

**Aprile 2015**

## **La Direttiva AIFM e la funzione preposta alla valutazione dei beni del fondo**

*Gianluca Grea e Antonio Schiavo*

Il recepimento della normativa introdotta dalla Direttiva 2011/61/UE (la “**Direttiva AIFM**”), recentemente completato con la pubblicazione del D.M. 30 del 20 marzo 2015 di attuazione dell’art. 39 del Testo Unico della Finanza (“**DM 30/2015**”) e dei regolamenti attuativi da parte di Consob e Banca d’Italia, consente ora di poterne valutare gli impatti all’interno di un quadro definito.

Dei molteplici aspetti di portata innovativa, contenuti nella normativa richiamata, ci s’intende soffermare sul processo di valutazione dei beni del fondo comune di investimento alternativo, nuova disciplina introdotta dall’art. 19 della Direttiva AIFM e disciplinata agli articoli 67 e seguenti del Regolamento Delegato 231/2013 del 19 dicembre 2012 (“**Regolamento AIFM**”), che reca disposizioni integrative e attuative della Direttiva AIFM.

L’ambito di analisi del presente contributo è volutamente circoscritto alla preliminare analisi delle diverse opzioni organizzative disponibili in capo alle società di gestione del risparmio di fondi di investimento alternativi (“**GEFIA**”), attraverso le quali implementare la nuova disciplina normativa, con particolare riferimento al processo di valutazione applicabile ai fondi di investimento alternativi di tipo chiuso che investono nel settore immobiliare (“**FIA**”).

Al riguardo, il comma 4 dell’articolo 19 della Direttiva AIFM stabilisce che i GEFIA assicurano che la funzione valutazione sia esercitata, in alternativa, da un valutatore, sia esso persona fisica che giuridica, esterno dal FIA e dal GEFIA (e indipendente dagli stessi e da qualsiasi altro soggetto che abbia stretti legami con il FIA o GEFIA) ovvero dal GEFIA medesimo, condizionatamente al rispetto di determinati requisiti.

Il Regolamento AIFM, agli articoli 67, e seguenti, in precedenza richiamati della Sezione intitolata “*Valutazione*”, disciplina le materie che seguono:

- politiche e procedure di valutazione delle attività del FIA;
- uso dei modelli per la valutazione delle attività;
- applicazione uniforme delle politiche e procedure di valutazione;

- riesame periodico delle politiche e procedure di valutazione;
- riesame dei valori individuali delle attività;
- calcolo del valore patrimoniale netto per quota o azione;
- garanzie professionali richieste ai valutatori esterni;
- frequenza di valutazione delle attività detenute da FIA di tipo aperto.

Il Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio di Banca d'Italia, da ultimo modificato in data 19 gennaio 2015 (“**Regolamento Banca d’Italia**”), al Capitolo IV, Titolo V, rubricato “*Criteri di valutazione del patrimonio del fondo e calcolo del valore della quota*” detta nuove disposizioni di recepimento della disciplina comunitaria introdotta dalla Direttiva e dal Regolamento AIFM. Nelle quattro Sezioni in cui il Capitolo è suddiviso, Banca d’Italia regola le materie che seguono:

- principi generali;
- criteri di valutazione;
- valutazione dei FIA chiusi in occasione di emissioni di quote successive alla prima;
- Esperti indipendenti;
- valore unitario della quota.

Il DM 30/2015, infine, al Titolo VI, intitolato “*Valutazione dei beni*”, detta disposizioni attuative dell’art. 6 comma 1 lett. c) numero 5 del Testo Unico della Finanza, in materia di:

- esperti indipendenti;
- compensi.

Quale prima considerazione, si può rappresentare che le attività di valutazione comprendono due sottocategorie, quella riferibile ai beni in cui il FIA ha investito e al calcolo del valore delle quote o delle azioni del FIA. Le due attività possono essere affidate in delega a terzi, che rispondono a determinati requisiti, anche in via disgiunta. Una prima interpretazione del nuovo quadro normativo porta a ritenere che l’obbligo di dotarsi di una funzione per la valutazione sembra riferirsi alla sola attività di valutazione dei beni in cui il fondo ha investito e non anche al calcolo del valore della quota o azione del FIA. Per quest’ultima attività, il complesso normativo indica la necessità che il GEFIA si doti di idonee procedure e processi, ma non evidenzia, in termini assoluti, l’obbligo di procedere all’istituzione di una funzione vera e propria, né sembra desumibile che tale attività debba necessariamente essere ricompresa all’interno della

funzione valutazione, potendo quindi essere prevista nell'ambito di altre, adeguate e competenti, funzioni aziendali.

Sulla base di tale assunto, e volendo entrare nel merito dell'argomento di cui al presente scritto, si legge sempre al paragrafo 1.3 intitolato “*Delega a terzi della valutazione dei beni e del calcolo del valore delle quote*”, Sezione II, del Titolo VI del Regolamento Banca d'Italia, che il GEFIA, come già detto, può delegare, anche disgiuntamente, a soggetti terzi (che soddisfino condizioni analoghe a quelle indicate all'art. 16, comma 7, del DM 30/2015) gli incarichi di (i) valutazione dei beni del fondo e (ii) calcolo del valore delle quote.

Al successivo paragrafo 4, medesimo Titolo e Sezione del Regolamento Banca d'Italia, viene stabilito che, per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del Fondo, nonché delle partecipazioni immobiliari non quotate (“Asset Immobiliari”), il GEFIA, che non ha delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota, si avvale di esperti indipendenti aventi i requisiti dal DM 30/2015 (“**Esperti Indipendenti**”).

Il complesso e articolato quadro normativo, non senza suscitare dubbi di ordine logico – ricostruttivo per le ragioni di seguito meglio precisate, sembra in definitiva introdurre, rispetto al regime previgente, rilevanti modifiche con significativi impatti sulla struttura organizzativa dei GEFIA che gestiscono FIA immobiliari.

Anticipando le prime conclusioni della presente analisi, dal nuovo impianto normativo emerge, in capo ai GEFIA che gestiscono FIA immobiliari (e presumibilmente per ogni FIA che abbia una componente di patrimonio di tipo immobiliare), quale che sia l'opzione organizzativa prescelta, l'obbligo di avvalersi, nel processo di valutazione degli Asset Immobiliari, di soggetti terzi, qualificati come valutatori esterni (cui viene esternalizzata la funzione di valutazione) o, diversamente, quali Esperti Indipendenti (in caso di istituzione della funzione di valutazione interna).

Infatti, e al contrario, il GEFIA può essere esentato dall'obbligo di ricorrere alla figura dell'esperto indipendente di cui all'art. 6, comma 1), lett. c), numero 5 del Testo Unico Finanza, purché abbia istituito la funzione valutazione ed esternalizzato a soggetti rispondenti ai requisiti di cui all'art. 16, comma 7, del DM 30/2015 (quale funzione operativa essenziale o importante) l'attività per la valutazione dei beni del fondo.

Se è corretta la conclusione cui si è giunti in precedenza, le principali opzioni organizzative in capo al GEFIA possono essere così sinteticamente declinate:

- istituzione di un'apposita funzione interna, in linea con il principio di proporzionalità, funzionalmente e gerarchicamente indipendente dalle funzioni preposte alla gestione. In tale ipotesi il GEFIA deve avvalersi, nel processo di valutazione degli Asset Immobiliari, degli Esperti Indipendenti in possesso dei requisiti previsti dal DM 30/2015;

- esternalizzazione della funzione di valutazione dei beni del fondo a soggetti terzi, in possesso di requisiti previsti dall'art. 16, comma 7, del DM 30/2015 (iscrizione ad albi professionali che consentono la valutazione di beni immobili e possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'art. 13 del TUF). In tale ipotesi i GEFIA, salvo le precisazioni di cui meglio infra in merito alla delega anche delle attività di calcolo del valore della quota o azione del fondo, non saranno tenuti a nominare gli Esperti Indipendenti previsti dal DM 30/2015.

Un'altra conseguenza che appare subito evidente, con impatti operativi di sostanza, è la seguente:

- optando per la scelta di istituire una funzione di valutazione interna, il conseguente obbligato ricorso all'attività di valutazione degli Esperti Indipendenti (per gli Asset Immobiliari) che ne deriva, implica come conseguenza il rispetto integrale della nuova disciplina in argomento prevista all'articolo 16 e 17 del DM 30/2015;
- optando per la scelta di esternalizzare la funzione valutazione dei beni del fondo (tra cui anche gli Asset Immobiliari), il valutatore esterno sarebbe soggetto al "solo" rispetto delle previsioni di cui all'art. 16, comma 7, del DM 30/2015 (competenze, onorabilità e struttura organizzativa).

Appare subito evidente come, pur apparendo le due diverse alternative rilevanti sotto il profilo strettamente organizzativo, la scelta per la quale il GEFIA in concreto opererà (esternalizzazione o internalizzazione della funzione) comporta impatti di carattere sostanziale che presuppongono un'analisi approfondita più ampia.

Infatti, e ad esempio, sotto il profilo dei costi dei soggetti esterni coinvolti nel processo di valutazione dei beni immobili, occorre rilevare che l'art. 16 del DM 30/2015, nonché lo stesso Regolamento della Banca d'Italia (Titolo V, Capitolo 1, Sezione 2 Paragrafo 3.3.1 – Contenuto minimo del Regolamento di Gestione), prevedono, quale costo espressamente posto a carico del FIA, il solo compenso degli Esperti Indipendenti (art. 17 del DM 30/2015). Nulla è previsto, invece, quanto alle spese per la valutazione dei beni del FIA (e conseguentemente per i costi di eventuali esternalizzazioni della relativa funzione), che dovrebbero quindi ritenersi come posti a carico del GEFIA.

E' pur vero che le disposizioni sopra richiamate in materia di contenuto minimo del regolamento di gestione sono applicabili ai soli FIA non riservati a investitori professionali e che, per i FIA riservati, le relative disposizioni sono derogabili dai GEFIA con opportune previsioni regolamentari o statutarie.

Ma fermo restando il principio, almeno per i FIA immobiliari non riservati, della non imputabilità del costo della esternalizzazione della funzione di valutazione dei beni del FIA, il voler considerare – per i FIA riservati – la funzione di valutazione come processo rilevante dell'attività di amministrazione (e non invece dei beni) del FIA, pone

forti dubbi sulla legittimità di imputarne, mediante espressa previsione nel regolamento di gestione, i relativi costi a carico del patrimonio del FIA stesso. In quest'ultima circostanza, infatti, si andrebbe a gravare il FIA di costi ricompresi, secondo la logica interpretativa che pare emergere dal dettato normativo, all'interno delle commissioni di gestione del FIA.

Il che, francamente, appare quanto meno discutibile, per lo meno avuto riguardo ai costi riferibili alle attività, oggettivamente sovrapponibili, per gli Asset Immobiliari svolte dal soggetto delegato alla valutazione dei beni del fondo e/o dagli Esperti Indipendenti.

Dunque, si è scritto che il rapporto negoziale tra il GEFIA e il valutatore indipendente, è disciplinato ai sensi della normativa regolamentare in materia di esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti e non anche ai sensi delle ulteriori/diverse prescrizioni previste all'art. 16, eccezion fatta per il comma 7, e art. 17 del DM 30/2015.

Il Regolamento Banca d'Italia, sul punto, si limita infatti a richiamare espressamente il solo comma 7 dell'art. 16 del DM 30/2015 mentre, con riferimento ai requisiti d'indipendenza, manca un espresso richiamo alle previsioni di cui ai comma 11 e 12 dell'art. 16 del DM 30/2015. Su tale punto il Regolamento Banca Italia si limita a richiamare il concetto d'indipendenza dal gestore e da qualsiasi altro soggetto che abbia stretti legami con il gestore stesso.

In caso di esternalizzazione della funzione di valutazione, pertanto, nel valutare l'indipendenza del soggetto delegato, il GEFIA dovrà, su base volontaria, e per analogia, rifarsi alle disposizioni di cui al DM 30/2015 o potrà discostarsene, sulla base di valutazioni di rilevanza (ad esempio il gestore potrà ritenere che non compromette l'indipendenza del delegato la circostanza che il gestore abbia conferito a società del gruppo del delegato incarichi di intermediazione immobiliare, non in esclusiva, limitati quanto ad estensione e valori)?

E, ancora, il comma 15 dell'art. 16 del DM 30/2015 limita in tre anni la durata dell'incarico conferito agli Esperti Indipendenti, mentre non vi è rinvio a tale specifica previsione nel caso di esternalizzazione a terzi della funzione di valutazione dei beni del fondo.

E' corretto quindi desumere che il soggetto delegato possa svolgere il proprio incarico senza limiti temporali (in evidente contraddizione con l'esigenza di adeguata turnazione introdotta dal DM 30/2015 per gli esperti indipendenti, in conformità alle previgenti disposizioni di vigilanza contenute nella Comunicazione Congiunta Consob/Banca d'Italia del 29 luglio 2010)?

Il nuovo assetto normativo sembra mostrare, in sostanza, alcuni difetti di coordinamento che solo in sede applicativa (e di precisazioni da parte dell'Autorità di Vigilanza) potranno essere chiariti e superati.

Proseguiamo.

Il Regolamento di Gestione Collettiva del Risparmio (Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 4), nel disciplinare l'obbligo di nomina degli Esperti Indipendenti per la valutazione degli Asset Immobiliari, stabilisce espressamente che non è esentato da tale obbligo il GEFIA *“che non ha delegato a terzi il compito di valutare i beni del Fondo e di calcolare il valore della quota ai sensi del paragrafo 1.3 della presente Sezione”*.

La formulazione adottata sembrerebbe concedere tale esenzione solamente ai GEFIA che abbiano delegato, oltre alla funzione di valutazione dei beni, anche l'attività di calcolo del valore delle quote del Fondo (NAV).

In verità appare irragionevole soffermarsi sul mero dato letterale della disposizione, atteso, in primo luogo, che è la stessa Banca d'Italia a prevedere che le diverse – per quanto strettamente correlate – attività di valutazione dei beni e di calcolo del NAV possano essere conferite in delega disgiunta.

Orbene, se, per espressa disposizione, è consentito il conferimento disgiunto (anche a soggetti diversi) della valutazione dei beni e del calcolo del NAV (che presuppone e recepisce il processo di valutazione dei beni) se ne può desumere, evidentemente, che non è considerato un requisito indispensabile l'unitarietà della delega in capo ad un unico soggetto.

Ne consegue che, in ossequio al principio di proporzionalità e nella propria autonomia organizzativa, i GEFIA che delegheranno a terzi la funzione di valutazione dei beni ben potranno conservare al proprio interno (usualmente nell'ambito della funzione amministrativa) le attività di calcolo del valore quota o azione del FIA, recependo i valori attribuiti ai beni del FIA da parte del valutatore esterno.

Al calcolo del NAV di un FIA immobiliare, per quanto la valutazione degli immobili rappresenti certamente l'elemento centrale, concorrono, infatti, una serie di voci di reddito e di costo che possono essere efficacemente conteggiate solo dalla funzione che gestisce l'amministrazione contabile del FIA stesso (si pensi ai costi per manutenzioni, ai canoni di locazione, alle altre voci specifiche imputate nella sezione reddituale dei prospetti contabili del Fondo).

E anche ove si volesse sostenere che la facoltà, in capo al GEFIA, di delega disgiunta sia riferibile alla sola possibilità di optare per due soggetti delegati differenti e non anche alla possibilità di optare per la delega di una sola delle attività di valutazione o calcolo, può confortare, nell'interpretazione che si intende sostenere, il tenore delle disposizioni del quadro normativo comunitario (art. 19 Direttiva AIFM e art. 72 Regolamento AIFM), che disciplinano la delega esclusivamente con riguardo alla nomina di un valutatore esterno e con esclusivo riferimento al processo di valutazione dei beni (e non di calcolo del valore quota).

Ne consegue che, come pare possibile, nell'ipotesi in cui i GEFIA optassero per la sola delega a terzi dell'incarico di valutazione dei beni del FIA (e non anche dell'attività di calcolo delle quote o azioni del FIA), non per questo le stesse saranno obbligate, per le

argomentazioni in precedenza espresse, alla nomina degli Esperti Indipendenti.

Al contrario, e sempre nel rispetto del principio di proporzionalità e di autonomia organizzativa del gestore, non pare sussistano circostanze impeditive qualora il GEFIA optasse per una terza soluzione organizzativa, in considerazione della complessità del processo di valutazione dei beni del FIA, che preveda (i) l'esternalizzazione della funzione di valutazione a soggetto autonomo e indipendente e, al contempo, (ii) il mantenimento/conferimento di incarico agli Esperti Indipendenti.

Tale ultima opzione organizzativa, per quanto non espressamente prevista, trova conforto nelle stesse previsioni del Regolamento Banca d'Italia (Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 1.1) nella parte in cui viene previsto che *“Particolare attenzione è posta nel valutare quando – anche in assenza di apposite disposizioni emanate in tal senso dalla Banca d'Italia – sia opportuno avvalersi di esperti indipendenti per definire tecniche e procedure di valutazione appropriate nonché per esprimere giudizi di congruità sulla valutazione di determinate tipologie di beni”*

La suddetta previsione sembra confortare la legittimità di una scelta organizzativa che preveda l'esternalizzazione della funzione di valutazione di beni (anche solo limitatamente agli Asset Immobiliari), il mantenimento, ad esempio all'interno della funzione amministrazione, della funzione per la valutazione dei beni diversi dagli Asset Immobiliari (quali crediti, eventuali derivati, ecc.) e, al contempo, l'utilizzo degli Esperti Indipendenti.

Tale scelta, ad avviso di chi scrive, considerata svolta dagli Esperti Indipendenti, potrebbe consentire di affidare al valutatore esterno delegato la definizione di compiti riferibili, ad esempio, (i) al processo di verifica delle tecniche e delle procedure di valutazione seguite dagli Esperti Indipendenti, (ii) alla verifica della metodologia utilizzata e (iii) alla segnalazione agli organi aziendali del gestore di eventuali fattori o circostanze che possano determinare l'esigenza (o anche solo opportunità) di discostarsi dalla valutazione formulata dagli stessi Esperti Indipendenti.

In sostanza, il soggetto delegato alla funzione della valutazione dei beni (in questa ipotesi circoscritta ai soli Asset Immobiliari), svolgerebbe, in regime di esternalizzazione, quelle attività di verifica, controllo e vaglio critico dell'operato degli Esperti Indipendenti che il quadro normativo previgente richiedeva, in ogni caso, fosse svolta e garantita dai gestori con proprie risorse interne. A tal fine, e in tale logica, la funzione di valutazione del GEFIA, ancorché esternalizzata nei limiti di cui sopra, potrebbe trovare nella funzione di gestione del rischio il proprio referente aziendale deputato al controllo del corretto espletamento delle attività di valutazione svolte, nell'esempio, dal valutatore esterno delegato dal GEFIA e dall'Esperto Indipendente del FIA.

L'opzione organizzativa ipotizzata, pare conforme con il quadro normativo comunitario e del regolatore interno, coerente con il principio di proporzionalità, consentendo la

necessaria flessibilità organizzativa al GEFIA in funzione dell'andamento delle masse gestite (e, di conseguenza, una più corretta allocazione dei costi) e, al contempo, capace di garantire un più efficace presidio del processo valutativo, assicurando nel contempo il rispetto del principio di turnazione degli Esperti Indipendenti.