



ASSOIMMOBILIARE

Associazione dell'Industria Immobiliare

Work in progress-2.11.2009

MEMORANDUM

RUOLO DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI E DEGLI ORGANI GESTIONALI E DI CONTROLLO DELLE SGR NEL PROCESSO DI VALUTAZIONE DEI BENI IMMOBILI DI PROPRIETA' DEI FONDI IMMOBILIARI

Premesse

Il presente documento vuole offrire alcune raccomandazioni al fine di migliorare il rapporto tra le Sgr e gli Esperti Indipendenti nell'ambito dello svolgimento delle attività di valutazione, volendo altresì richiamare ciascun soggetto ad un'azione responsabile e professionale, salvaguardando il principio di indipendenza e la trasparenza dei rapporti.

Tali raccomandazioni sono riferite "*in primis*" a quelle attività di valutazione previste nel quadro regolamentare attualmente in vigore.

Si vuole sollecitare l'adozione da parte delle SGR di adeguate procedure interne che permettano un corretto scambio di informazioni tra le SGR e gli Esperti indipendenti. Si raccomanda inoltre, specie con riferimento al profilo della salvaguardia dell'indipendenza da parte delle società di valutazione, che siano evidenziate e comunicate adeguatamente tutte le possibili situazioni di conflitto di interesse che possano venire in essere a seguito della attribuzione dell'incarico all'Esperto Indipendente.

Tuttavia le raccomandazioni emerse potranno essere oggetto di successive analisi e approfondimenti nel tenere conto delle specificità proprie delle diverse attività valutative, cioè nel distinguere ad esempio tra le ipotesi di attività svolte nell'ambito di prima valutazione di un bene ai fini di acquisizione oppure nell'ambito della rendicontazione periodica, ovvero distinguendo se si tratti di valutazioni di immobili esistenti o di sviluppi immobiliari. Occorre infine tenere presente, specie nella definizione delle procedure interne, che le SGR presentano complessità e modalità organizzative diverse, prevedendo un'architettura dei presidi di controllo e di vigilanza rispondente ad esigenze diverse, quali la possibile appartenenza ad un gruppo di riferimento, la diversa scelta di internalizzare o meno certe funzioni, etc.



1. Ruolo del Consiglio di Amministrazione e processo decisionale

Con riferimento al ruolo del Consiglio di Amministrazione (di seguito “**CdA**”), resta fermo il principio che l’organo consiliare non può – né deve – sostituirsi all’Esperto Indipendente. Tuttavia il CdA deve verificare, considerata l’importanza della determinazione del valore di mercato del portafoglio immobiliare ai fini della valorizzazione della quota, l’adeguatezza del processo valutativo. A tal fine la SGR, per garantire la tracciabilità e l’efficacia dei processi informativi e decisionali, a tutela degli investitori, nonché per rispondere alla richiesta di uniformità e condivisione dei principi rappresentata dagli operatori anche alla luce delle problematiche applicative emerse, si dota di un’apposita procedura operativa (di seguito la “**Procedura**”) nella quale sarà data particolare evidenza ai seguenti aspetti:

- (a) al “*Processo decisionale*” composto da vari passaggi endosocietari, più sotto elencati;
- (b) alla “*Tracciabilità*”: il processo decisionale deve rimanere tracciabile in modo da permettere di verificare il corretto svolgimento delle procedure.

La suddetta Procedura prevedrà altresì:

- A. Trasmissione all’esperto indipendente dei dati necessari:
 - o Incontro preliminare tra l’Esperto Indipendente e la Sgr per la trasmissione dei dati relativi agli immobili;
 - o Valutazione dell’immobile con sopralluogo fisico da parte dell’Esperto Indipendente (deve essere previsto che gli esperti effettuino almeno un sopralluogo fisico ogni anno su ciascun immobile del portafoglio, mentre le valutazioni infrannuali potranno essere effettuate anche senza sopralluogo, qualora non vi siano state modifiche rilevanti);
- B. Ricezione delle relazioni di stima:
 - o Confronto tra la Sgr e l’Esperto Indipendente in cui l’Esperto Indipendente illustra alla Sgr il risultato prodotto;
 - o Confronto sui dati prodotti tra la Sgr e l’Esperto Indipendente con la partecipazione delle funzioni della Sgr che saranno a ciò deputate;
 - o Produzione della valutazione finale da parte dell’esperto indipendente;
 - o Proposta da parte della funzione (anche collegiale) di gestione interna e di direzione della Sgr deputata a trarre le conclusioni sulle valutazioni con produzione di parere finale da inviare al CdA;
 - o CdA di approvazione compravendita o rendiconto.

Ciò premesso, si osserva, in relazione alle due principali fasi della Procedura richiamata:

A – Trasmissione, da parte di una funzione aziendale identificata dalla SGR, all'esperto indipendente dei dati necessari per l'elaborazione delle relazioni di stima (es. situazione contrattuale conduttori, *capex* per attività di riqualificazione, morosità, strategia di valorizzazione dell'immobile, stato avanzamento lavori, consistenza edilizia, etc.); questa attività informativa rappresenta il primo supporto informativo che la SGR fornisce al valutatore affinché lo stesso abbia completezza informativa per determinare il valore di mercato dell'immobile. Dopo aver fornito i dati relativi agli immobili secondo quanto previsto dalla Procedura, esiste un momento di confronto tra la funzione aziendale identificata dalla SGR e l'Esperto Indipendente prima dell'emissione del parere. Questo dialogo serve a segnalare all'Esperto, per le conseguenti autonome valutazioni, errori nella valutazione della documentazione fornita e/o motivazioni ulteriori rispetto a quelle considerate dall'Esperto nel valutare il materiale fornito, ovvero a contrapporre motivazioni dell'Esperto. Il confronto si limiterà alla condivisione dei dati tecnici di base, acquisiti per la valutazione, si tratta cioè non di un dialogo negoziale ma di un processo di scambio di informazioni tra soggetti ben definiti nell'ambito di una procedura formalizzata e da entrambi riconosciuta e accettata, già all'atto del conferimento del mandato.

B - Ricezione delle relazioni di stima. Una volta ricevute dall'Esperto Indipendente le relazioni di stima, le strutture aziendali impegnate nelle attività di verifica, confronto e controllo come descritto dalla Procedura, devono fornire all'Organo di supervisione strategica, con congruo anticipo rispetto alla data della riunione, le risultanze dell'attività effettuata, al fine di mettere l'organo consiliare nelle condizioni di verificare l'adeguatezza del processo valutativo.

Si ritiene che questa fase abbia un ruolo centrale nel processo in oggetto, dal momento che il compito nodale del CdA è quello di prendere piena conoscenza delle relazioni di stima ricevute.

Al fine di consentire all'Organo con funzione di supervisione strategica di effettuare tale analisi è compito delle strutture interne della SGR (individuate dalla SGR) verificare la correttezza e la completezza del processo valutativo e delle relazioni di stima, mettendo in evidenza – se del caso – elementi significativi che potrebbero motivare uno scostamento dalle relazioni di stima effettuate dall'Esperto Indipendente.

Si precisa che l'attività di verifica dei valori indicati dall'Esperto Indipendente risulta rilevante specie nel raffronto tra i valori di stima all'atto di acquisto, all'atto del conferimento e/o di acquisizione di portafoglio immobiliare con quelle degli Esperti Indipendenti in occasione dell'approvazione della prima semestrale, come anche nell'attività di raffronto delle stime successive con quelle precedenti. Specie nel secondo caso, la SGR garantisce la tracciabilità dei valori espressi, verificando che non vi sia un errato utilizzo degli *input* alla base della stima ovvero, in caso di cambiamento della società di valutazione, l'adozione di un diverso metodo valutativo che abbia a causare lo scostamento in parola.

Nelle valutazioni successive, fermo restando il coinvolgimento dei *Fund Manager*, la Procedura stabilisce quale/i funzione/i aziendale/i, identificata/e dalla SGR sulla base della propria struttura organizzativa, saranno coinvolte, prevedendo la tempistica del loro intervento, precisando le modalità e termini con cui le singole funzioni dovranno effettuare le suddette verifiche, mettendo, in particolare, in evidenza se queste verifiche debbano essere effettuate su base periodica o a campione.

Sulla base delle risultanze dell'analisi posta in essere dalle strutture della SGR, in presenza della sussistenza di elementi significativi, tali da motivare uno scostamento dalle relazioni di stima redatte dall'Esperto Indipendente¹, le competenti strutture della SGR, secondo quanto previsto dalla Procedura, stilano un documento che parta dagli stessi *input* (mq, estremi contrattuali in caso di immobili locati, capex ove previsti etc..) a riferimento degli *asset* per i quali sono stati individuati elementi significativi tali da motivare uno scostamento.

C - Determinazione dei valori di mercato dei beni immobili.

Il CdA provvede:

- ad approvare le relazioni di stima per le quali non si sono ravvisati motivi per discostarvisi;
- in caso di scostamenti, ad analizzare gli eventuali documenti elaborati dalle strutture interne della SGR e decidere, motivandone la scelta, se discostarsi o meno dalla valutazione effettuata dall'Esperto Indipendente;²
- ad approvare le rendicontazioni periodiche di cui i documenti interni sono parte integrante.

Si ritiene che la SGR potrà liberamente decidere se intervenire in ogni ipotesi di scostamento, ovvero limitarsi all'ipotesi di "valutazione a ribasso" rispetto alla stima espressa dall'Esperto Indipendente; in tale circostanza, la SGR ispirandosi ai principi di sana e prudente gestione, sarà tenuta a motivare in sede di CDA l'assunzione di valore inferiore per le conseguenze negative che potrebbero riflettersi sul valore delle Quote e sugli interessi dei Quotisti.

D - Il sistema dei controlli interni

La Procedura richiamata avrà modo di precisare alcune competenze e ruoli attribuiti alle diverse funzioni aziendali di controllo (Compliance, Internal Audit e Risk Management, le cui competenze sono in via generale stabilite dal Regolamento Congiunto Consob – Banca d'Italia del 29 ottobre 2007) e conferire all'organo con funzione di controllo il compito di emettere un parere motivato sulle delibere di revoca dell'incarico di valutazione.

¹ Gli scostamenti dalle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti devono, infatti, essere motivati alla luce di eventuali considerazioni di natura strategica da parte dell'Organo con funzione di supervisione strategica (es. vendite accelerate, approvazione dei listini di vendita a sconto sul MV per accelerare il processo di vendita, *Capital Expenditure* non considerate successivamente alla data della valutazione, etc.).

² Questa ipotesi per altro potrebbe non escludere la decisione da parte del CDA, specie in caso di scostamenti rilevanti, di richiedere una seconda valutazione di stima ad altro esperto indipendente tenendo tuttavia conto di eventuali scadenze temporali.

E - Altri concetti da approfondire:

La valutazione emessa dall'Esperto Indipendente dovrà mettere in grado la Sgr di controllare la coerenza del processo e dei modelli valutativi utilizzati nella relazione di stima; in particolare la medesima relazione conterrà i seguenti dati e informazioni:

- a) l'indicazione del nominativo del soggetto responsabile dei processi di valutazione e dei soggetti che concretamente intervengono nelle valutazioni, nonché l'indicazione del ruolo avuto nel processo valutativo, nel caso in cui gli esperti indipendenti siano persone giuridiche;
- b) la documentazione esaminata;
- c) le assunzioni e le assunzioni speciali formulate nonché eventuali restrizioni che possono essere richieste;
- d) le modalità e i tempi delle ispezioni fisiche e di ogni altra attività di verifica effettuata sui beni oggetto di valutazione;
- e) l'espressa motivazione del/i metodo/i scelto/i per la valutazione del singolo *asset*;
- f) l'esplicitazione e la motivazione dei parametri di calcolo;
- g) l'esplicitazione dei *comparable* utilizzati nella valutazione effettuata mediante calcolo comparativo e delle relative fonti;
- h) i criteri e le procedure adottati per le valutazioni, nonché ogni altra informazione necessaria al fine dell'attribuzione ai beni del loro corretto valore;
- i) le eventuali avvertenze e indicazioni da sottoporre all'attenzione della SGR;
- j) la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni facenti parte del patrimonio del fondo e di quelli posseduti tramite società immobiliari, nonché le tabelle contenenti evidenza dettagliata delle superfici, la rappresentazione per piano, la specificazione dei locali tecnici, e i criteri di ponderazione utilizzati per il calcolo delle superfici.

* * * * *

Al momento le valutazioni vengono effettuate seguendo protocolli differenti, ovvero:

- Valutazione + *due diligence*. Analisi completa dell'immobile, della documentazione con verifiche specifiche e del mercato di riferimento.
- Valutazione *full*. Analisi completa dell'immobile, della documentazione e del mercato di riferimento.
- Valutazione *drive-by*. Analisi dell'immobile solo dall'esterno e del mercato di riferimento.

- Valutazione *desk-top*. Analisi della documentazione disponibile e dei dati comparativi di mercato disponibili, senza sopralluoghi o analisi di dati comparativi specifici.

Sarà opportuno disciplinare le modalità di attivazione dei diversi protocolli in ragione della complessità e del tipo di valutazione.

2. Proposta per il rafforzamento dei requisiti minimi delle Società di valutazione che rivestono il ruolo di Esperto Indipendente

Al fine di rafforzare il profilo di indipendenza e professionalità delle Società di valutazione chiamate a rivestire il ruolo di esperto indipendente per i Fondi immobiliari di diritto italiano, si propone di rafforzare, come di seguito indicato, i requisiti minimi previsti dalla vigente normativa³.

L'Esperto Indipendente deve garantire di svolgere la sua attività secondo:

- **indipendenza**
- **professionalità**
- **responsabilità**
- **trasparenza**

Con riferimento al requisito di “**indipendenza**” si propone che:

- le Società di valutazione dovranno adottare e rendere noti, in relazione alle attività svolte potenzialmente in conflitto di interessi, i presidi individuati per garantire, la dove necessario, la separazione delle strutture che eseguono le valutazioni da quelle che prestano servizi di *agency* (c.d. *chinese walls*), anche attingendo – ad esempio - alle *best practice* adottate dalle Società di revisione, ciò al fine di disciplinare situazioni di potenziali profili di conflitto di interessi nei rapporti commerciali tra le SGR e le Società che ai Fondi da queste gestiti prestano molteplici servizi immobiliari. Tale separazione non necessariamente è il risultato di un assetto giuridico formale (es. società diverse, soggetti giuridici formalmente disgiunti in luogo di diverse *business units* di una medesima società) bensì di un modello organizzativo sostanziale (es. compartimentazione delle cartelle di rete, dell'accesso ai documenti e dell'eventuale infrastruttura tecnologica usata in azienda) in grado di garantire la separatezza di accesso alle informazioni inerenti alle diverse *business units*; tale evenienza si risolve in una dichiarazione sull'inesistenza di conflitto di interessi e di indipendenza da inserirsi all'atto di conferimento dell'incarico.
- Ove agli esperti indipendenti siano altresì attribuiti, presso la stessa SGR o altri fondi dalla stessa gestiti altri incarichi rilevanti, questi sono preventivamente individuati e resi noti con le seguenti modalità:

³ Cfr art. 17 del D.M. 228/99 e successive modificazioni ed integrazioni.

- pubblicazione sul sito Internet della Società per i fondi offerti al pubblico;
- indicazione all'interno del rendiconto di gestione e della relazione semestrale (nell'ambito della relazione degli amministratori), per tutti i fondi.

Ove i predetti incarichi rilevanti siano tali da minare la loro indipendenza e obiettività, agli esperti è richiesto di darne comunicazione scritta alla SGR e, ove se ne ravvisi la necessità, di rinunciare al mandato.

- per una esigenza di trasparenza occorrerà che l'Esperto Indipendente debba indicare nel rapporto valutativo se le proprietà valutate siano già state oggetto di sue valutazioni nel passato, motivando eventuali scostamenti;

- l'incarico di esperto indipendente dovrà avere una durata massima di tre anni. Non potrà essere rinnovato o nuovamente conferito se non sono decorsi almeno tre anni dalla data di cessazione del precedente. Tuttavia sarebbe auspicabile prevedere una deroga, per il rinnovo di un solo triennio, dal principio generale di turnazione triennale dell'incarico, qualora nei primi tre anni di vita del Fondo gli investimenti in immobili non fossero stati completati in misura sostanziale e questo al fine di poter contenere i costi di valutazione.

Con riferimento al requisito di “**professionalità**”, si propone che:

- qualora l'Esperto Indipendente svolga la sua attività attraverso un veicolo societario (es. società di capitali) dovranno essere offerte garanzie di qualità del processo;
- sarà obbligatorio, per il soggetto che firma le relazioni di stima, l'iscrizione al RICS (o ad istituto equivalente)^{4 5}, questo diventa il presupposto per l'esercizio professionale delle attività, dettagliatamente raccolti nel Red Book che costituisce la sintesi scritta dei principi, criteri e delle linee guida (*best practices*) per lo svolgimento delle valutazioni stesse;
- la valutazione dovrà essere eseguita internamente alla organizzazione stabile dell'Esperto Indipendente, mentre dovrebbe essere limitato il ricorso all'esternalizzazione delle attività a parziali e definiti ambiti (rilievi, ispezione degli immobili, verifica consistenze, ricerche di mercato) di supporto all'attività del valutatore che dovranno essere specificata nella relazione di stima.

⁴ Il comitato dei valutatori IPD Nomisma, che rappresenta le maggiori Società di valutazione in Italia, nato allo scopo di favorire la diffusione delle *best practices*, ha pubblicato le linee guida per la Valutazione Immobiliare.

⁵ Questo va nella direzione di quanto previsto dalla norma (D.M. 228/99) che richiede l'iscrizione ad idoneo albo professionale ininterrottamente da almeno 5 anni ed è in linea a quanto accaduto ormai da alcuni anni ad opera di RICS che ha modificato la procedura di accreditamento sul territorio italiano limitandone la possibilità ai soli laureati presso un albo tecnico (quali architetti e ingegneri, per l'appunto) salvo comunque consentire l'accesso a fronte di evidenze straordinarie (in virtù delle quali il soggetto non può comunque essere accreditato quale regolare membro RICS (“MRICS” o “RICS Member”) ma quale “FRICS” (o “RICS Fellow”).

Con riferimento al requisito di “**responsabilità**” si propone che:

- si dovrà garantire la disponibilità di una copertura assicurativa o analoga copertura patrimoniale (es adeguata capitalizzazione, etc - vedi sopra) commisurata al tipo di incarico e al suo valore;
- sarà necessario, all’atto del conferimento dell’ incarico precisare il nominativo del valutatore, le responsabilità e ogni eventuale caso di limitazione ed esclusione.

Con riferimento al requisito di “**trasparenza**”, oltre a quanto già evidenziato nel precedente punto E), si propone che siano individuati e definiti *standard* minimi, finalizzati a garantire la completezza del processo valutativo, quali ad esempio:

- un contenuto minimo obbligatorio dei *report* di valutazione;
- la condivisione di alcune metodologie di calcolo, quali ad esempio l’utilizzo di fattori di ponderazione delle superfici, la base di calcolo dei tassi di capitalizzazione del reddito che possibilmente in ogni fondo debba rimanere la stessa;
- l’espresa motivazione del/i metodo/i scelto/i per la valutazione del singolo *asset*;
- l’esplicitazione e la motivazione dei parametri di calcolo (es.: esplicitazione degli elementi utilizzati per la costruzione dei tassi di attualizzazione);
- l’esplicitazione dei *comparable* utilizzati nella valutazione effettuata col metodo comparativo e delle relative fonti; in particolare deve essere fornito un *breakdown* della costruzione dei tassi di attualizzazione/capitalizzazione nelle componenti di *risk free* e singole tipologie di premio di rischio. Deve essere altresì indicata la struttura finanziaria ipotizzata per il calcolo dei tassi di attualizzazione (ad es 60% equità -40 % debt)
- di norma i sopralluoghi debbono essere effettuati almeno una volta all’anno per ogni immobile.

E’ fatto obbligo esplicitare le modalità e i soggetti che hanno effettuato i sopralluoghi (e la valutazione se diversi), con descrizione delle motivazioni che hanno indotto eventualmente a non ritenere necessario il sopralluogo annuale. Occorre inoltre indicare se il sopralluogo è stato fatto con ricorso di risorse della struttura interna del valutatore oppure se subappaltato a terzi.

Altri concetti da approfondire:

L’introduzione del concetto di classificazione delle “soglie di accesso” (es. capitalizzazione minima, copertura assicurativa, numero di dipendenti e durata della loro esperienza nel settore, *track record*) in base al numero di immobili da valutare, al valore del portafoglio immobiliare, all’*asset class* (residenziale, terziario, *retail*, hotel, etc.) risponde alla applicazione di requisiti minimi diversi in ragione del diverso livello di complessità e responsabilità.

Si è consapevoli che tali proposte possono indirettamente generare un incremento medio del costo del servizio; al riguardo è opportuno sottolineare che, pur essendo tali costi posti dai regolamenti di

gestione dei Fondi a carico dei Partecipanti, il miglior servizio reso garantisce agli stessi una maggiore omogeneità e conseguentemente una maggiore trasparenza sul valore patrimoniale del loro investimento.

Le regole di cui sopra dovrebbero essere definite, dopo essere state condivise con rappresentanti delle parti in causa, nell'ambito di un Protocollo ad adesione volontaria redatto dalle Associazioni di categoria delle SGR e delle Società di valutazione, cui le Società di valutazione stesse potranno aderire; il protocollo sarà notificato alle Autorità di vigilanza, in tal modo si potrà garantire l'affermazione e l'aggiornamento continuo delle *Best Practices*.

Le SGR che decidano quindi di aderire al Protocollo, si obbligano a selezionare i propri Esperti Indipendenti tra i valutatori che hanno a loro volta aderito al Protocollo.