



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)

C O N S O B

Divisione Intermediari

Ufficio Vigilanza SGR e OICR

Via della Posta n. 8/10

20123 Milano

Milano, 17 novembre 2004

Gentili Signori,

**osservazione al "documento di II° consultazione"**

In data 25 ottobre 2004 la CONSOB ha pubblicato il "documento di II° consultazione" riguardante le modifiche dirette ad adeguare le disposizioni del Regolamento CONSOB 14 maggio 1999 n. 11971 (cd. Regolamento Emittenti) ed i relativi Allegati. In merito a tale documento, l'Is.I.V.I. intende fornire il proprio contributo d'esperienza per mezzo dell'osservazione qui allegata.

Con ossequi.

Ing. Enrico Campagnoli

Presidente Is.I.V.I.

\* \* \*

Premesso che:

- l'art. 27 - *bis* (Obblighi informativi) della bozza del Regolamento Emittenti, come riformulato e contenuto del documento di II° consultazione, così dispone: *"gli offerenti quote di fondi chiusi immobiliari, previa comunicazione alla Consob, mettono tempestivamente a disposizione del pubblico, anche per estratto, presso la propria sede, il proprio sito internet e la sede della banca depositaria, ivi comprese le filiali situate nei capoluoghi di regione:*
  - a) le relazioni di stima dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari conferiti al fondo e dei beni acquistati o venduti da/a soci della società di gestione del risparmio, da soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o dalle società facenti parte del gruppo rilevante cui essa appartiene;*
  - b) gli atti di conferimento dei beni, e le informazioni concernenti i soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e il relativo gruppo di appartenenza;*
  - c) le informazioni sui prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato delle quote del fondo;*
  - d) le informazioni sul gruppo di appartenenza dell'intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei beni conferiti rispetto alla politica di gestione in relazione all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo;*
  - e) le deliberazioni assunte dall'assemblea dei partecipanti al fondo nelle materie di competenza.*

*Ogni informazione, atto o documento inerente alle operazioni di acquisto ovvero cessione di beni effettuate con soggetti diversi da quelli indicati nel comma 1, nonché ogni informazione sui soggetti cedenti o acquirenti e sui relativi gruppi di appartenenza, sono diffuse in occasione della pubblicazione del rendiconto contabile del fondo.*

*Gli offerenti quote di fondi chiusi mobiliari osservano l'obbligo di cui al comma 1, lettera e) e diffondono, secondo le forme previste dal regolamento di gestione, le informazioni sui prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato";*
- la CONSOB ha richiamato, nell'ambito della II° consultazione, parte dell'osservazione formulata dall'Is.I.V.I. nell'ambito della I° consultazione ed, in particolare: *"è stato anche segnalato che "le relazioni di stima dei beni immobili – che in conformità con l'art. 3, comma 5-bis del DM 228/99 debbono essere rese disponibili al pubblico – debbono essere messe a disposizione non solo per estratto, ma anche per intero, a pena di una grave difficoltà per*

*l'investitore di poter formulare, anche attraverso un proprio tecnico, un fondato giudizio sull'investimento".* E che tale obbligo, peraltro, discenderebbe dall'art. 5.1 della Direttiva 2003/71/CE (cd. Direttiva Prospetto) e dall'art. 23 del Regolamento della Commissione europea n. 809/2004, interpretati alla luce dell'apposita raccomandazione CESR/04-225b (n. 145), secondo cui, con riferimento all'informativa relativa alle cd. *property companies*, è opportuno che, in presenza di più di 60 proprietà, la stima sia data anche per estratto ("*in suitably condensed format*"), fermo l'obbligo di pubblicare in *internet* il testo integrale della relazione ("*but the full report must be available as a document on display*");

- la CONSOB i merito all'osservazione svolta dall'Is.I.V.I. in occasione della I° consultazione ha espresso le seguenti proprie valutazioni: "l'ultima osservazione ricevuta non può essere accolta, perché – pur senza soffermarsi sullo stato dell'adattamento dell'ordinamento italiano alla cd. Direttiva Prospetto - la *rule* n. 145 della richiamata raccomandazione CESR, da un lato, si riferisce direttamente alle sole società immobiliari (*property companies*), dall'altro lato suggerisce, per l'informativa relativa alle società immobiliari con più di 60 proprietà (e solo per queste), di inserire nel testo del prospetto un estratto della stima di tali beni immobili, fermo restando l'obbligo di rendere disponibile la versione integrale della relazione a chiunque lo richieda ("*but the full report must be available as a document on display*"), e non – come erroneamente sostenuto - di pubblicare in *internet* il testo integrale della medesima. Tuttavia, è da ritenere importante garantire ai partecipanti che ne facciano richiesta la consegna non tanto di tutte le relazioni di stima indistintamente, ma quanto di quelle relative ad operazioni compiute ai sensi dell'art. 12-bis, comma 4, d.m. n. 228/1999 (operazioni cd. "in conflitto di interesse"). È per tali operazioni, infatti, che è ora prevista negli schemi 11 e 12 che le relative relazioni di stima siano a disposizione dei partecipanti nella versione integrale presso la sede della SGR e presso la sede e le filiali della banca depositaria. Tale previsione risponde all'esigenza di accrescere la tutela informativa dei partecipanti su aspetti particolarmente importanti della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio".
- l'art. 3, comma 5 bis, del D.M. del 24 maggio 1999 n. 228, come successivamente modificato, prevede che: "*il regolamento dei fondi di cui all'articolo 12-bis prevede, in conformità ai principi stabiliti dalla Consob in materia di pubblicità per operazioni di sollecitazione all'investimento, le forme di pubblicità, anche per estratto:*
  - a) *delle relazioni di stima;*
  - b) *degli atti di conferimento, acquisto ovvero cessione di beni, dei soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e del relativo gruppo di appartenenza;*

*c) dei prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso previsti dall'articolo 12-bis, comma 8;*

*d) del gruppo di appartenenza dell'intermediario finanziario di cui all'articolo 12-bis, comma 3, lettera b)";*

- *l'art. 12 bis (fondi immobiliari), comma 5 bis, del D.M. del 24 maggio 1999 n. 228, come successivamente modificato, prevede che: "1. I fondi immobiliari sono istituiti in forma chiusa. 2. Il patrimonio dei fondi immobiliari, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, anche con riferimento a quanto disposto dall'articolo 6, comma 1, lettere a) e c), numeri 1 e 5, del Testo unico, è investito nei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo. Detta percentuale è ridotta al 51 per cento qualora il patrimonio del fondo sia altresì investito in misura non inferiore al 20 per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare. I limiti di investimento indicati nel presente comma devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività. 3. La sottoscrizione delle quote del fondo immobiliare o delle quote di un comparto del fondo stesso può essere effettuata, ove il regolamento del fondo lo preveda, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo, mediante conferimento dei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera d). Il fondo immobiliare nel caso di conferimenti deve:*

*a) acquisire, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, un'apposita relazione di stima elaborata, in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti di cui all'articolo 17, comma 10, del presente regolamento. Il valore attestato dalla relazione di stima non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento;*

*b) acquisire la valutazione di un intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione in relazione all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo. Detta valutazione può essere predisposta dal soggetto incaricato della stima di cui alla lettera a) del presente comma nel caso in cui questi possenga i necessari requisiti professionali.*

*4. Il divieto di cui all'articolo 12, comma 3, del presente regolamento non trova applicazione, nei confronti dei soci della società di gestione dei fondi immobiliari o delle società facenti parte del gruppo rilevante cui essa appartiene. Tali operazioni possono essere eseguite subordinatamente alle seguenti cautele:*

a) il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione non può superare il 40 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 60 per cento del valore del fondo;

b) dopo la prima emissione di quote, il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento e in ogni caso il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 10 per cento del valore complessivo del fondo su base annua;

c) i beni acquistati o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti aventi i requisiti previsti dall'articolo 17 del presente regolamento;

d) le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento. Il regolamento del fondo disciplina le modalità con le quali i soggetti che effettuano i conferimenti si impegnano al rispetto dell'obbligo;

e) l'intermediario finanziario di cui al comma 3, lettera b), non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente;

f) la delibera dell'organo di amministrazione della SGR deve illustrare l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione e va assunta su conforme parere favorevole dell'organo di controllo.

5. Le cautele di cui al comma 4, lettere a), b) e c) non si applicano ai fondi costituiti ai sensi degli articoli 15 e 16 del presente regolamento.

6. Le cautele di cui al comma 4, lettere a) e b) non si applicano ai fondi le cui quote siano uguali o superiori a 250.000 euro.

7. I fondi immobiliari possono assumere prestiti sino ad un valore del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento degli altri beni. Detti prestiti possono essere assunti anche al fine di

*effettuare operazioni di valorizzazione dei beni in cui è investito il fondo per tali operazioni intendendosi anche il mutamento della destinazione d'uso ed il frazionamento dell'immobile.*

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

- *in attuazione dell'art. Art. 6, comma 1, lett. c), numeri 4) e 5) del T.U. il Capitolo III, sezione II, del Provvedimento Banca d'Italia del 20 settembre 1999 regola propria i criteri e modalità di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio del fondo, prevede: “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 controllate dal fondo, la SGR deve avvalersi di esperti indipendenti aventi i requisiti stabiliti dal decreto del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica del 24 maggio 1999. Gli esperti provvedono, entro 30 giorni dalla data di riferimento della valutazione del patrimonio del fondo, a presentare alla SGR una relazione di stima del valore dei suddetti cespiti nella quale vanno indicati la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili facenti parte del patrimonio del fondo nonché di quelli posseduti dalle società immobiliari controllate dal fondo. Nell'indicazione della redditività gli esperti devono tenere conto di eventuali elementi straordinari che la determinano, dei soggetti che conducono le unità immobiliari, delle eventuali garanzie per i redditi immobiliari del loro tipo e della loro durata, nonché dei soggetti che le hanno rilasciate. Per gli immobili non produttivi di reddito, gli esperti devono indicare la redditività ordinariamente desumibile da quella di immobili simili per caratteristiche e destinazione. La SGR, qualora intenda discostarsi dalle stime effettuate dagli esperti, ne comunica le ragioni agli esperti stessi nonché alla Banca d'Italia, allegando copia della relazione da essi redatta. La SGR deve inoltre richiedere agli esperti indipendenti un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobile che intende vendere nella gestione del fondo. Il giudizio di congruità dovrà essere corredato da una relazione analitica contenente i criteri seguiti e la loro rispondenza a quelli previsti dalle presenti disposizioni”;*
- *la CONSOB afferma che: “può essere accolta anche la richiesta di introdurre un nuovo comma 2, al fine di differenziare le modalità di pubblicità degli atti di acquisto o cessione di beni, a seconda che tali atti siano o non siano compiuti con controparti cd. “in conflitto di interessi”, ai sensi dell’art. 12-bis, comma 4, d.m. n. 228/1999. In tale ultimo caso, infatti, le esigenze di tutela informativa dei partecipanti possono essere adeguatamente soddisfatte rendendo note informazioni, atti e documenti relativi alle suddette operazioni “non conflittuali”, con la pubblicazione dei documenti contabili del fondo. Tale soluzione è conforme ad una lettura dell’art. 3, comma 5-bis, d.m. n. 228/1999, per così dire,*

"illuminata" dalla disposizione primaria di riferimento. Infatti, l'art. 37, comma 2, lett. b), TUF richiede di individuare apposite "cautele da osservare nel caso di cessioni o conferimenti di beni al fondo chiuso - soltanto nel caso in cui siano - effettuati dai soci della società di gestione o dalle società facenti parte del gruppo cui essa appartiene", ossia "in conflitto di interesse" ai sensi dell'art. 12-bis, comma 4, del medesimo decreto ministeriale[ndr sottolineatura a cura della scrivente]";

- l'Is.I.V.I ha partecipato, formulando proprie osservazioni (scaricabili dal sito [www.cesr.org](http://www.cesr.org)), alla pubblica consultazione indetta dal Committee of European Securities Regulators ("CERS") relativa al Regolamento della Commissione Europea n. 809/2004 che implementa la Direttiva Directive 2003/71/EC concernente i prospetti informativi.

Tutto ciò premesso, l'Is.I.V.I osserva quanto segue:

#### **1. Necessità di relazione di stima in ogni caso di sollecitazione di quote di fondi chiusi immobiliari.**

Il Regolamento Emittenti così redatto si discosta dalle linee guida formulate a livello Europeo dal CESR in ottemperanza alle disposizioni del Regolamento della Commissione Europea n. 809/2004 e, cosa ancor più grave, fa proprio un'interpretazione blanda dell'art. 3, comma 5-bis, del D.M. n. 228/1999 (interpretazione definita "illuminata" dalla CONSOB), limitando l'obbligo della relazione di stima ai soli casi di conflitto d'interesse.

L'art. 37, comma 2, lett. b) TUF impone l'obbligo di particolari cautele nel caso di cessioni o conferimenti di beni al fondo chiuso effettuati dai soci della SGR o dalle società facenti parti del gruppo a cui essa appartiene; tale articolo non può essere letto come un limite negativo alla richiesta di una relazione di stima anche nel caso di operazioni non in conflitto d'interesse (tanto è vero che il comma 2 inizia con l'avverbio "inoltre"). Le cautele imposte dal comma 2 dell'art. 37 TUF si aggiungano a quelle derivanti dall'implementazione del comma 1 del medesimo articolo, non escludono queste ultime. L'art. 12 bis, comma 4, del D.M. n. 228/1999, che fa riferimento alle operazioni in conflitto d'interesse, impone un ben più ampia numero di limitazioni rispetto alla semplice pubblicazione della relazione di stima che l'art. 3, comma 5-bis, del D.M. n. 228/1999 impone con riferimento a tutto l'art. 12 bis, non limitatamente al comma 4 dello stesso come sostiene l'interpretazione della CONSOB.

La chiarezza della lettera della disposizione contenuta nell'art. 3, comma 5-bis, del D.M. n. 228/1999, non offre spazi interpretativi. La lettura offerta dalla CONSOB di tale norma è tale da abrogarla di fatto (almeno per quanto riguarda le relazioni di stima); infatti, così facendo la CONSOB non dà alcuna rilevanza all'art. 3, comma 5-bis, del D.M. n. 228/1999,

concentrando tutta la propria attenzione su un caso molto particolare, quanto raro, le operazioni in conflitto d'interesse regolate appositamente ed indipendentemente dall'art. 12 bis, comma 4, del D.M. n. 228/1999.

Rimanendo su un piano strettamente legale, è lo stesso TUF (art. 6, comma 1, punto 5)) ad esigere un valutazione dei beni non negoziati in mercati regolamentati, come i beni immobili (non solo nel caso di conferimenti, ma anche nel caso d'acquisto o cessione di beni immobili).

Rinvviare l'obbligo della valutazione ad una fase successiva a quella della sollecitazione (in particolare, con riferimento ai fondi immobiliari ad apporto, anche se non in conflitto d'interesse) priva l'investitore di un elemento informativo fondamentale per una scelta ponderata d'investimento.

Si prenda ad esempio sia il caso di (i) un fondo ad apporto non in conflitto d'interesse (come è solito essere nella prassi commerciale) sia il caso di (ii) un fondo non ad apporto e non in conflitto d'interesse; in entrambe le ipotesi, il potenziale sottoscrittore del fondo non può conoscere il valore dei beni immobili apportati se non tramite i dati e i criteri (chiari e ripercorribili) di una stima redatta da esperti indipendenti (terzi non influenzabili).

L'art. 12 bis, comma 3, del D.M. n. 228/1999 (che disciplina i fondi ad apporto non in conflitto d'interesse) richiamato anch'esso dall'art. 3, comma 5-bis, del D.M. n. 228/1999 impone, senza dubbio, una relazione di stima che per contenuto e chiarezza non deve differire da quella richiesta anche dal successivo comma 4 del medesimo articolo.

## **2. Mancanza del contenuto minimo della relazione di stima e maggiore completezza della descrizione degli immobili (Schema 12).**

L'Is.I.V.I. ha cercato, specialmente in occasione della I° pubblica consultazione concernente il Regolamento Emittenti, di concentrare i propri sforzi sul contenuto della relazione di stima (completezza, chiarezza e ripercorribilità dei procedimenti logici/matematici applicati) e sull'importanza sia della professionalità sia dell'indipendenza del valutatore incaricato di redigere tale stima. Le argomentazioni e le considerazioni a suo tempo svolte, vengono qui richiamate nel loro complesso.

In particolare, si ripetono di seguito (con carattere sottolineato) le modifiche che l'Is.I.V.I. ritiene opportune nell'ambito della maggiore completezza della descrizione degli immobili ai sensi dell'Allegato 12 – parte II – par. B) – punto 4.

Allegato 12 – parte II – par. B) – punto 4 - *“Fornire una descrizione del patrimonio immobiliare che almeno comprenda, relativamente ai singoli cespiti immobiliari e diritti reali immobiliari detenuti direttamente dal fondo o per il tramite di società immobiliari controllate: a) la data di costruzione; b) le caratteristiche tipologiche dell'immobile e la tipologia del diritto reale e la loro conformità alle vigenti norme tecniche; c) lo stato giuridico ed urbanistico ed eventuali vincoli ed eventuali liti in essere od incipienti; d) l'ubicazione; e) la superficie o, se più significativa, la volumetria; comunque deve essere indicata la consistenza ed esplicitati i criteri di calcolo; f) la destinazione d'uso degli immobili; g) i costi di manutenzione e ristrutturazione sostenuti negli ultimi tre anni; h) lo stato di conservazione del bene e una valutazione dell'ammontare delle spese straordinarie da sostenersi nei prossimi tre anni; (i) lo stato assicurativo dell'immobile; e relativamente alle partecipazioni in società immobiliari: a) la denominazione e la sede sociale della società partecipata; b) il settore di attività; c) la frazione di capitale detenuta; d) il capitale sottoscritto; e) l'assetto proprietario; f) le riserve; g) risultati economici dell'ultimo esercizio provenienti dalle attività ordinarie, dopo la tassazione; h) il valore al quale l'emittente contabilizza le azioni o le quote detenute; i) l'importo ancora da liberare su dette azioni o quote; j) l'ammontare dei dividendi percepiti nell'ultimo esercizio sulle azioni o quote detenute; k) il valore contabile degli immobili; l) l'importo delle disponibilità/indebitamento finanziario netto; relativamente agli strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare: a) la denominazione e la sede sociale del soggetto emittente lo strumento finanziario; b) il capitale sociale; c) l'assetto proprietario; d) risultati economici dell'ultimo esercizio; e) rating dello strumento finanziario, ove esistente; f) caratteristiche essenziali dei beni/diritti cartolarizzati e del soggetto cedente.*

*Indicare, per ciascuno dei beni descritti, il relativo valore di acquisto/conferimento e il relativo costo storico.*

*Per quanto attiene agli immobili in locazione fornire informazioni idonee a consentire una valutazione della relativa redditività, anche su base storica per i precedenti tre anni, con particolare riguardo a: a) tasso di occupazione degli immobili; b) importo dei canoni su base annuale; c) variazioni dei canoni di locazione previste contrattualmente; d) qualità dei soggetti locatari; e) tipologie e scadenze dei contratti di locazione. Fornire altresì ogni altro eventuale elemento atto per una previsione della redditività dell'immobile per i successivi tre anni, con particolare riferimento a recessi dalla locazione, liti, spese straordinarie, adeguamenti previsti dalla legge per gli impianti, nonché una valutazione del canone di locazione, degli eventuali costi connessi, nonché del rischio di non riuscire più a locare in caso di recesso del locatore”.*

Si nota che la nuova proposta di regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia, al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, V.4.11 punto 3 “Esperti indipendenti”, prevede che *“per gli immobili non produttivi di reddito, gli esperti valutatori indicano la*

*redditività ordinariamente desumibile da quella di immobili simili per caratteristiche e destinazione”.*

L'importanza dell'applicazione di criteri di valutazione armonizzati a livello Europeo (come l'EVS2003) è sottolineata dall'Is.I.V.I. anche in relazione al fatto che le quote del fondo immobiliare possono essere eventualmente offerte nell'ambito della Comunità Europea.

3. **Rule n. 149 della raccomandazione CESR: “*but the full report must be available as a document on display*”.**

La Rule 149 della raccomandazione CESR dispone che: *“if the company holds more than 60 properties, only a report in a suitably condensed format needs to be included in the prospectus but the full report must be made available as a document on display”.*

La raccomandazione, a parere delle scrivente, è non solo chiara, ma anche opportuna per garantire una corretta informazione del possibile sottoscrittore del fondo. La disponibilità del documento via *internet* è un mezzo per raggiungere lo scopo di rendere il documento disponibile *“on display”*.

Per l'importanza che il *“valuation report”* assume in ambito Europeo, si ricorda la Rule 145 della raccomandazione CESR: *“considering the specific features of property companies and in order to comply with article 5.1 of the Prospectus Directive and 23 of the Regulation, CESR proposes that property companies include in their prospectus (preferably in the securities note) a valuation report”.*

Per dissipare ogni dubbio sul fatto che fra le *“property companies”* rientrano i fondi immobiliari, si richiama la Rule 146 della raccomandazione CESR: *“property companies are those issuers that are primarily engaged in property activities, including the holding of properties, both directly and indirectly and development of properties for letting and retention as an investment, the purchase or development of properties for subsequent sale or the purchase of land for development of properties for retention as investment”.*

#### 4. **Il rischio immobiliare: property and market rating del fondo.**

L'Is.I.V.I. ritiene opportuno che il rischio immobiliare (c.d. Rating immobiliare) sia richiesto per tutti i fondi immobiliari retail. Infatti, ad oggi, solo i fondi immobiliari diretti ad investitori istituzionali sono stati oggetto di una valutazione del rischio. Lo scarso potere contrattuale degli investitori retail deve essere supportato da una normativa che li ponga sullo stesso piano dei grandi investitori istituzionali, i quali sono in grado da soli di fatto di imporre all'offerente il rating del fondo come condizione imprescindibile alla loro sottoscrizione.

Si noti, inoltre, che nel prospetto per i fondi immobiliare sono forniti all'investitore elementi che difficilmente gli consentirebbero di valutare in modo fondato ed indipendente il rischio dell'investimento; per esempio nello schema 12, parte I, B, punto 5d2 l'indicazione di specifici fattori di rischio è poca cosa rispetto ad una valutazione del rischio immobiliare (rating immobiliare) secondo il criteri e la metodologia approvate a livello europeo da TEGoVA (o di altro sistema di valutazione del rating).

#### 5. **Valutatore indipendente**

E' giusto che l'investitore sappia chi ha scelto, chi ha incaricato e chi ha pagato e quanto ha pagato il valutatore "indipendente". Conoscere se di fatto il valutatore "indipendente" abbia un legame stabile con il (ed una parte consistente del proprio fatturato derivante da collaborazioni nell'ambito del) gruppo di provenienza della SGR e/o dei venditori e/o dei cedenti di beni immobili, è un elemento informativo importante per l'investitore e per l'indipendenza reale del valutatore.

Se un valutatore "indipendente" viene, scelto, incaricato e pagato dalla SGR, che ha interesse a veder valutati in un determinato modo gli immobili del fondo ed ha un implicito conflitto di interesse, che certo non tutela l'investitore, è giusto che l'investitore ne sia informato.

Se la scelta e l'incarico al valutatore "indipendente" fossero effettuati non dalla SGR, ma avanti a notaio per sorteggio in una lista di valutatori qualificati o se tale compito di scelta dei valutatori fosse riservato, per esempio all'assemblea dei quotisti, è giusto che l'investitore ne sia informato perché potrebbe ritenere che tale procedura meglio tuteli il suo risparmio.

\* \* \*