



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare

Milano

Via Lanzone, 7  
20123 Milano  
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446

Merano

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

Milano, 27 agosto 2007

Banca d'Italia  
Servizio Concorrenza e Affari Generali  
Divisione Normativa  
Via Milano 53  
00184 – Roma  
All'attenzione del Dirigente Responsabile  
Anticipato anche via email a: [cna.normativa@bancaditalia.it](mailto:cna.normativa@bancaditalia.it)

e p.c.

Ministero dell'Economia e delle Finanze  
Ufficio I – Sistema Bancario e creditizio  
Via XX Settembre, 97  
00187 – Roma  
All'attenzione del Dirigente Responsabile

**Oggetto: ulteriori considerazioni a seguito dei recenti fatti circa la nostra osservazione alla bozza del regolamento della Banca d'Italia sulla "disciplina delle obbligazioni bancarie garantite" del 6 ottobre 2006**

Gentili Signori,

al fine di meglio potere illustrare le osservazioni di codesto Istituto, è opportuno svolgere le seguenti premesse:

- l'Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare (IsIVI) è "full member" per l'Italia di TEGoVA ("The European Group of Valuers' Association", associazione di riferimento per la Comunità Europea nell'ambito delle valutazioni immobiliari di cui fanno parte 43 associazioni di 27 stati differenti. Il Segretario Generale dell'IsIVI, Alexander Benedetti, è attualmente anche

Segretario Generale della TEGoVA;

- TEGoVA promuove, tra l'altro, l'applicazione degli European Valuation Standards (EVS), oggi alla quinta edizione e il riconoscimento della figura del valutatore qualificato e/o certificato;
- a tal proposito, codesta associazione, in collaborazione con la Camera di Commercio di Milano ed il Politecnico di Milano, ha promosso la traduzione dell'EVS in Italiano, la cui pubblicazione è in stampa. L'EVS, in lingua inglese, è stato già tradotto in svariate altre lingue, tra le quali il Francese, lo Spagnolo ed il Tedesco;
- l'IsIVI ha partecipato a molteplici pubbliche consultazioni a livello Italiano così come a livello Europeo fra cui: quelle relative al regolamento emittenti redatto dalla Consob (sia quello pubblicato in consultazione in data 9 giugno 2004 sia quello pubblicato in consultazione in data 18 novembre 2004) nonché, sempre in tema di regolamento emittenti, la pubblica consultazione promossa dal CERS nel giugno 2004. Tutte le osservazioni sono reperibili sul sito di codesta associazione;
- in particolare, TEGoVA supportata direttamente da molte delle associazioni nazionali, fra cui IsIVI, ha partecipato alla pubblica consultazione sul Green Paper tenutasi il 7 dicembre 2005 a Bruxelles;
- l'importanza dell'applicazione di uno Standard Europeo di Valutazione e del riconoscimento della figura del valutatore qualificato è riconosciuta nel documento "*Feedback on the Consultation on the Green Paper on Mortgage Credit*"<sup>1</sup> che raccoglie le osservazioni al sopra menzionato "*Green Paper*". Al tema viene dedicato un'intera sezione e TEGoVA viene indicata come il soggetto di riferimento Europeo sempre in armonia con gli Standard Internazionali dell'IVSC;
- in data 6 ottobre l'IsIVI ha fatto Voi pervenire un'osservazione concernente la bozza del regolamento allora in pubblica consultazione e riguardante le obbligazioni bancarie garantite, sottolineando l'illogicità della modifica rispetto ad una bozza precedente ove la figura dell' *Asset Monitor* poteva essere scelto anche fra "*una società di consulenza ovvero di servicing avente la capacità necessaria*" e non solo fra una società di revisione come dall'ultimo testo del Vostro provvedimento del 15 maggio 2007 n. 501981.
- l'IsIVI insieme all'International Real Estate Federation (FIABCI) ed alla Borsa Immobiliare di Milano – OSMI ha promosso un convegno, tenutosi a Milano l'8 giugno 2006 dal titolo: "*Mortgage Backed Securities (MBS): caratteristiche, aspetti tecnici, legali e ruolo del valutatore*" (si veda l'allegato all'email/lettera di accompagnamento). A tale incontro, hanno partecipato operatori bancari, agenzie di rating e advisors immobiliari.
- L'IsIVI insieme all'International Real Estate Federation (FIABCI) ed ad altre associazioni, fra cui l'americana Appraisal Institute e gli inglesi RICS, stanno organizzando un convegno presso l'Unione del Commercio di Milano in data 7-8 settembre 2007 sul tema, fra l'altro, delle obbligazioni bancarie garantite, sui mortgage backed securities e sui mortgage insurance (si veda il programma sul sito [www.isivi.it](http://www.isivi.it)).
- nel decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 14 dicembre 2006 n. 310 attuativo dell'art. 7-bis della legge del 30 aprile 1999 n. 130 si individuano all'articolo 2 i crediti cedibili, fra l'altro, come segue: "*a) crediti ipotecari residenziali, ove l'importo del credito in essere sommato al capitale residuo di eventuali precedenti finanziamenti ipotecari sull'immobile, non ecceda l'80 per cento del valore dell'immobile; b) crediti ipotecari*

---

<sup>1</sup> Reperibile sul sito della Comunità Europea: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances-retail/home-loans/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances-retail/home-loans/index_en.htm)

*commerciali, ove l'importo del credito in essere sommato al capitale residuo di eventuali precedenti finanziamenti ipotecari sull'immobile, non ecceda il'60 per cento del valore dell'immobile";*

- *in una bozza circolata informalmente precedente al sopra menzionato provvedimento della Banca d'Italia del 15 maggio 2007 n. 501981 si prevedeva al paragrafo 6 intitolato "Controlli", fra l'altro: "i controlli sulla regolarità dell'operazione e sull'integrità della garanzia in favore degli investitori sono svolti anche da un soggetto esterno ("asset monitor") incaricato dalla banca emittente. L'asset monitor deve essere una società di revisione ovvero una società di consulenza o di servicing, avente la professionalità necessaria in relazione ai compiti e indipendente rispetto alla banca che conferisce l'incarico e agli altri soggetti partecipanti all'operazione";*
- *l'EVS definisce con particolare prudenza il valore di mercato della garanzia ipotecaria che deve essere preso in considerazione nel caso di finanziamenti fondiari ed, in particolare, lo Standard 4.97 così si esprime nella traduzione Italiana: "il Valore per Crediti Ipotecari significa che il valore del bene è determinato sulla base di una prudente valutazione della futura commercializzazione del bene tenendo conto delle prospettive a medio lungo termine, delle condizioni del bene, del mercato locale, dell'uso attuale e di un uso potenziale alternativo. Elementi speculativi non devono essere presi in considerazione nel determinare il Valore per Crediti Ipotecari. Il Valore per Crediti Ipotecari deve essere documentato in modo trasparente e ripercorribile. Per una completa analisi del Valore per Crediti Ipotecari si faccia riferimento allo Standard 6 ed, in particolare, ai paragrafi S6.04-S6.12";*
- *il documento redatto dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria dal titolo "Convergenze internazionali della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo Schema di regolamentazione", anche comunemente chiamato anche "Accordo di Basilea", prevede, fra l'altro, al paragrafo 509 quanto segue:*

*"• Valore oggettivo di mercato del bene costituito in garanzia: il bene costituito in garanzia deve essere valutato in misura pari o inferiore al valore equo ("fair value") corrente al quale esso potrebbe essere ceduto alla data di valutazione sulla base di accordi privatistici fra un venditore e un compratore consenzienti e indipendenti.*

*• Rivalutazione frequente: la banca è tenuta a rivedere periodicamente e con frequenza almeno annuale il valore della garanzia. È raccomandata una verifica più frequente nel caso in cui le condizioni di mercato siano soggette a variazioni significative. È possibile usare metodi di valutazione statistici (ad esempio, con riferimento a indici dei prezzi delle abitazioni, indagini campionarie) per aggiornare le stime o individuare le garanzie che possono aver subito un deprezzamento e richiederne la rivalutazione. I beni devono essere stimati da un esperto se i dati indicano che il valore della garanzia può essere diminuito in misura rilevante in relazione ai prezzi generali di mercato o se si verifica un evento creditizio, come ad esempio un'inadempienza";*

- *la circolare 263 del 27 dicembre 2006 della Banca di Italia riguardante le "le nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" alla luce dell'Accordo di Basilea II ed, in particolare, nel Titolo II, Capitolo 1, Sezione IV intitolato "esposizioni garantite da immobili" prevede al paragrafo 1 "regole generali":*

*"Sono inserite nel portafoglio "esposizioni garantite da immobili" le esposizioni garantite da un'ipoteca su un immobile o connesse a contratti di leasing immobiliare, secondo le modalità indicate in questa sezione, purché siano*

soddisfatte, oltre a quelle previste dai paragrafi 2, 3, 4, 5, le seguenti condizioni:

a) il valore dell'immobile non dipende in misura rilevante dal merito di credito del debitore (Nota<sup>2</sup>);

b) l'immobile sia stimato da un perito indipendente (nota<sup>3</sup>) ad un valore non superiore al valore di mercato (nota<sup>4</sup>) (nota<sup>5</sup>);

c) la garanzia è opponibile in tutte le giurisdizioni pertinenti e può essere escussa in tempi ragionevoli.

d) vi è un'adeguata sorveglianza sul bene immobile. A tal fine: i) il valore dell'immobile deve essere verificato almeno una volta ogni tre anni per gli immobili residenziali e una volta l'anno per gli immobili non residenziali, ovvero più frequentemente nel caso in cui le condizioni di mercato siano soggette a variazioni significative. E' possibile anche utilizzare metodi statistici per sorvegliare il valore degli immobili e individuare quelli che necessitano di una verifica; ii) qualora le verifiche di cui al punto i) indichino una diminuzione rilevante del valore dell'immobile, viene svolta una stima da parte di un perito indipendente, basata su un valore non superiore a quello di mercato; la valutazione del valore dell'immobile deve essere comunque rivista da parte di un perito indipendente almeno ogni tre anni per esposizioni di importo superiore a 3 milioni di euro o al 5 per cento del patrimonio di vigilanza della banca (nota<sup>6</sup>);

e) le tipologie di immobili accettati in garanzia e le connesse politiche creditizie devono essere chiaramente documentate;

f) il bene oggetto della garanzia è adeguatamente assicurato contro il rischio di danni.

La parte di un'esposizione garantita da ipoteca su immobili residenziali (o relativa a operazioni di leasing su immobili residenziali) che eccede i limiti regolamentari di loan-to-value previsti dalla presente sezione è classificata in un altro portafoglio in conformità dei criteri stabiliti dal presente capitolo.

Qualora l'esposizione sia assistita da una garanzia reale su un immobile situato in altro Stato membro dell'Unione Europea e, per i finanziamenti assistiti da garanzia su un immobile residenziale, in un altro Stato del G-10, la medesima è classificata nel portafoglio "esposizioni garantite da immobili" se l'Autorità di vigilanza del Paese in cui è situato l'immobile considera tale garanzia idonea per

---

<sup>2</sup> "Questo requisito non esclude le situazioni in cui fattori puramente macroeconomici influenzino sia il valore dell'immobile che la regolarità dell'adempimento del debitore".

<sup>3</sup> "Per perito indipendente si intende una persona che possieda le necessarie qualifiche, capacità ed esperienza per effettuare una valutazione, che non abbia preso parte al processo di decisione del credito né sia coinvolto nel monitoraggio del medesimo".

<sup>4</sup> "Per valore di mercato si intende l'importo stimato al quale l'immobile verrebbe venduto alla data della valutazione in un'operazione svolta tra un venditore e un acquirente consenzienti alle normali condizioni di mercato dopo un'adeguata promozione commerciale, nell'ambito della quale entrambe le parti hanno agito con cognizione di causa, con prudenza e senza costrizioni. Il valore di mercato è documentato in modo chiaro e trasparente".

<sup>5</sup> "La valutazione può essere effettuata a un valore non superiore al "valore del credito ipotecario" (come definito dall'allegato VIII, Parte III, punto 64, della direttiva 2006/48/CE), qualora l'immobile sia ubicato in uno Stato membro dell'Unione Europea che consente tale valutazione". Ndr ai sensi di tale direttiva: "per «valore del credito ipotecario» si intende il valore dell'immobile quale determinato in base ad un prudente apprezzamento della futura negoziabilità dell'immobile stesso, tenuto conto degli aspetti durevoli a lungo termine dell'immobile, delle condizioni normali e locali del mercato, dell'uso corrente dell'immobile e dei suoi appropriati usi alternativi. Nella stima del valore del credito ipotecario non possono intervenire considerazioni di carattere speculativo. Il valore del credito ipotecario è documentato in modo chiaro e trasparente". Di fatto letterale trasposizione dello Standard 4.97 dell'EVS sopra riprodotto.

<sup>6</sup> "La prima valutazione peritale dovrà essere effettuata alla data di entrata in vigore della presente normativa per tutte le operazioni in essere da più di 3 anni".

*la riconduzione al portafoglio omologo.”.*

- la crisi internazionali derivata dal default negli Stati Uniti di portafogli di mutui ipotecari residenziali cartolarizzati ci spinge a ritornare sull'argomento in parte già a Voi esposto in data 6 ottobre 2006.

Tutto ciò premesso, si osserva quanto segue:

### **1. Il ruolo del valutatore immobiliare e le obbligazioni bancarie garantite: *Asset Monitor***

Il provvedimento della Banca d'Italia del 15 maggio 2007 n. 501981 concernente la "disciplina delle obbligazioni bancarie garantite", già oggetto della precedente osservazione richiamata in premessa, prevede che l'"*Asset Monitor*" debba essere necessariamente una società di revisione<sup>7</sup>. Nella prima versione di tale provvedimento, così come della bozza del rispettivo decreto ministeriale, l'*Asset Monitor* poteva essere scelto anche fra "una società di consulenza ovvero di servicing avente la capacità necessaria".

La scelta effettuata dalla Banca d'Italia e dal Ministero delle Finanze è a nostro avviso illogica e disorganica rispetto al contesto normativo relativo alla valutazione delle garanzie immobiliari sopra richiamato.

Ciò per almeno due ordini di ragione: (i) si assume che la società di revisione sia competente nell'ambito dell'estimo immobiliare, quando non vi è alcun supporto normativo perché una società di revisione di per sé debba necessariamente conoscere le basi dell'estimo immobiliare; e (ii) nulla è detto circa i criteri di stima ed, in particolare, della definizione di "Valore del Credito Ipotecario" (si veda nota 5) né sul così detto "rating immobiliare" della garanzia sottostante (da non confondersi con il rating dello strumento finanziario).

A livello internazionale sono le società e/o professionisti definiti valutatori immobiliari che hanno tali competenze. La prima versione del progetto sia del decreto ministeriale sia regolamento della Banca d'Italia era ben conscia di tale distinzione.

Quanto successo in questi giorni dovrebbe portare consiglio. Una valutazione chiara, trasparente e ripercorribile fatta da un valutatore indipendente, certificato e debitamente assicurato, secondo un principio di prudenza e sostenibilità come richiesto dalla definizione di "Valore del Credito Ipotecario", è la base di ogni struttura finanziaria "*mortgage backed*".

L'*Asset Monitor* è una figura fondamentale nell'ambito delle obbligazioni bancarie garantite. Che competenze ha una società di revisione nell'ambito immobiliare e più specificatamente in quello estimativo immobiliare?

La sensazione è che sia un tema che non si voglia affrontare. Nell'ambito degli CMBS e RMBS, tale mancanza di attenzione (direi di cultura immobiliare) comporta delle conseguenze difficilmente rimediabili ex post.

Ci si accorge dell'inconsistenza dell'immobile concesso in garanzia solo quando è troppo tardi per rimediare. A prescindere dai risvolti sociale (non secondari) legati all'esecuzione forzata

---

<sup>7</sup> Si legga il paragrafo 5 della Sezione II su "Responsabilità e Controlli" di detto provvedimento: "I controlli sulla regolarità dell'operazione e sull'integrità della garanzia in favore degli investitori sono effettuati, altresì, da un soggetto esterno ("asset monitor") incaricato dalla banca emittente; l'asset monitor deve essere una società di revisione avente la professionalità necessaria in relazione ai compiti affidati e indipendente rispetto alla banca che conferisce l'incarico e agli altri soggetti partecipanti all'operazione."

della garanzia, qualora il "Valore del Credito Ipotecario" sia correttamente formulato, la porzione di debito scoperta (o eventualmente coperta da garanzie diverse, quali per esempio il *mortgage insurance*) è residuale.

Si osserva che la Banca di Italia, qualora non ritorni sui propri passi, è opportuno che determini con precisione gli elementi che tale società di revisione dovrà comprovare al fine di dimostrare (i) "la professionalità necessaria in relazione ai compiti affidati"; (ii) l'indipendenza "rispetto alla banca che conferisce l'incarico e agli altri soggetti partecipanti all'operazione"; (iii) di avere l'assicurazione obbligatoria richiesta dalla normativa Europea per i valutatori; (iv) l'applicazione di criteri di valutazione coerenti con il "Valore del Credito Ipotecario"; (v) la necessaria determinazione del rating immobiliare non solo del valore delle garanzie; e (vi) il rispetto degli standard internazionali di valutazione ed, in particolare, di quelli Europei (EVS).

Il mercato dei "Mortgage Backed Securities" è sicuramente affine per finalità e struttura a quello dei "Covered Bond". Ebbene proprio il mercato dei "Mortgage Backed Securities", nelle poche operazioni svolte in Italia, ha evidenziato il ruolo essenziale del valutatore immobiliare. Si prenda l'esempio di "Patrimonio 1", il ruolo dell'*advisor* immobiliare è stato essenziale.

Inoltre, la stessa normativa Europea riguardante l'armonizzazione della normativa ipotecaria (si veda il sopra menzionato *Green Paper* e quanto ne è seguito) individua nel valutatore immobiliare un ruolo chiave. Allo stesso modo la normativa derivante dagli accordi di Basilea e dalle direttive Europee in tema di coefficienti di solvibilità impongono la presenza di un valutatore immobiliare.

Alla luce di quanto sopra, si chiede di reintrodurre la possibilità che l'*Asset Monitor* possa essere "una società di consulenza o di servicing, avente la professionalità necessaria in relazione ai compiti e indipendente rispetto alla banca che conferisce l'incarico e agli altri soggetti partecipanti all'operazione" ed, in particolare, un valutatore immobiliare e/o una società di valutazioni immobiliari.

## 2. "Mortgage Backed Securities"

La disciplina degli MBS è ancora maggiormente deficitaria da un punto di vista normativo rispetto a quello delle obbligazioni bancarie garantite che sono per definizione meno rischiose, essendo emesse direttamente non da un *special purpose vehicle*, bensì da una banca con consistenti requisiti patrimoniali.

Si possono ripetere le considerazioni sopra proposte, soffermandoci su un elemento sopra accennato, ma di fondamentale importanza: il rating immobiliare.

A parità di valore (ivi incluso di "Valore del Credito Ipotecario"), un immobile può avere un rischio maggiore o minore a seconda di una serie di fattori caratterizzanti.

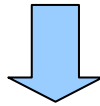
Il "rating immobiliare" può essere definito come un giudizio sintetico circa il rischio sotteso ad un singolo bene immobiliare, un portafoglio o ad un progetto immobiliare sulla base di giudizi di merito a medio termine sulla qualità del bene ed, in particolare, del suo mercato di riferimento, della sua localizzazione, delle caratteristiche dell'immobile e dei flussi di cassa relativi.

Crediamo importante imporre a livello regolamentare non solo un'adeguata valutazione del valore dell'immobile, bensì del suo rischio. Per esempio, un edificio ben costruito e ben locato, ma situato in mezzo al deserto, ha generalmente un rischio maggiore, a parità di valore, rispetto ad un immobile storico nel centro di Roma.

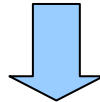
### 3. Standard Europeo di Valutazione (EVS), rapporto con gli standard nazionali e quelli internazionali: Guidance 14 dell'EVS

Come ricordato nella osservazione del 6 ottobre 2006, gli European Valuation Standard, redatti da TEGoVA, rappresentano lo standard di riferimento per le valutazioni immobiliari nell'ambito della Comunità Europea. Ad ogni sistema normativa indipendente corrisponde uno standard di riferimento. Ne consegue che esistono in modo espressamente collegato ed omogeneo fra loro (i) uno standard internazionale (IVS), redatto dall'IVSC, che fa riferimento diretto al diritto internazionale e a quello che è chiamato "ius gentium" o prassi commerciale internazionale; (ii) uno standard di riferimento ultranazionale ove esiste un sistema giuridico di riferimento (per es. Stati Uniti d'America e Comunità Europea) come l'USPAP e l'EVS e, infine, (iii) eventualmente uno standard o linee guida nazionali che affrontano le specificità della normativa statale di riferimento in base al principio di sussidiarietà.

International Valuation Standard - IVS  
redatto dall'IVSC  
fanno riferimento al diritto internazionale



European Valuation Standard - EVS  
redatto da TEGoVA  
fanno riferimento al diritto della Comunità  
Europea  
(tradotto anche in Italiano)



Associazioni nazionali,  
principio di sussidiarietà

Sarebbe importante che la Banca d'Italia prendesse in considerazione gli sviluppi degli standards di valutazione usati in Italia, affinché questi riflettano, in armonia con gli standards esistenti e sovraordinati, non solo la migliore prassi internazionale, ma anche le peculiarità della normativa italiana.

Inoltre, è importante che la Banca d'Italia riconosca ed individui la figura del Valutatore Qualificato e di quello Certificato come anche richiesto dagli operatori nell'ambito della pubblica consultazione relativa al *Green Paper*. A tale riferimento, la TEGoVA, a livello comunitario, è intenzionata a presentare una piattaforma comune per il riconoscimento del valutatore qualificato ai sensi della Direttiva CE n. 36/2005.

Si noti che la Guidance 14 dell'EVS tratta specificatamente dei "Mortgage Backed Securities" e, per analogia, dei "Covered Bond".

Alla luce di quanto sopra, si osserva una assoluta mancanza nel regolamento oggetto della presente consultazione di ogni riferimento alla "*best practice*" internazionale estimativa ed, in particolare, all'EVS e all'IVS.

\* \* \*

Rimanendo a Vostra disposizione per ogni chiarimento, si porgono cordiali saluti.

Dott. Ing. Enrico Campagnoli

Presidente Is.I.V.I.