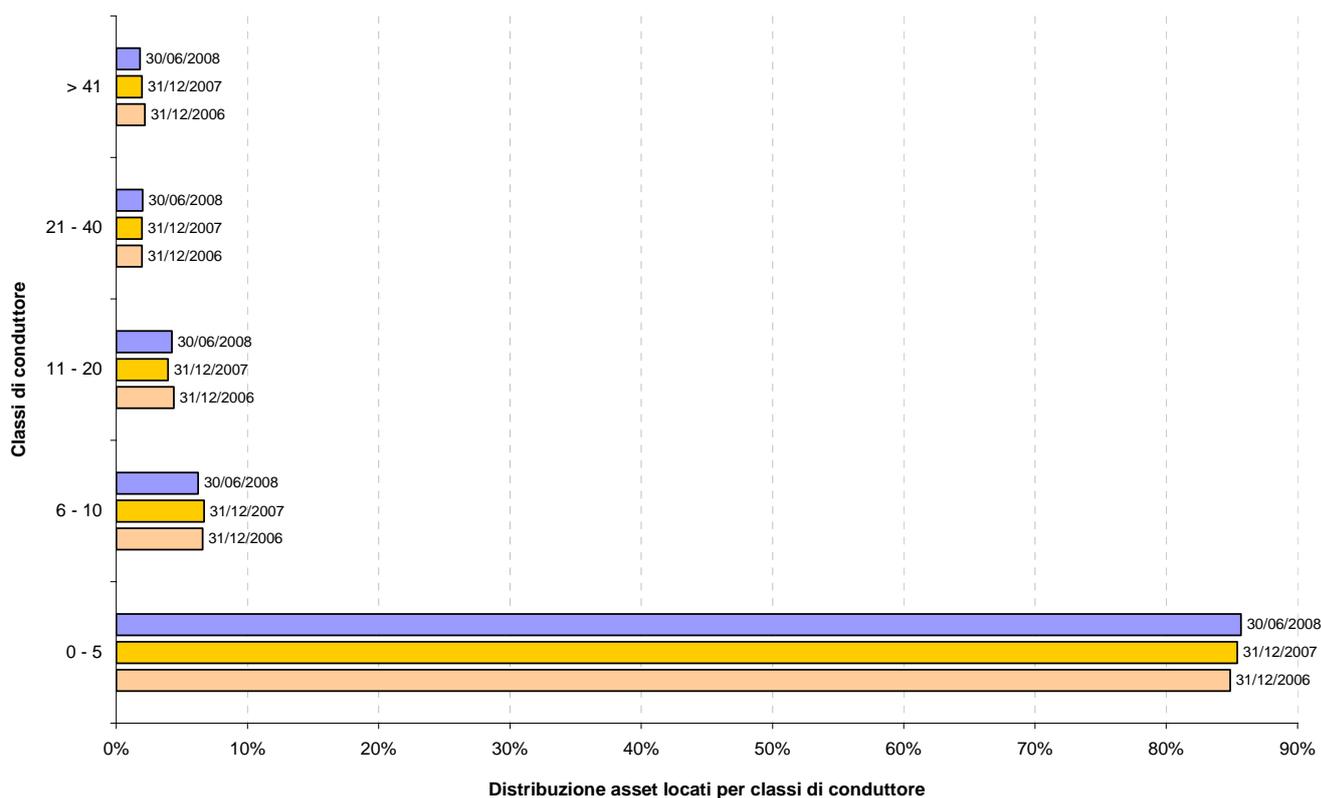
3.3.9 DISTRIBUZIONE DEGLI ASSET LOCATI PER NUMERO DI CONDUTTORI

Nel Grafico 25 è rappresentato l’andamento della distribuzione di frequenza degli *asset* locati per “classi” di conduttore (numero di conduttori da 0 a 5; da 6 a 10; da 11 a 20; da 21 a 40; oltre 40).

Circa l’85% degli *asset* immobiliari è locato ad un numero di conduttori inferiore a 5. Solamente per il 5% degli *asset* locati il numero di conduttori è superiore a 21. Ciò testimonia un’elevata esposizione dei fondi immobiliari al rischio di locazione. In presenza di

tali condizioni, particolare rilevanza è assunta dai termini e dalle condizioni del contratto di locazione e dallo *standing* (solvibilità, affidabilità, solidità) del conduttore (elementi che hanno un'influenza determinante sulla capacità del cespite di generare reddito e, conseguentemente, sul suo profilo di rischio).

Grafico 25: distribuzione degli asset locati per numero di conduttori



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

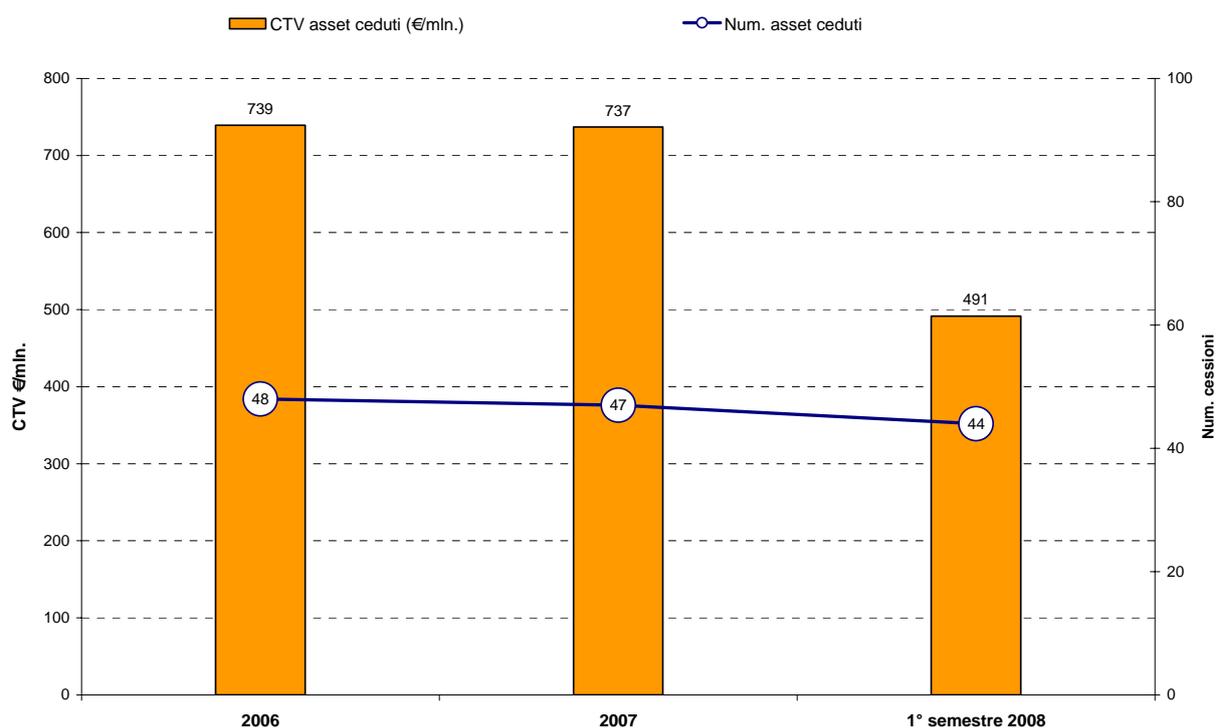
3.4 ATTIVITÀ DI DISINVESTIMENTO

3.4.1 ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI DISINVESTIMENTO

L'attività di disinvestimento ha avuto un andamento costante: il numero di operazioni è stato, infatti, pari a 48 nel 2006 ed a 44 nel 1° semestre 2008 (cfr. Grafico 26).

In termini di CTV delle operazioni, invece, l'ammontare medio dei *deal* a partire da gennaio 2008 ha subito una forte riduzione (a causa dell'attuale crisi finanziaria e della conseguente flessione dei principali indicatori del mercato immobiliare), passando dai 16 mln. di euro dell'anno 2007 agli 11 mln. di euro del 1° semestre 2008.

Grafico 26: andamento dell'attività di disinvestimento - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



3.4.2 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET

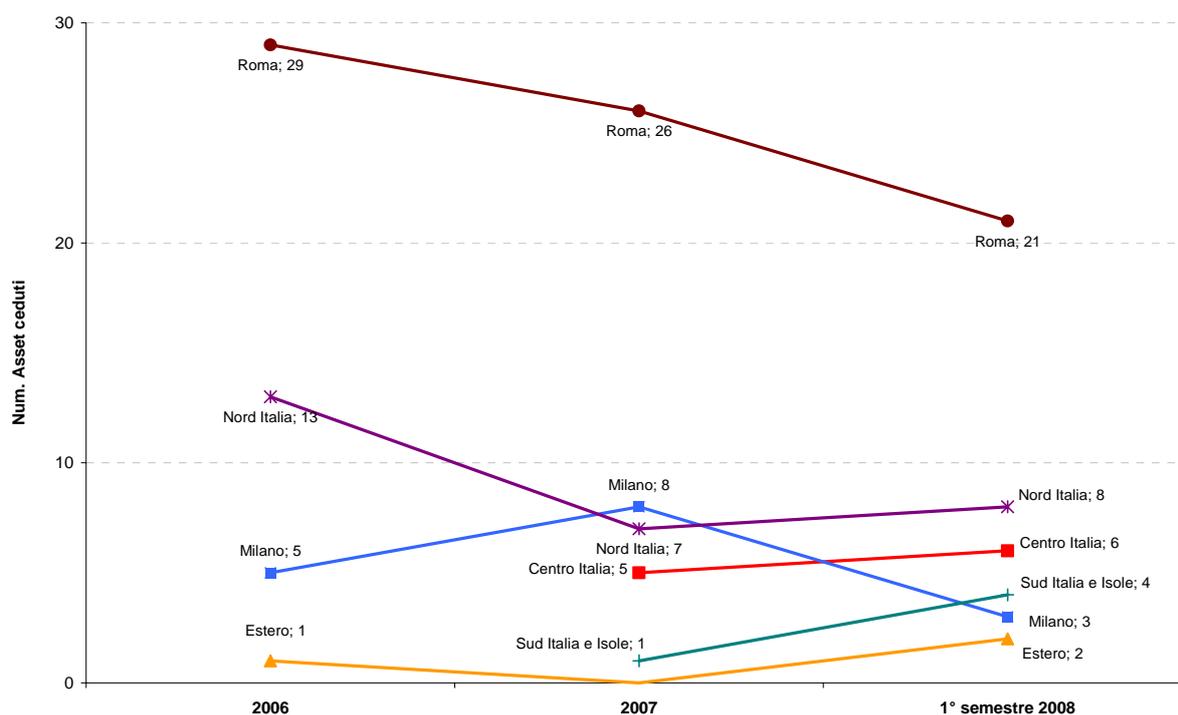
L'attività di disinvestimento ha avuto, in termini di distribuzione geografica dei cessiti, un andamento costante (cfr. Grafico 27). In particolare, i dati confermano che nell'intero periodo analizzato la zona di Roma⁷ ha registrato il maggior numero di operazioni di disinvestimento, pari a 29 operazioni nel 2006 (60% del totale), 26 nel 2007 (55% del totale) e 21 nel 1° semestre 2008 (50% del totale).

Sostanzialmente stabili sono, invece, i disinvestimenti registrati nelle altre aree geografiche. In particolare, il numero medio delle operazioni di disinvestimento è stato pari a:

- 9 nel Nord Italia;
- 5 nella zona di Milano;
- 5 nel Centro Italia;
- 2 nel Sud Italia e Isole;
- 1 nella zona Estero.

⁷ Vedi anche precedente paragrafo 3.2.2 sull'attività di investimento in cui emerge una consistente riduzione, a partire dall'anno 2007, dell'operatività dei fondi nell'area di Roma.

Grafico 27: distribuzione geografica degli asset



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

3.4.3 DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale dei disinvestimenti (cfr. Grafico 28), dall'analisi dei dati emerge una forte prevalenza del numero di *asset* appartenenti al settore commerciale e al settore uffici (in peso relativo complessivamente pari all'85% nel 2006, all'83% nel 2007 e al 71% nel 1° semestre 2008).

E' interessante notare la riduzione del peso relativo delle vendite del settore commerciale (pari al 58% nel 2006, 50% nel 2007 e 23% nel 1° semestre 2008) controbilanciato da un andamento crescente dei disinvestimenti relativi al settore uffici (pari al 27% nel 2006, 33% nel 2007 e 48% nel 1° semestre 2008).

Tale dati sembrano incoerenti con quanto riscontrato nel precedente paragrafo sull'attività di investimento dei fondi (v., *supra*, par. 3.2.3 e Grafico 7) in cui emergeva una consistente operatività dei fondi nel settore uffici (in peso relativo pari al 60% nel 2006, al 40% nel 2007 e al 60% nel 1° semestre 2008).

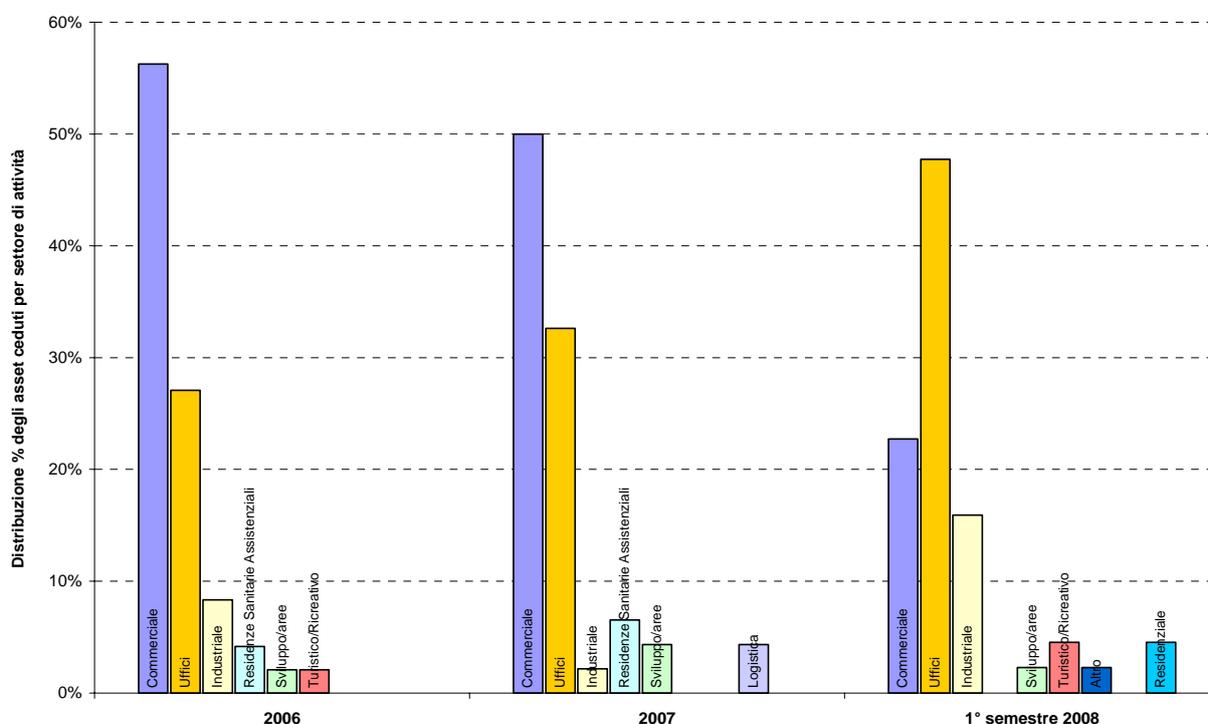
Le cause di tali scelte di investimento/disinvestimento sono individuabili, tra l'altro, negli anni di crescita sostenuta del mercato immobiliare italiano che, a partire dal 2002, ha incentivato il consolidarsi di strategie connesse al *trading* degli *asset*. Strategie queste basate più sullo sfruttamento di movimenti congiunturali del mercato immobiliare che sull'estrazione di valore dai cespiti nel medio-lungo periodo.

Marginali appaiono, invece, i disinvestimenti negli altri settori per i quali si registra un peso relativo in media pari al:

- 10% per il settore industriale;

- 5% per il settore delle RSA, Sviluppo, Turistico/ricreativo, Residenziale e Logistica.

Grafico 28: distribuzione settoriale degli asset



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

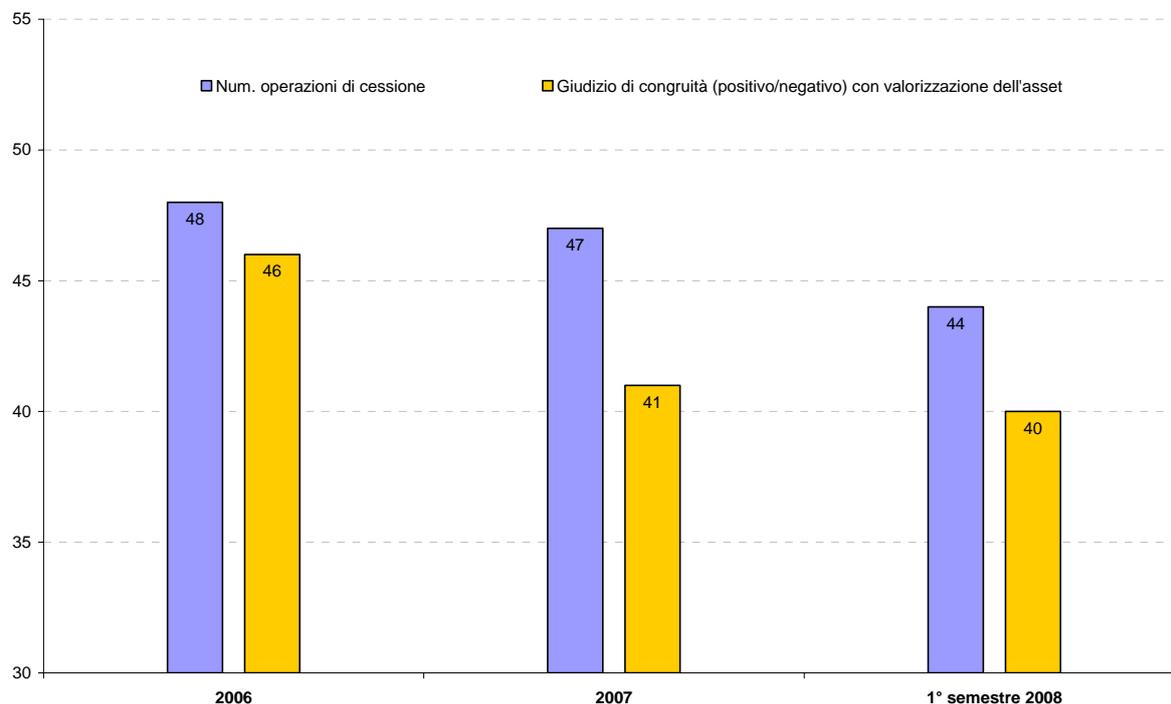
3.4.4 ATTIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Dai dati relativi ai disinvestimenti effettuati nel periodo considerato emerge che gli esperti indipendenti hanno espresso un giudizio di congruità sempre positivo.

In un numero limitato (circa il 5%) delle perizie analizzate⁸, si sono riscontrati giudizi di congruità privi di riferimenti, sia pure soltanto in termini di *range*, al valore di cessione ritenuto “congruo” dall’esperto indipendente. In tali casi, infatti, i valutatori si sono limitati ad esprimere in merito al prezzo di cessione un giudizio meramente qualitativo (positivo o negativo) (cfr. Grafico 29).

⁸ Più precisamente, il valutatore ha espresso un giudizio di congruità privo di alcuna indicazione, anche in termini di *range*, sul valore dell’asset ceduto in un numero di operazioni, pari a 2 nel 2006, a 6 nel 2007 e a 4 nel 1° semestre 2008.

Grafico 29: attività degli esperti indipendenti



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

3.4.5 CATEGORIE DI ESPERTI INDIPENDENTI E QUOTE DI MERCATO

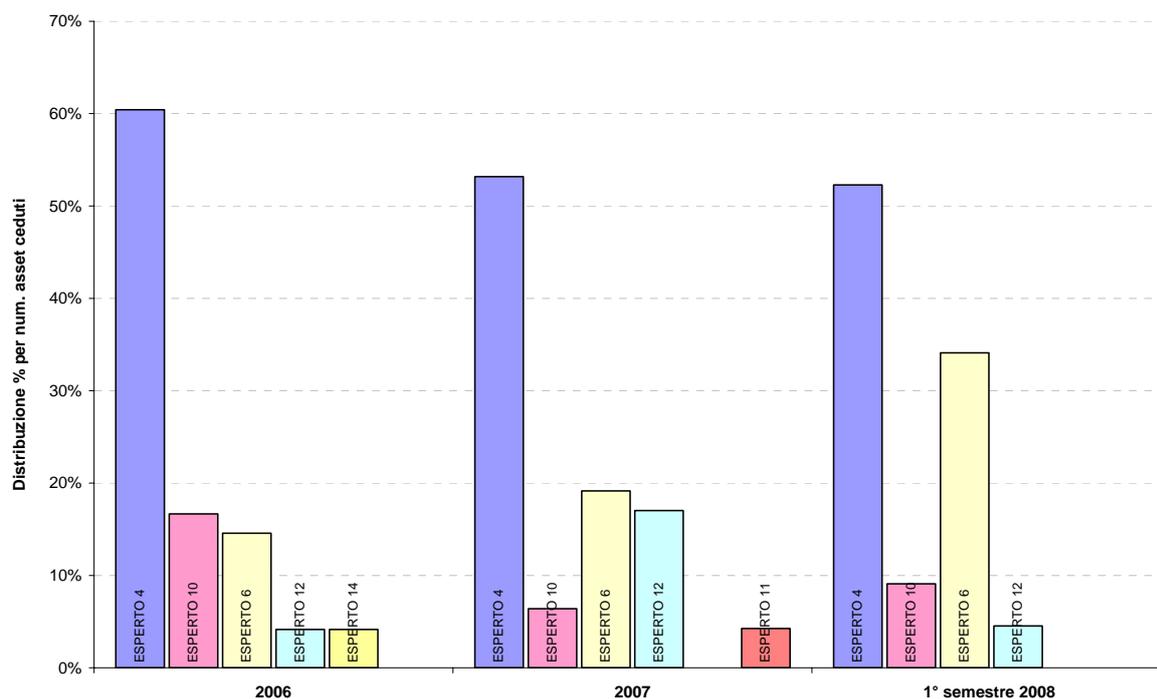
Nel periodo considerato, hanno operato complessivamente 6 esperti indipendenti (cfr. Grafico 30, che riporta la quota di mercato dei singoli valutatori, calcolata in termini di numero di incarichi).

Il 25% delle valutazioni sono state rilasciate da esperti persone fisiche (cumulativamente indicati nel grafico come “Esperto 6”).

Con riferimento alle quote di mercato, appare evidente che i due maggiori *player* prevalgono nettamente (complessivamente essi detengono quote pari al 78% nel 2006, al 74% nel 2007 e all’86% nel 1° semestre 2008). Tuttavia, la quota di mercato degli esperti persone fisiche (Esperto 6) ha avuto un andamento crescente, che ha consentito loro di raggiungere quote di mercato pari:

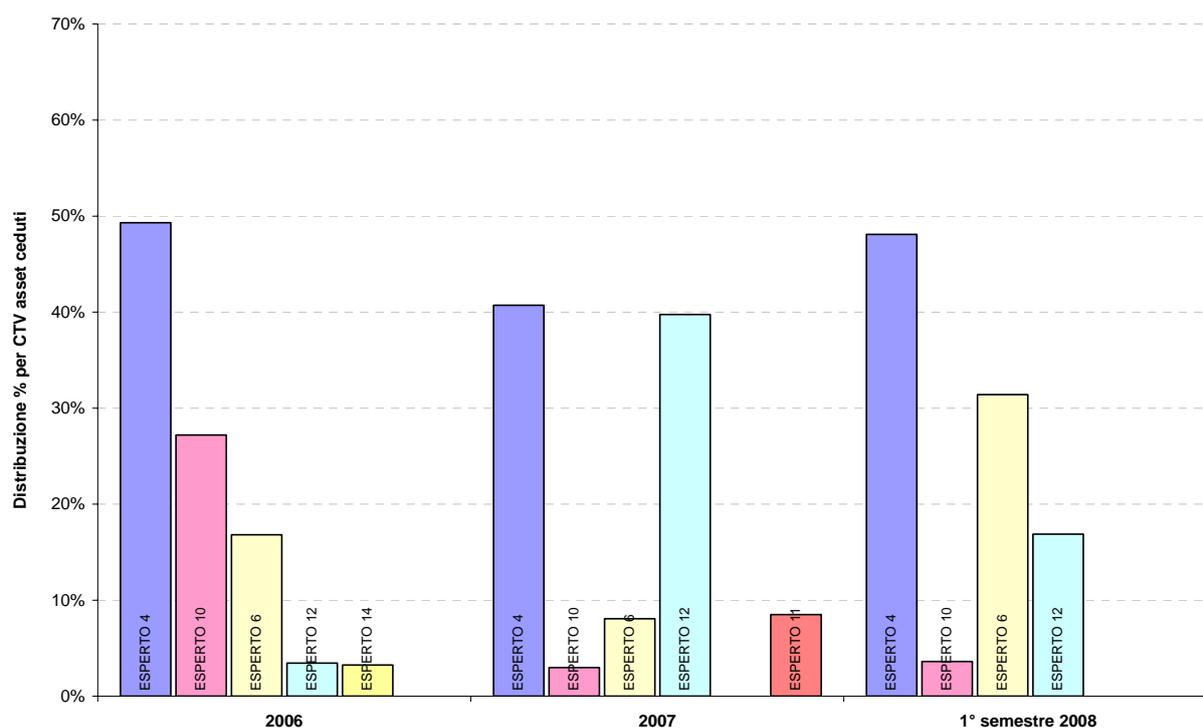
- al 16% nel 2006;
- al 18% nel 2007 (l’Esperto 10, in particolare, è stato scalzato dalla seconda posizione);
- al 34% nel 1° semestre 2008.

Grafico 30: categorie di esperti indipendenti e quote di mercato (numero di operazioni) - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



Analizzando le quote di mercato in termini di CTV (cfr. Grafico 31), si perviene ad analoga conclusione: la quota di mercato complessivamente detenuta dai due principali valutatori è pari a circa l'80%. Tuttavia si può osservare che, nel solo esercizio 2007, l'Esperto 12 si è sostituito nella seconda posizione agli esperti indipendenti persone fisiche (l'Esperto 6) raggiungendo una quota di mercato pari al 40% del totale.

Grafico 31: categorie di esperti indipendenti e quote di mercato (CTV operazioni) - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB



La Tabella 11 indica gli esperti ai quali ciascuna SGR ha conferito incarichi di valutazione nel periodo dicembre 2006 – giugno 2008.

Tabella 11: incarichi di valutazione - Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

SGR	FONDO	ESPERTO INDIPENDENTE
SGR 1	FONDO 16	ESPERTO 10
SGR 2	FONDO 14	ESPERTO 4
	FONDO 15	
	FONDO 24	ESPERTO 10
SGR 3	FONDO 5	ESPERTO 4
	FONDO 11	ESPERTO 10
	FONDO 13	
	FONDO 22	
SGR 4	FONDO 6	ESPERTO 4
		ESPERTO 10
	FONDO 7	ESPERTO 4
		ESPERTO 10
SGR 6	FONDO 3	ESPERTO 10
SGR 7	FONDO 1	ESPERTO 6
		ESPERTO 14
	FONDO 4	ESPERTO 6
SGR 8	FONDO 18	ESPERTO 10
SGR 9	FONDO 17	ESPERTO 4
SGR 11	FONDO 28	ESPERTO 10
		ESPERTO 12
SGR 12	FONDO 2	ESPERTO 4
	FONDO 19	
	FONDO 27	
SGR 13	FONDO 21	ESPERTO 4
		ESPERTO 11
SGR 14	FONDO 20	ESPERTO 12
SGR 16	FONDO 8	ESPERTO 10
SGR 17	FONDO 12	ESPERTO 4

4. QUADRO GIURIDICO DI RIFERIMENTO

4.1 IL PROCESSO DECISIONALE D'INVESTIMENTO DELLE SGR IMMOBILIARI: LA FASE DI VALUTAZIONE DEI BENI

La corretta valutazione degli *asset* in cui viene investito il patrimonio dei fondi immobiliari⁹ costituisce un presupposto essenziale ai fini della tutela dei risparmiatori/investitori, che ne sottoscrivono le quote.

Su questo presupposto poggia la disciplina pubblicistica che affida precise competenze (regolamentari e di vigilanza) sia alla Banca d'Italia sia alla CONSOB.

La prima Autorità è, infatti, investita della potestà di stabilire con regolamento “*i criteri e le modalità da adottare per la valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio [degli OICR] e la periodicità della valutazione*” (art. 6, comma 1, lett. c), n. 5, TUF e norme attuative di cui al Titolo V, Capitolo 4, del Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005).

La CONSOB, da parte sua, è chiamata a vigilare sulla correttezza dei comportamenti delle SGR, in particolare – per quanto qui specificamente rileva – sotto il profilo dell'obbligo di assicurare che la gestione dei portafogli dei fondi immobiliari abbia luogo nel rispetto degli obiettivi di investimento prestabiliti (art. 6, comma 2, lett. b), n. 4, TUF).

In attuazione di tale delega, la CONSOB ha stabilito, tra l'altro, il dovere delle SGR di seguire, nell'adozione delle decisioni di investimento, amministrazione e disinvestimento del patrimonio dei fondi immobiliari, un articolato processo decisionale, che garantisca il rispetto del dovere di ricercare e selezionare le singole operazioni in coerenza con il piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario di ciascun fondo gestito (*Business Plan*).

Il presente *paper* mira, per l'appunto, a rendere pubbliche le evidenze empiriche raccolte al fine di approfondire la conoscenza delle concrete modalità di attuazione delle disposizioni di cui agli articoli 65, 66 e 67 del Regolamento Intermediari CONSOB n. 16190 del 29.10.2007.

Qui di seguito si riportano, per agevolarne la consultazione, le norme fondamentali del Reg. Intermediari CONSOB in materia di processo decisionale di investimento:

- Art. 65, comma 1, lett. b e c, secondo le quali “*Nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione del risparmio e le SICAV: [... omissis...] b) assicurano che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente, in conformità degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'OICR, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR; c) acquisiscono una conoscenza adeguata degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi [...*

⁹ L'istituto dei fondi immobiliari è stato introdotto nel nostro ordinamento giuridico in epoca relativamente recente (legge 25 gennaio 1994, n. 86, su cui v. G. Carriero, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, Banca d'Italia, Quaderno di ricerca giuridica, n. 50, Roma, 1994). Sulla relativa disciplina il legislatore è intervenuto più volte: oltre, ovviamente, alle pertinenti disposizioni del Testo Unico, v., in particolare, la legge 23 novembre 2001, n. 410 e, da ultimo, l'art. 11 del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, che prevede, nell'ambito delle norme sul c.d. “Piano casa”, la “costituzione di fondi immobiliari destinati alla valorizzazione e all'incremento dell'offerta abitativa, ovvero alla promozione di strumenti finanziari immobiliari innovativi”, nonché le norme di attuazione di cui al D.P.C.M. del 16 luglio 2009 (“Piano nazionale di edilizia abitativa”).

omissis...]”.

- Art. 66¹⁰, a tenore del quale “1. Ai fini di cui all’art. 65, le società di gestione del risparmio e le SICAV, per ciascun OICR gestito: a) acquisiscono le informazioni necessarie per formulare previsioni ed effettuare analisi; b) definiscono le conseguenti strategie generali di investimento; c) dispongono l’esecuzione delle operazioni sulla base delle strategie generali d’investimento; d) monitorano la coerenza del portafoglio gestito con le strategie generali di investimento e i rischi a queste correlati. 2. Le società di gestione del risparmio e le SICAV conservano, per ciascun OICR gestito, la documentazione inerente alla prestazione del servizio di gestione collettiva, da cui devono risultare le analisi realizzate, le strategie deliberate e i controlli effettuati”.
- Art. 67, secondo il quale “1. Le società di gestione del risparmio, per ciascun fondo chiuso gestito: a) definiscono e aggiornano un piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario, coerente con la durata del fondo e con le condizioni di mercato; b) ricercano e selezionano le possibili operazioni coerentemente con il piano di cui alla lettera a); c) valutano le operazioni selezionate in considerazione delle opportunità e dei rischi complessivi da esse derivanti; d) effettuano le attività di due diligence eventualmente connesse alle operazioni prima di disporre l’esecuzione; e) monitorano l’andamento della gestione del fondo rispetto al piano di cui alla lettera a). 2. Le società di gestione del risparmio conservano, per ciascun fondo chiuso gestito, la documentazione inerente alle attività svolte in base al comma 1”.

Alla luce delle disposizioni richiamate, si ritiene che sia dovere delle SGR seguire, nell’adozione delle decisioni di investimento, amministrazione e disinvestimento del patrimonio dei fondi immobiliari, un articolato processo decisionale, inerente all’esecuzione delle singole operazioni in coerenza con il piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario (c.d. *Business Plan*¹¹).

La redazione del *Business Plan* e la sua corretta attuazione hanno, dunque, un immediato impatto sulla correttezza del processo decisionale.

E’ in tale contesto che si inquadrano le attività di valutazione e più in generale della *due diligence*.

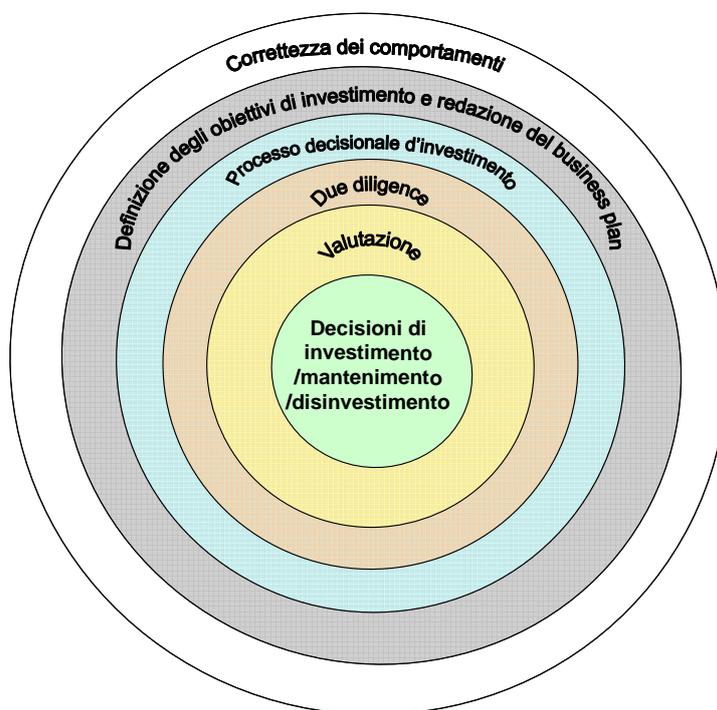
Sia la valutazione sia l’attività di *due diligence*, infatti, devono considerarsi elementi necessari ed indefettibili del processo decisionale posto in essere da ciascun gestore.

Nel Grafico 32 si riporta lo schema concettuale secondo il quale viene in questa sede inquadrato il tema della valutazione nella cornice della correttezza dei comportamenti delle SGR e dell’adeguatezza del loro processo decisionale di investimento/disinvestimento.

¹⁰ Tale articolo ha inteso codificare l’orientamento interpretativo espresso dalla CONSOB con la Comunicazione DIN/1056336 del 23 luglio 2001.

¹¹ L’obiettivo principale del *Business Plan* è quello di prevedere e monitorare la gestione del portafoglio immobiliare e le compravendite dei singoli beni durante il ciclo di vita del fondo con il fine ultimo di fornire delle linee guida per la massimizzazione del rendimento per l’investitore. Il *Business Plan* del fondo rappresenta pertanto uno strumento “dinamico” di valutazione delle singole operazioni inerenti sia alla gestione ordinaria di un portafoglio immobiliare sia all’attività di compravendita immobiliare.

Grafico 32: la fase di valutazione nella cornice della correttezza dei comportamenti delle SGR e dell'adeguatezza del processo decisionale di investimento



4.1.1 IL PROCESSO DECISIONALE: RUOLI E RESPONSABILITÀ DEGLI ORGANI DELLA SGR

I bisogni di tutela degli investitori, sottesi alle norme primarie e secondarie, sopra richiamate, sono ricchi di implicazioni sul terreno dell'assetto organizzativo-procedurale delle SGR. Vanno, dunque, richiamate le norme, che Banca d'Italia e CONSOB hanno dettato con il Regolamento Congiunto del 29.10.2007, adottato ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis, del TUF. L'esigenza che ogni SGR disegni ed attui un adeguato processo di valutazione dei beni immobili implica precise conseguenze sul piano dei doveri dei suoi organi di supervisione strategica e di gestione, stabiliti dal Regolamento Congiunto. Quest'ultimo (v., in particolare, l'art. 31, da interpretare in connessione con il precedente art. 8) stabilisce, tra l'altro, obblighi che si affiancano e completano quelli posti dal già citato art. 67 del Reg. Int. n. 16190/07.

L'art. 31, infatti, stabilisce doveri "finali" (dovere di determinare le politiche di investimento, di approvare e verificare i processi di investimento, di definire il sistema di gestione dei rischi a cui sono esposti i patrimoni gestiti) rispetto ai quali il rispetto di un'adeguata procedura di valutazione degli immobili ha carattere "strumentale". Nel quadro della gestione di un fondo immobiliare, invero, non può aversi un processo decisionale di investimento conforme ai citati principi, là dove le regole e procedure di valutazione degli *asset* non siano complete, trasparenti e verificabili *a posteriori*.

4.1.2 LA “DIALETTICA” TRA SGR ED ESPERTI INDIPENDENTI NEL PROCESSO DECISIONALE D’INVESTIMENTO

Tali osservazioni vanno, ora, integrate alla luce del fatto che il nostro ordinamento prevede l’intervento, nella fase di valutazione degli immobili dei fondi, di una figura professionale specializzata: gli esperti indipendenti, chiamati a formulare delle stime.

Come abbiamo visto, l’art. 6, comma 1, lett. c), n. 5, secondo periodo, TUF dispone, a tal riguardo, che *“Per la valutazione di beni non negoziati in mercati regolamentati, la Banca d’Italia può prevedere il ricorso a esperti indipendenti e richiederne l’intervento anche in sede di acquisto e vendita dei beni da parte del gestore”*.

Tale norma di carattere generale va, peraltro, letta in connessione diretta con la disposizione che riguarda specificamente i fondi immobiliari, ossia l’art. 37 comma 2, lett. b) (come modificato dall’art. 5 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351), secondo il quale: *“Il regolamento previsto dal comma 1 [ossia il regolamento recante i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento, adottato dal Ministro dell’Economia e delle Finanze: D.M. 228/1999 e successive modifiche ed integrazioni] stabilisce inoltre:... b) le cautele da osservare, con particolare riferimento all’intervento di esperti indipendenti nella valutazione dei beni, nel caso di cessioni o conferimenti di beni al fondo chiuso effettuati dai soci della società di gestione o dalle società facenti parte del gruppo cui essa appartiene, comunque prevedendo un limite percentuale rispetto all’ammontare del patrimonio del fondo, e nel caso di cessioni dei beni del fondo ai soggetti suddetti”*.

La *ratio* della disposizione sopra riportata è radicata sia nella constatazione del fatto che quello dei beni immobili è un mercato caratterizzato da scarsa trasparenza e da un carente livello di informazione, sia nell’esigenza di arginare i potenziali effetti negativi dei conflitti di interessi, che – come hanno ripetutamente segnalato le Autorità di settore¹² – sono insiti negli assetti proprietari e di *governance* delle società di gestione italiane. Ed è proprio in considerazione di tali conflitti di interessi che il legislatore (decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351) ha sentito l’esigenza di integrare l’art. 37, comma 2, lett. b), del Testo Unico della Finanza, demandando al Ministero dell’Economia e delle Finanze l’emanazione di una disciplina che, tra *“le cautele da osservare”*, assegni particolare rilievo all’intervento degli esperti indipendenti nell’attività di valutazione dei beni di pertinenza dei fondi immobiliari.

Il Ministero ha regolato la materia sia prescrivendo i requisiti soggettivi degli esperti (cfr. gli artt. 17 e 18 del D.M. n. 228/99) sia enucleando le ipotesi in cui si ha tipicamente un conflitto di interessi che può avere effetti distorsivi sulla valutazione degli *asset*.

La valutazione di un esperto indipendente è obbligatoria nei seguenti casi:

- conferimento di beni a fondi ad apporto pubblico *ex art. 14 bis* della legge 86/1994;
- conferimento di beni a fondi ad apporto privato *ex art. 12-bis*, comma 3, lett. a) del D.M. 228/1999;
- in occasione della predisposizione del rendiconto annuale e della relazione semestrale (art. 2 del D.M. 228/1999 e Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 4 del Provvedimento Banca d’Italia 14 aprile 2005);

¹² Si vedano al riguardo le Relazioni annuali della Banca d’Italia e della CONSOB, nonché il Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani *“Fondi comuni italiani: situazione attuale e possibili linee di intervento”* del luglio 2008.

- acquisto o vendita di beni immobili in conflitto di interesse (art. 12-*bis*, comma 4, lett. c) del D.M. 228/1999);
- vendita di beni immobili (“giudizio di congruità”: cfr. Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 4 del Provvedimento Banca d’Italia 14 aprile 2005).

La persistente validità della *ratio* delle disposizioni di cui sopra (necessità di ricorrere agli esperti quale figura di “garanzia”) è confermata dall’evoluzione dei mercati.

La crisi finanziaria, per un verso, ha chiaramente dimostrato l’estrema difficoltà di applicare adeguati criteri e metodologie di valutazione¹³ (specialmente degli *asset* illiquidi) e, per altro verso, ha rivelato l’inadeguatezza dei presidi interni degli intermediari finanziari (soprattutto il *risk management*). Se ciò è vero in via generale, è forse ancora più vero nel caso particolare dei fondi immobiliari: la complessità del processo di valutazione dei beni in cui viene investito il loro patrimonio è, infatti, strutturale, poiché dipende sia dalla natura stessa dei beni di cui si tratta (gli immobili) sia dalle caratteristiche del relativo mercato (scarsità degli scambi, basso livello di trasparenza).

La prassi mostra, inoltre, che lo schema giuridico dei fondi immobiliari si presta ad utilizzi “forzati”. Si allude, in particolare, alla fattispecie dei fondi “familiari”, che il legislatore ha inteso disincentivare con misure di natura fiscale (v. la rubrica dell’art. 82 del decreto-legge n. 112/2008 e, soprattutto, le disposizioni di cui ai commi 18 ss.). Il fenomeno è particolarmente rilevante anche dal nostro punto di vista, perché conferma l’esigenza di un valutatore che sia effettivamente terzo e indipendente. Se, infatti, il ricorso ai fondi immobiliari “familiari” nella pratica degli affari è sempre più diffuso e se tale tendenza si spiega alla luce della volontà di realizzare interessi economici propri di una ristretta cerchia di soggetti (per di più uniti da vincoli familiari o da relazioni d’affari¹⁴), allora si comprende facilmente l’importanza dell’intervento di un “*gatekeeper*”, come gli esperti, da cui ci si attende professionalità, specializzazione e, per definizione, indipendenza, tutti requisiti indispensabili per prevenire e minimizzare gli effetti dei conflitti di interessi.

Alla luce delle precedenti considerazioni appare di tutta evidenza la centralità della regola generale ribadita dalla Banca d’Italia, secondo cui “*Per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate, la SGR si avvale di esperti indipendenti aventi i requisiti stabiliti dal D.M.*” (Regolamento del 14.04.2005, Titolo V, Capitolo 4, Sezione II, paragrafo 4).

Oltre a ciò, è ora necessario puntualizzare un aspetto altrettanto rilevante sottolineato dalla disciplina di cui al Regolamento appena citato.

Al fine di apprezzare l’adeguatezza del processo in base al quale le SGR valutano i beni oggetto di investimento/amministrazione/disinvestimento, è fondamentale tenere presente che l’intervento degli esperti lascia impregiudicata la centralità del ruolo delle SGR (e, ovviamente, la piena responsabilità delle stesse) nel processo di valutazione dei beni presenti nel patrimonio dei fondi da loro gestiti.

La Banca d’Italia ha, infatti, stabilito che è dovere della SGR “[...] *dotarsi di stru-*

¹³ Cfr., per utili spunti, la Raccomandazione CONSOB n. DEM/9017965 del 26-2-2009, recante “Raccomandazione in materia di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società immobiliari quotate”.

¹⁴ V. *supra* Capitolo 2, ove si dà conto del peso relativo sempre maggiore dei fondi “riservati”.

menti informativi, risorse tecniche e professionali e procedure, anche di controllo interno 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).

4.1.3 VALUTAZIONE DEGLI ASSET E RESPONSABILITÀ DELLA SGR

Le stime degli esperti indipendenti sono dotate di una specifica rilevanza non solo dal punto di vista pratico, ma anche da quello giuridico.

Le predette stime - peraltro non vincolanti – non fanno, infatti, venir meno la responsabilità finale delle SGR in materia di valutazione del portafoglio immobiliare dei fondi gestiti.

La disposizione secondo cui “La SGR, qualora intenda discostarsi dalle stime effettuate dagli esperti, ne comunica le ragioni agli esperti stessi”¹⁵ va, dunque, rettamente intesa. Tale disposizione fornisce la direttrice in ordine al comportamento delle SGR implicando il loro dovere di avere contezza degli elementi (intrinseci ed estrinseci) che stanno alla base della valutazione, e di esplicitare analiticamente, nel rapporto dialettico con gli esperti, le motivazioni (tecniche, economiche, ecc.) in base alle quali esse, sotto la propria responsabilità, ritengono “*fair*” un determinato valore, eventualmente diverso da quello indicato dagli esperti.

A tale conclusione conducono anche le previsioni del Regolamento Congiunto cit. (v., in particolare, gli artt. 8, 9 e 31).

Anche da tali disposizioni, infatti, si evince, tra l’altro, il dovere delle SGR di essere sempre in grado di apprezzare autonomamente i contributi forniti da soggetti terzi nella più ampia cornice dei propri processi decisionali.

In altri termini, si deve rimarcare che, anche per gli esperti indipendenti, vale la regola generale in virtù della quale ogni qual volta la SGR “*si avvalga di consulenti nelle decisioni di investimento concernenti proprie attività di gestione, essa [deve] mant[enere] la capacità di valutare le indicazioni ricevute*” (art. 35, comma 2, del Regolamento Congiunto)¹⁶.

Se così non fosse, del resto, si creerebbe nel caso di specie un vuoto di tutela, poiché tra investitori/partecipanti ai fondi immobiliari, da una parte, ed esperti indipendenti, dall’altra, non intercorre alcun rapporto contrattuale, né sono previsti dall’ordinamento specifici obblighi diretti dei secondi nei confronti dei primi¹⁷.

¹⁵ V. Regolamento Banca d’Italia, Titolo V, Capitolo 4, Sezione II, paragrafo 4.

¹⁶ Si deve ritenere che l’art. 35, comma 2, citato nel testo, debba applicarsi sia nell’ipotesi in cui la SGR decida spontaneamente di avvalersi di “consulenti” esterni, sia nei casi in cui l’intervento di terzi (nel caso di specie, gli “esperti”) sia imposto dalle norme di riferimento.

¹⁷ Sotto questo profilo, la disciplina in esame si presenta lacunosa, in particolare se raffrontata a quella contenuta nell’art. 2343-ter c.c. (“*Conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima*”), introdotto dal d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, con cui è stata recepita la Direttiva 2006/68/CE (che modifica la seconda direttiva comunitaria in materia societaria n. 77/91/CEE). A norma del 4° comma dell’art. cit., infatti, l’esperto indipendente incaricato della valutazione dei beni in natura o crediti oggetto di conferimento in una società per azioni “*risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi*”.

È, dunque, giocoforza concludere che – stante il mandato gestorio a carattere fiduciario conferito dai sottoscrittori dei fondi alle SGR – sono queste ultime ad assumere tutta la responsabilità del processo grazie al quale si perviene ad un’appropriata e corretta valutazione degli *asset* di pertinenza dei fondi gestiti.

5. VALUTAZIONE DEI RISULTATI DELL'INDAGINE

5.1 PREMESSA

Il presente Capitolo espone alcune riflessioni conclusive basate su di una lettura critica dei risultati dell'indagine, alla luce del contesto giuridico di riferimento, brevemente ricostruito nel Capitolo precedente.

Il Capitolo è così articolato:

- il paragrafo 5.2 ha ad oggetto i profili di attenzione riscontrati in ordine alle regole e alle procedure predisposte dalle SGR ai fini dell'analisi delle relazioni di stima degli esperti, nel più ampio quadro del processo decisionale d'investimento;
- il paragrafo 5.3 si sofferma sul mercato degli esperti e su altri aspetti che riguardano la loro attività e il rapporto con le SGR;
- il paragrafo 5.4 tratta della trasparenza delle relazioni elaborate dagli esperti (in merito alla *disclosure* dei criteri, dei parametri e delle assunzioni sottese alle loro stime);
- il paragrafo 5.5 espone alcune preliminari proposte al fine di stimolare il dibattito in merito a possibili soluzioni miranti ad incrementare il grado di indipendenza e di professionalità degli esperti indipendenti.

5.2 REGOLE E PROCEDURE PREDISPOSTE DALLE SGR AI FINI DELL'ESAME DELLE RELAZIONI DI STIMA DEGLI ESPERTI

Gli esiti dell'indagine consentono di identificare alcune aree in cui sembrano possibili miglioramenti sul terreno della valutazione dei beni dei fondi immobiliari.

In particolare, quanto alle regole e procedure delle SGR, sembra opportuno:

- specificare con maggior precisione i criteri e le procedure per la scelta degli "esperti indipendenti", prevedendo espressamente cautele per: i) prevenire il cumulo degli incarichi in potenziale conflitto di interessi; ii) assicurare un'adeguata rotazione dei valutatori;
- descrivere chiaramente i flussi informativi tra SGR ed esperti;
- specificare i ruoli e le responsabilità dei singoli organi e funzioni aziendali (in specie, compiti degli organi di gestione e di supervisione strategica, coinvolgimento del *fund manager*, del *risk manager*, ecc.).

In tal modo, infatti, si rafforzano i presupposti necessari ai fini del pieno rispetto di uno dei doveri fondamentali delle SGR: garantire l'applicazione di criteri e modalità appropriate ai fini della valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio di ciascun fondo gestito, "*in relazione alla tipologia di beni nei quali è investito il patrimonio del fondo e alla complessità del contesto operativo*"¹⁸.

L'adeguatezza del processo di valutazione, di per sé sempre cruciale sia per i profili di correttezza comportamentale che di stabilità di ogni segmento del mercato finanziario¹⁹, è

¹⁸ V. Provvedimento Banca d'Italia del 14/04/2005, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, paragrafo 1.1 ("Adeguatezza del processo valutativo").

¹⁹ V., ad esempio, Banque de France, *Valorisation et stabilité financière*, in *Revue de la Stabilité Financière*,

essenziale nel caso di beni, che – come accade per gli immobili – sono negoziati in un mercato caratterizzato da “*scarsa trasparenza e [...] carente livello di informazione*”²⁰.

Si deve a queste ragioni economiche la previsione normativa del necessario intervento, nell’ambito della menzionata fase di valutazione, degli esperti indipendenti²¹. Considerate le peculiarità del mercato immobiliare, infatti, si è reputato opportuno mettere a disposizione delle SGR l’*expertise* di operatori professionali, specializzati nella valutazione di beni immobili.

Come abbiamo evidenziato prima, un dato fondamentale deve, però, restare fermo: ogni SGR “*deve dotarsi di strumenti informativi, risorse tecniche e professionali e procedure, anche di controllo interno 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*”²².

Tale principio è ricco di implicazioni sul terreno organizzativo-procedurale, poiché comporta importanti conseguenze sul piano dei doveri degli organi di supervisione strategica e di gestione della SGR, stabiliti dal Regolamento congiunto Banca d’Italia-CONSOB del 29 ottobre 2007. Dalle disposizioni del citato Regolamento (v., in particolare, gli artt. 8, 9 e 31) si evince, tra l’altro, il dovere della SGR di essere sempre in grado di valutare autonomamente i contributi forniti da soggetti terzi²³, in virtù della previsione di specifici compiti in capo ai singoli organi e funzioni aziendali e del rispetto di precise procedure per l’esame delle informazioni e valutazioni offerte dai terzi medesimi.

E, del resto, già prima del Regolamento congiunto citato, il Provvedimento della Banca d’Italia sulla gestione collettiva indicava alcuni doveri sia degli organi di controllo, “[...] *chiamati, tra l’altro, a verificare l’osservanza delle presenti disposizioni* [i.e.: le disposizioni in materia di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio dei fondi], sia della società di revisione tenuta a “...*verificare il rispetto delle presenti disposizioni facendo riferimento ai principi di revisione contabile*”²⁴.

Le norme sinteticamente richiamate inducono a ritenere che le SGR sono tenute a:

- verificare che i dati utilizzati per la predisposizione delle stime per singolo cespite siano corretti, documentati e riconciliati con le evidenze amministrativo-contabili;
- acquisire piena consapevolezza dei modelli di valutazione utilizzati dagli esperti nonché delle ipotesi formulate circa i rischi rilevanti (rischi economico-finanziari,

ottobre 2008.

²⁰ De Marco A. *et al.*, *Codice delle Valutazioni Immobiliari. Italian Property Valuation Standard*, III ed., Roma, 2006, p. 99.

²¹ V. art. 6, comma 1, lett. c), n. 5 e art. 37, comma 2, lett. e), TUF; artt. 12-*bis*, 14-*bis*, 17 e 18, D.M. n. 228/99; Titolo V, Capitolo 4, spec. Sezione II, par. 4, Regolamento della Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005.

²² Titolo V, Capitolo 4, Sezione I, del Regolamento della Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005.

²³ Per un’applicazione di tale principio, v., oltre agli artt. citt. nel testo, anche l’art. 35, comma 2, del Regolamento congiunto, secondo il quale “Nel caso in cui la SGR o la SICAV si avvalga di consulenti nelle decisioni di investimento concernenti proprie attività di gestione, essa mantiene la capacità di valutare le indicazioni ricevute”.

²⁴ V. Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 1.1 del Provvedimento Banca d’Italia 14 aprile 2005, cui *adde* l’art. 10 del Regolamento congiunto Banca d’Italia-CONSOB cit..

del settore delle costruzioni, del comparto immobiliare e dello specifico immobile: localizzazione, caratteristiche fisiche, legislazione e fiscalità, reddito, *vacancy*, solvibilità del *tenant*, uso presente e futuro, fungibilità, liquidità, indebitamento²⁵, ecc.).

La crisi finanziaria²⁶ dimostra, a tal riguardo, che l'adeguatezza del processo valutativo appare particolarmente importante, nell'ottica della salvaguardia dell'integrità dei mercati, nei cicli decrescenti: nel nostro caso, il rischio potrebbe essere quello di rinviare al futuro perdite già realizzate contribuendo, pertanto, alla non corretta rappresentazione del binomio rischio-rendimento dell'*asset class* considerata.

In particolare, come confermano i principali Istituti di ricerca, il mercato immobiliare italiano, a partire da giugno 2008, ha conosciuto, dopo anni di crescita sostenuta, una progressiva flessione dei principali indicatori (numero di transazioni, tempi medi di perfezionamento delle operazioni di locazione, di vendita e dei relativi finanziamenti).

Tuttavia, tale flessione non si è riflessa in modo percepibile nei rendiconti al 31 dicembre 2008 dei fondi immobiliari esaminati: i principali indicatori (Totale Attivo, valore immobili, NAV) si sono, infatti, attestati su valori sostanzialmente in linea con quelli del 2007²⁷.

Le quotazioni di borsa delle quote dei fondi hanno, invece, nel medesimo periodo, registrato un incremento del valore medio del *market discount*, che è passato dal -30% circa al -45% circa (v., *supra*, par. 2.2 e Grafico 4).

Nel complesso, dunque, si sono verificate condizioni di mercato (incertezza del quadro macroeconomico, riduzione delle transazioni, scarsità degli scambi in borsa, minore disponibilità di finanziamenti) che esaltano l'importanza di tenere conto, nel processo di valutazione, di fattori specifici attinenti al singolo bene (cc.dd. *property fundamentals*).

Solo in tal modo si può prevenire il rischio di rappresentare agli investitori, tramite i diversi prospetti contabili, valori degli *asset* basate su ipotesi non robuste.

5.3 IL MERCATO DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Nel periodo gennaio 2006 – giugno 2008 hanno operato complessivamente 12 esperti indipendenti persone giuridiche e 4 esperti indipendenti persone fisiche.

Quello degli esperti indipendenti è, dunque, un mercato fortemente concentrato: i

²⁵ Una gestione errata della leva nei differenti cicli immobiliari può portare ad elevate perdite anche in presenza di portafogli composti da immobili di elevata qualità.

²⁶ Come è noto, l'origine storica della crisi finanziaria risiede nel *boom* dei prezzi degli immobili sul mercato immobiliare americano e alle distorsioni insite nelle attività degli operatori finanziari (concessione di finanziamenti a basso costo, sulla base di criteri di accesso al credito scarsamente "rigorosi" nonché dalla successiva attività di cartolarizzazione dei crediti che ha permesso di trasferire i relativi rischi ai terzi investitori). V. N. Linciano, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, Quaderno di Finanza CONSOB n. 62 (Documenti), 2008; D. Delli Gatti, *La crisi dei mutui subprime*, in *Osservatorio Monetario* n. 1, 2008, pp. 28 e ss.; Masera Rainer S. (a cura di), *Great financial crisis. Economics, regulation and risk*, Bancaria Editrice, Roma, 2009.

²⁷ In tema di rivalutazione degli immobili è recentemente intervenuto il Legislatore con l'art. 15, comma 16, del decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, convertito con modificazioni dalla Legge 28 gennaio 2009, n. 2. Per un commento v. L.A. Bianchi – G. Strampelli, *Imputato "fair value": patteggiamento o rinvio a giudizio?*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n.1/2009, spec. pp. 35 e 36.

dati raccolti rendono evidente che ampie quote di mercato sono di pertinenza di un numero limitato di *players*, i quali, pertanto, sono titolari di vere e proprie posizioni dominanti.

La presenza di pochi operatori reca con sé alcuni rischi.

Può aversi innanzitutto una rotazione degli esperti insufficiente a garantirne l'indipendenza.

Non del tutto trascurabile è poi il rischio insito nella prassi di commisurare i compensi degli esperti in percentuale rispetto al valore stimato degli *asset*. È evidente, infatti, che tale criterio potrebbe incentivare comportamenti tesi alla sopravvalutazione dei cespiti.

L'indagine mostra, inoltre, che una specifica attenzione va dedicata al tema dell'affidamento agli esperti indipendenti di una pluralità di incarichi professionali (ad esempio, di *advisory*, *agency*, ecc.) che esulano dall'attività di valutazione in senso stretto. Tale cumulo di incarichi potrebbe, infatti, determinare il rischio di potenziali conflitti di interesse tali da compromettere l'indipendenza di giudizio nello svolgimento dell'attività di valutazione dei beni dei fondi.

5.4 LE RELAZIONI DI STIMA ELABORATE DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Con riferimento alle relazioni di stima predisposte dagli esperti indipendenti, l'indagine ha fatto emergere la rilevanza del loro grado di trasparenza. La completezza e la trasparenza delle relazioni di stima si riverberano, infatti, sulla capacità di conoscenza e comprensione da parte della SGR delle modalità di formazione dei valori dei beni immobili oggetto di valutazione.

Sul piano dei contenuti è, dunque, necessario che siano evidenziati in forma completa, coerente e comprensibile:

- le ipotesi e i rischi considerati nella valutazione;
- le motivazioni sottostanti all'utilizzo di una determinata metodologia;
- i principali parametri utilizzati nei modelli di valutazione (ad esempio: tasso di attualizzazione, tasso di *cap out*; tasso di capitalizzazione).

Quanto ai criteri redazionali è inoltre necessario che le informazioni rilevanti vengano distribuite in maniera organica, in modo tale da consentire un'agevole analisi delle medesime.

La struttura e i contenuti delle relazioni di stima vanno poi calibrati in funzione delle caratteristiche specifiche dei cespiti oggetto di valutazione. Ad esempio, particolare attenzione andrebbe dedicata alla descrizione del processo di valutazione di immobili adibiti ad attività commerciali (ad esempio alberghi, teatri, cinema, case di cura, ecc.). In tali fattispecie sembra, infatti, necessario tenere pienamente conto della prevedibile evoluzione delle attività in questione, facendo riferimento anche ad analisi/previsioni di settore.

Margini di miglioramento sembrano, infine, prospettabili nel campo delle perizie recanti giudizi di congruità del prezzo di cessione pattuito dalle SGR. In tali ipotesi, sembra necessario esplicitare maggiormente il complesso di fattori in base ai quali i valutatori pervengono ad esprimere un giudizio (positivo o negativo) in ordine alla congruità del valore di cessione.

5.5 CONCLUSIONI E SPUNTI PER ULTERIORI APPROFONDIMENTI

Alla luce dei profili d'attenzione emersi nel corso dell'indagine, si intende con il presente *paper* stimolare l'avvio di approfondimenti circa possibili miglioramenti (da realizzare eventualmente anche in chiave di autodisciplina) delle prassi che disciplinano la "dialettica" tra le SGR e gli esperti indipendenti, nonché delineare possibili linee di *policy* normativa.

In primo luogo, va rimarcato che – stante il mandato gestorio a carattere fiduciario conferito dai sottoscrittori dei fondi alle SGR – sono queste ultime ad assumere la responsabilità del processo grazie al quale si perviene alla corretta valutazione degli *asset* di pertinenza dei fondi gestiti. A tal riguardo, l'evidenza empirica sembra rivelare l'esistenza di margini di miglioramento delle soluzioni organizzativo-procedurali adottate dalle SGR per regolare il loro rapporto dialettico con gli esperti indipendenti.

In secondo luogo, con riferimento al ruolo di questi ultimi, qui di seguito – senza pretesa di prefigurare una lista completa di soluzioni definitive – ci si limita a indicare le principali aree di possibile intervento:

- sembra opportuno, anzitutto, riconsiderare, alla luce dell'esperienza applicativa, l'adeguatezza dei requisiti professionali degli esperti indipendenti, stabiliti dall'art. 17, comma 4, D.M. n. 228/99. A tal fine, fermo restando che è imprescindibile la loro "*idoneità ad effettuare valutazioni tecniche od economiche dei beni in cui è investito il fondo*" (cfr. l'art. 17 cit.), specifica attenzione andrebbe attribuita anche al fatto che il processo di valutazione ha ad oggetto beni che fanno parte di un patrimonio autonomo *sui generis* (quello dei fondi comuni), gestito in monte da un intermediario sottoposto a vigilanza ed obbligato, anche in punto di valutazione dei beni, ad attenersi ad una normativa *ad hoc* (quella dettata dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. c), nn. 4 e 5, TUF);
- sulla scorta dell'evoluzione della disciplina delle società di revisione e delle agenzie di *rating*, sembra opportuna una riflessione in merito all'introduzione di criteri e regole idonee a potenziare l'indipendenza degli esperti (con riferimento, ad esempio, all'obbligo di rotazione, al cosiddetto "periodo di raffreddamento", al divieto di prestare – *a latere* dell'attività di valutazione – ulteriori servizi che possono comprometterne l'indipendenza);
- è opportuno, inoltre, che venga migliorata la struttura e la qualità informativa delle relazioni degli esperti. A tal fine, va valutata l'ipotesi della doverosa descrizione nelle relazioni almeno dei seguenti elementi: 1) la documentazione analizzata; 2) i sopralluoghi e ogni altra attività di verifica effettuata; 3) i criteri e il modello di valutazione prescelto, le motivazioni sottostanti alla scelta e i parametri utilizzati, specificando le ipotesi, i rischi e le assunzioni formulate; 4) le eventuali osservazioni e avvertenze che il valutatore sottopone all'attenzione della SGR.

*

* *

Le risultanze dell'indagine conoscitiva confermano l'opportunità di migliorare la dia-

lettica fra le SGR e gli esperti indipendenti agendo, per un verso, sul livello di trasparenza delle relazioni di stima e, per altro verso, sulla capacità delle SGR di compiere le proprie scelte nella piena consapevolezza delle valutazioni rilasciate dagli esperti.

A tal riguardo, l'auspicio è che il *paper* risulti utile a stimolare il dibattito dei soggetti interessati (SGR, esperti indipendenti, investitori, associazioni di categoria, accademici) in merito agli aspetti evidenziati.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI ESSENZIALI

Appraisal Foundation, *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice and Advisory Opinions*, Washington, 2008.

Appraisal Institute, *Appraisal of Real Estate*, Kennesaw GA, 2008.

Assogestioni, IPD, *Rapporti semestrali fondi immobiliari italiani*, vari anni.

Banca d'Italia, *Relazione annuale*, vari anni.

Bianchi, L.A., Strampelli, G., *Imputato "fair value": patteggiamento o rinvio a giudizio?*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n.1/2009, pp. 23 e ss..

Borghi, A., *Finanza immobiliare*, Egea, Milano, 2009.

Cacciamani, C., *Gli investimenti immobiliari*, Egea, Milano, 2005.

Cacciamani, C., *Real Estate*, Egea, Milano, 2008.

Campagnoli, A., *Applicazioni del Rating immobiliare: MBS, Covered Bond e comparazione di pacchetti immobiliari*", in *Il Consulente Tecnico*, n.1, gennaio-marzo 2009, Maggioli Editore, Rimini.

Carriero, G., *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, Banca d'Italia, Quaderno di ricerca giuridica, n. 50, Roma, 1994.

CONSOB, *Relazione annuale*, vari anni.

Curatolo, M., Palladino, L., *La valutazione immobiliare - Metodo classico e metodo statistico*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.

De Marco, A., Bambagioni, G., Simonotti, M., *Codice delle valutazioni immobiliari - Italian Property Valuation Standard*, Tecnoborsa, Roma, 2005.

Delli Gatti, D., *La crisi dei mutui subprime*, in *Osservatorio Monetario*, n. 1, 2008, pp. 28 e ss.

Delsignore, E., Campagnoli, A., Bigliardi, L., *La nuova valutazione degli immobili*, Forum Media, Verona, 2008.

EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, *EDHEC European Real Estate Investment and Risk Management Survey*, Parigi, 2007.

European Commission, DG Internal Market, *Expert Group Report on Open Ended Real Estate Funds*, Bruxelles, 2008.

European Commission, DG Internal Market, *Investment funds in the European Union: Comparative analysis of use of investment powers, investment outcomes and related risk features in both UCITS and non-harmonised markets*, Bruxelles, 2008.

European Group of Valuers Associations, *European Valuation Standards*, Sixth edition 2009.

Ferrero, C., *La valutazione immobiliare: principi e metodologie applicative*, Egea, Milano, 1996.

Geltner, D.M., Miller, N.G., *Commercial Real Estate - Analysis and Investments*, Thomson South Western, 2007.

Gervasoni, A., *I fondi di investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999.

Gervasoni, A., *I fondi mobiliari chiusi*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1994.

- Gnech, E.E., Redaelli, F., *Fiscalità immobiliare*, Egea, Milano, 2007.
- Gualtieri, P., (a cura di), *I fondi comuni di investimento in Italia*, Il Mulino, Bologna, 2006.
- International Valuation Standards Committee, *International Valuation Standards*, Londra, 2007.
- Lacchini, M., Trequatrini, R., *Principi di redazione del bilancio di esercizio nel paradigma Ias/Ifrs*, Cedam, Padova, 2008.
- Linciano, N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, Quaderno di Finanza CONSOB, n. 62 (Documenti), 2008.
- Masera, R.S., *Great financial crisis. Economics, regulation and risk*, Bancaria Editrice, Roma, 2009.
- Massari, M., Zanetti, L., *Valutazione aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2004.
- Mattia, S., *Costruzione e valutazione della sostenibilità dei progetti*, Franco Angeli, Milano, 2008.
- Merola, F., *I fondi immobiliari, uno strumento tra finanza e mattone: caratteristiche dell'investimento e tipologie di prodotto*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004.
- Moro Visconti, G., Moro Visconti, R., Dossena, V., *La valutazione degli immobili*, Maggioni Editore, Rimini, 2009.
- Morri, G., *Fondi comuni di investimento immobiliare - Italia*, SDA Bocconi, Milano, 2006.
- Morri, G., *Introduzione alla valutazione immobiliare*, SDA Bocconi, Milano, 2007.
- Nomisma, *Il valore delle garanzie immobiliari - Basilea 2 tra vincoli e opportunità*, Roma, 2008.
- Nomisma, *Rapporti quadrimestrali dell'Osservatorio sul mercato immobiliare*, vari anni.
- Nomisma, *Rapporto sulla Finanza Immobiliare 2008*, Roma, 2008.
- Nomisma, *Rapporto sulla Finanza Immobiliare 2009*, Roma, 2009.
- Osmi, Borsa Immobiliare, Politecnico di Milano, IsIVI, *Standard europei di valutazione immobiliare*, Franco Angeli, Milano, 2008.
- Porzio, C., Sampagnaro, G., *L'investimento immobiliare - Valutazione, Rendimenti, Asset Allocation*, Bancaria Editrice, Roma, 2007.
- PriceWaterhouseCoopers, *Emerging trends in Real Estate Europe*, 2008.
- Royal Institution of Chartered Surveyors, *Standard di Valutazione RICS*, Edizione Italiana, Westwood Business Park, 2009.
- Scenari Immobiliari, *I fondi immobiliari in Italia e all'estero*, vari anni.
- Scenari Immobiliari, *Rapporto immobiliare*, vari anni.
- Tamborrino, M., *Come si stima il valore degli immobili*, Il Sole 24 ore, Milano, 2008.
- Tronconi, O., Bellintani, S., *Valutazione e valorizzazione immobiliare. Esperienze, metodiche e casi studio*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.
- Zanda, G., Lacchini, M., Onesti, T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2005.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 43 *Studi e Ricerche* *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)
- N. 44 *Studi e Ricerche* *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche* *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche* *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Providenti (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche* *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche* *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)
- N. 49 *Studi e Ricerche* *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)
- N. 50 *Studi e Ricerche* *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche* *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche* *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo_s on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche* *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)
- N. 54 *Studi e Ricerche* *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- N. 55 *Studi e Ricerche* *L'operatività dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano sul Mercato Telematico dei titoli Azionari (MTA) gestito da Borsa Italiana*, di G. Cinquemani, P. Rizzo, A. Russo, F. Zullo (Maggio 2003)

- N. 56 *Studi e Ricerche* *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, di M. Franchi (Giugno 2003)
- N. 57 *Studi e Ricerche* *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, di N. Linciano (Giugno 2004)
- N. 58 *Studi e Ricerche* *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, di N. Linciano, G. Siciliano, G. Trovatore (Maggio 2005)
- N. 59 *Studi e Ricerche* *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, di M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano (Ottobre 2006)
- N. 60 *Documenti* *Indagine sulla trasparenza informativa e sui profili di correttezza comportamentale connessi all'offerta di classi di quote e di azioni relative ad OICR esteri commercializzati in Italia* (Giugno 2007)
- N. 61 *Documenti* *Il marketing dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza*, di F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo (Gennaio 2008)
- N. 62 *Documenti* *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, di N. Linciano (Settembre 2008)
- N. 63 *Studi e Ricerche* *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti d'investimento non-equity* (Aprile 2009)
- N. 64 *Studi e Ricerche* *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, di M. Gentile, G. Siciliano (Luglio 2009)
- N. 65 *Documenti* *Il rapporto tra le Sgr e gli "esperti indipendenti" nella fase di valutazione degli asset dei fondi immobiliari*, (Dicembre 2009)