

VII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"L'INFLUENZA DEL DIRITTO EUROPEO SUL DIRITTO COMMERCIALE ITALIANO: VALORI,
PRINCIPI, INTERESSI"

Roma, 26-27 febbraio 2016

GIOVANNI STRAMPELLI

La valutazione dei beni dei fondi alternativi: profili problematici*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il quadro normativo. - 3. Il valutatore esterno: requisiti di professionalità ed indipendenza. - 4. (*segue*). I riflessi della delega della funzione valutativa sull'organizzazione del GEFIA. Le condizioni per l'esenzione dalla nomina degli esperti indipendenti da parte dei GEFIA che gestiscono FIA immobiliari. - 5. La funzione di valutazione interna. - 6. I criteri di valutazione: le partecipazioni in società non immobiliari non quotate. - 7. Il calcolo del NAV del fondo alternativo.

1. Premessa

Tra i molteplici profili innovativi della direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) assume un indubbio rilievo, anche in ragione delle sue significative ricadute applicative (e dei correlati oneri che essa pone a carico dei gestori¹), la nuova disciplina della valutazione dei beni

* Lo scritto, nella sua versione definitiva, è destinato alla pubblicazione nel volume *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Il Mulino.

¹ T.M.J. MOLLERS, A. HARRER, T.C. KRÜGER, *The AIFM directive and its regulation of hedge funds and private equity*, in 30 *J.L. & Com.*, 2012, 95 s., secondo i quali «it is clear that workloads are increasing and costs are rising as a result of the directive's provisions»; H. WEGMAN, *EU Alternative Fund Regulation Proposal: Pros and Cons*, in *ECL*, 2009, 150 s., che pone l'interrogativo se gli oneri imposti dalla AIFMD siano giustificati dai correlati vantaggi, poiché «it can be said that more information enhances investor protection as it improves investors' knowledge about the funds they invest in. However, the question is whether investors in alternative funds really need this information. As stated above, most alternative funds are restricted to professional investors. These investors can be considered knowledgeable enough to safeguard their own interests»; PWC, *A closer look at the impact of AIFMD on Valuation*, 2013, disponibile sul sito www.lu.pwc.com, 8, dove si precisa che un incremento dei costi per effetto dell'applicazione

dei fondi comuni di investimento alternativi (FIA) contenuta nell'art. 19². Il processo di valutazione dei beni del FIA – funzionale alla corretta rappresentazione della sua situazione patrimoniale – costituisce, al contempo, uno dei momenti più delicati dell'attività di amministrazione del medesimo³ e un cruciale presupposto per la tutela degli interessi degli investitori⁴ nonché della stabilità del mercato⁵, le quali sarebbero pregiudicate dall'assenza di adeguate procedure di valutazione dei beni e, conseguentemente, delle quote o delle azioni dei fondi⁶.

delle norme concernenti la valutazione dei beni del fondo è destinato a registrarsi indipendentemente dalla soluzione organizzativa prescelta. La costituzione di una funzione valutativa gerarchicamente indipendente dalla gestione del portafoglio presenta profili di complessità e risulta onerosa per i gestori di più piccole dimensioni (ma non tali da essere qualificati sotto-soglia) in quanto, di regola, essi non dispongono di personale con adeguate conoscenze da destinare a tale funzione e dovrebbero procedere ad una complessiva revisione delle procedure in essere per la valutazione degli *asset*. In caso di esternalizzazione di quest'ultima un aumento dei costi gravanti sui gestori (anche per quelli che già si avvalgono di soggetti esterni per la valorizzazione dei beni del fondo) può derivare dal regime di responsabilità previsto per il valutatore esterno, il quale potrebbe determinare un innalzamento dei compensi richiesti per lo svolgimento di tale attività.

² La successiva analisi è limitata alla valutazione dei beni dei FIA benché parte delle disposizioni in materia trovi applicazione anche alle SGR che gestiscono OICVM soggette al regime UCITS. In base a quanto previsto dal Titolo V, Capitolo IV del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia si applicano anche alle SGR che gestiscono OICVM gli artt. 67-72 del regolamento AIFM. A fronte delle richieste avanzate (nel corso della fase di pubblica consultazione che ha preceduto l'emanazione del Regolamento) per l'eliminazione di tale previsione del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio in ragione della differente natura/complessità degli strumenti finanziari oggetto di investimento da parte dei fondi OICVM ovvero dei FIA, la Banca d'Italia ha ravvisato la necessità di assicurare «omogeneità sul piano regolamentare al processo di valutazione dei beni, evitando la creazione di un "doppio binario", tenuto conto peraltro della possibilità che un medesimo soggetto gestisca entrambe le categorie di OICR» (v. *Resoconto della consultazione sul Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, disponibile sul sito www.bancaditalia.it). Ai fini della delimitazione della disciplina in esame è altresì necessario ricordare che le previsioni del par. 1.1 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio concernenti l'indipendenza funzionale e gerarchica della funzione di valutazione da quella di gestione non si applicano ai FIA sotto-soglia.

³ V. Banca d'Italia, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, par. V.4.1.

⁴ Come affermato dal considerando n. 29 della AIFMD.

⁵ Si veda, in tal senso, il documento della Commissione europea concernente gli effetti della AIFMD (*Executive summary of the impact assessment* (SWD(2012) 387 final).

⁶ Che l'adozione di adeguate procedure per la corretta valutazione del fondo sia una delle misure dirette ad incrementare la protezione degli investitori risulta chiaramente dalla Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 aprile 2009, la quale include i «conflitti di interessi ed errori» nella valutazione dei beni del fondo tra i principali rischi per la tutela degli investitori. Cfr. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*³, Oxford, OUP, 2014, 269 ss.; per qualche cenno, E. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime*

Nel quadro normativo delineatosi a seguito del recepimento della AIFMD, la funzione di valutazione rappresenta pertanto un elemento cruciale della struttura organizzativa del GEFIA e incide in modo determinante sulle politiche di investimento del gestore, come emerge chiaramente dall'art. 67, par. 2, del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 (regolamento AIFM), ai sensi del quale il GEFIA non può investire in un determinato tipo di attività prima di aver stabilito metodologie adeguate per la sua valutazione⁷.

2. Il quadro normativo

Chiariti il rilievo e le finalità della valutazione dei beni del FIA, prima di procedere alla disamina di alcuni dei più rilevanti profili problematici della relativa disciplina (non essendo la sua compiuta disamina compatibile con l'economia del presente contributo), è opportuno ricostruire, in sintesi, il complesso quadro normativo di riferimento.

Anzitutto, va ricordato che la AIFMD – pur raggiungendo un elevato livello di armonizzazione anche grazie alla regolamentazione di secondo livello⁸ – non è una misura di massima armonizzazione e rinvia in merito a taluni profili alle vigenti norme nazionali⁹, persistendo così riguardo ad essi differenze tra la disciplina applicabile nei diversi Stati Membri. La valutazione dei beni del fondo costituisce uno degli ambiti nei quali si registra tale “sovrapposizione” tra la normativa europea e quella nazionale, giacché l'art. 19 AIFMD, da un lato, prevede che «le norme applicabili alla valutazione delle attività e al calcolo del valore patrimoniale netto per quota o azione del FIA»

considerazioni, in *Società*, 2011, 1182 (nota 3). Si veda, inoltre, OICV-IOSCO, *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes*, disponibile sul sito www.iosco.org, 2013, 4, ove si ricorda che «the valuation of the assets employed or held by a CIS is critical to investors because it affects, among other things, the CIS's NAV, financial reporting, performance reporting and presentation, and fees paid to CIS service providers».

⁷ Cfr. ESMA, *Final report. ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, disponibile sul sito www.esma.europa.eu, 2011, 112; P. MCGOWAN, K. EVERITT, *New Requirements Imposed on the European Alternative Investment Funds Industry*, in 14 *Bus. L. Int'l*, 2013, 120; con specifico riferimento ai fondi immobiliari, si vedano le linee guida emanate da Assogestioni sulla valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari non quotate nei FIA immobiliari (ASSOGESTIONI, *La valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari non quotate nei FIA immobiliari*, 2015, 5 ss.).

⁸ Si veda il documento della Commissione europea concernente gli effetti della AIFMD (*Executive summary of the impact assessment (SWD(2012) 387 final)*). Cfr. altresì a riguardo N. MOLONEY (nt. 6), 284.

⁹ N. MOLONEY (nt. 6), 284.

sono stabilite dalla legislazione del paese in cui il FIA è stabilito e/o dal regolamento o dai documenti costitutivi del FIA¹⁰, dall'altro, detta regole – a loro volta integrate dalle previsioni del regolamento AIFM – dirette a garantire che la valutazione delle attività del FIA si effettua in modo indipendente e senza conflitti di interesse e sulla base di procedure adeguate ed uniformi per le diverse categorie di attività.

Dal coordinamento delle fonti europee e nazionali risulta un'articolata disciplina che poggia, in primo luogo, sull'art. 19 della AIFMD il quale prescrive il generale obbligo per i GEFIA di prevedere per ogni FIA da essi gestito procedure adeguate e uniformi ai fini della corretta e indipendente valutazione delle attività del FIA e dispone che la funzione di valutazione può essere esercitata da un valutatore esterno indipendente ovvero, in alternativa, dal GEFIA stesso, a condizione che la funzione di valutazione sia funzionalmente indipendente dalla gestione del portafoglio e dalla politica retributiva e siano adottate misure idonee a mitigare possibili conflitti di interessi.

Le previsioni della AIFMD sono integrate dal regolamento AIFM il quale disciplina, all'art. 67, le politiche e le procedure di attività del FIA regolandone il contenuto e disponendo, sul piano "soggettivo", che esse «devono precisare obblighi, ruoli e responsabilità di ciascuna parte che interviene nella valutazione, compresi i valutatori esterni», mentre su quello "oggettivo" che le politiche e le procedure stabiliscono le metodologie di valutazione includendo gli *input*, i modelli e i criteri di selezione per le fonti dei prezzi e dei dati di mercato¹¹. Gli artt. 69, 70, 71 del regolamento AIFM prescrivono l'applicazione uniforme delle politiche e delle procedure di valutazione nonché il riesame periodico delle medesime e dei valori individuali delle attività; inoltre, in base all'art. 68, ove siano utilizzati modelli per la valutazione delle attività, è necessario che essi siano convalidati da un soggetto che non abbia partecipato alla loro definizione e siano approvati dall'altra dirigenza del GEFIA.

Nell'ordinamento italiano, la valutazione dei beni del fondo è disciplinata altresì dal Titolo V, Capitolo IV del Regolamento sulla gestione

¹⁰ Il considerando n. 29 della AIFMD, dopo aver preso atto che «i GEFIA utilizzano metodologie e sistemi diversi per la valutazione delle attività in funzione delle attività e dei mercati in cui investono principalmente», afferma espressamente che «[è] opportuno riconoscere queste differenze».

¹¹ Analoga indicazione è dettata da OICV-IOSCO (nt. 6), 5 s.. Cfr. ASSOGESTIONI (nt. 7), 12, dove si precisa che le «politiche di valutazione» definiscono i principi base del processo valutativo, mentre le «procedure» contengono le misure organizzative adottate dalla SGR per attuare quanto previsto dalle politiche.

collettiva del risparmio della Banca d'Italia [attuativo dell'art. 6, comma 1, lett. c), nn. 4), 5) e 6), t.u.f.], che precisa ulteriormente le condizioni per la delega a terzi della valutazione dei beni del FIA e detta i criteri di valutazione delle diverse tipologie di attività, nonché dalle disposizioni degli artt. 16 e 17 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30 (attuativo dell'art. 39 t.u.f.¹²) le quali regolano i requisiti e i compensi degli esperti indipendenti di cui all'art. 6, comma 1, lett. c), n. 5) t.u.f.¹³ da nominare per la stima dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate qualora la funzione di valutazione non sia stata delegata a terzi.

Alla luce delle precedenti osservazioni, sembra pertanto opportuno concentrare l'indagine su due rilevanti profili di disciplina concernenti, rispettivamente, la configurazione della "funzione" preposta alla valutazione e i criteri valutativi previsti per alcune categorie di beni la cui stima risulta maggiormente problematica in assenza dell'oggettivo parametro di riferimento rappresentato dai prezzi di mercato¹⁴. Inoltre, benché i due adempimenti siano strettamente connessi, è necessario distinguere la valutazione delle attività del FIA dal calcolo del valore patrimoniale netto (NAV) del medesimo, dedicando a quest'ultimo aspetto alcuni cenni conclusivi.

3. Il valutatore esterno: requisiti di professionalità e indipendenza

Seguendo l'iter interpretativo appena delineato, è necessario prendere le mosse dalla disamina delle possibili configurazioni della funzione preposta alla valutazione dei beni del fondo. Il legislatore – come già accennato – lascia a riguardo un margine di discrezionalità al gestore, consentendo di optare per la costituzione di una funzione valutativa interna ovvero per la esternalizzazione della valutazione dei beni del FIA, mediante la delega di tale funzione a un valutatore esterno¹⁵.

¹² Sostituito dall'articolo 4, comma 6, del decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44.

¹³ Ai sensi del quale «per la valutazione di beni non negoziati in mercati regolamentati, la Banca d'Italia può prevedere il ricorso a esperti indipendenti e richiederne l'intervento anche in sede di acquisto e vendita dei beni da parte del gestore».

¹⁴ Con specifico riferimento ai beni immobili, CONSOB, *Il rapporto tra le SGR e gli "esperti Indipendenti" nella fase di valutazione degli asset dei fondi immobiliari*, Quaderni di finanza n. 65, 2009, disponibile sul sito www.consob.it, 40.

¹⁵ Come chiarito anche da ESMA (nt. 7), 113, non sono soggetti alla disciplina dell'art. 19 AIFMD i c.d. *price provider* ossia i terzi che non svolgono la valutazione in luogo del gestore ma forniscono ad essi prezzi di determinati *asset*. A tracciare la distinzione (che conserva peraltro taluni profili di incertezza) concorre il considerando n. 80 del regolamento AIFM secondo il

Qualora si prescelga questa seconda alternativa, ai sensi dell'art. 19 AIFMD la funzione di valutazione può essere esercitata da uno o più valutatori esterni¹⁶ che siano (persone fisiche o giuridiche) indipendenti dal FIA, dal GEFIA e da qualsiasi altra persona che abbia stretti legami con il FIA o il GEFIA e presentino adeguati requisiti di professionalità e onorabilità.

In merito a quest'ultimo aspetto, secondo l'art. 19, par. 5, AIFMD, il GEFIA deve dimostrare che il valutatore esterno «è soggetto a registrazione professionale obbligatoria riconosciuta per legge o a disposizioni legislative o regolamentari o norme deontologiche» e «può offrire sufficienti garanzie professionali per poter esercitare in modo efficace la pertinente funzione di valutazione»¹⁷. Questa generale previsione è integrata dall'art. 73 del regolamento AIFM, ai sensi del quale il valutatore esterno è tenuto a presentare, in forma scritta, garanzie professionali dalle quali risulti che egli è in grado di effettuare una valutazione corretta¹⁸ e, in particolare, che *i*) dispone di personale

quale il terzo incaricato del calcolo del NAV non è soggetto all'art. 19 «se non fornisce valutazioni di singole attività, comprese quelle che comportano un giudizio soggettivo, ma si limita a inglobare nel calcolo i valori ottenuti dal GEFIA, da fonti di prezzi o da un valutatore esterno». Sembrerebbe dunque doversi qualificare come *price provider* il terzo che fornisce al GEFIA quotazioni di mercato desunte direttamente dagli scambi ovvero valori che sono determinati sulla base di *inputs* tutti rilevabili sul mercato. Cfr. PWC (nt. 1), 5.

¹⁶ Il paragrafo titolo V, capitolo IV, sez. II, 1.3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio riconosce espressamente che «la funzione di valutazione dei beni può essere delegata a più soggetti distinti con riferimento a classi diverse di beni omogenei oggetto di valutazione», al fine di assicurare che i soggetti incaricati della valutazione presentino adeguata professionalità. Come osservato da ESMA (nt. 7), 113, qualora il fondo investa in attività di diverso tipo potrebbe risultare difficoltoso individuare un terzo in grado di valutare l'intero portafoglio del fondo. In senso conforme, in merito alla disciplina della stima dei conferimenti in natura nelle società di capitali, si è osservato che «la professionalità deve in linea di massima essere commisurata all'oggetto del conferimento»: v. M. S. SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 70. Conforme, ASSOGESTIONI (nt. 7), 12, secondo cui le politiche e le procedure devono essere applicate in modo uniforme a tutti i FIA immobiliari della stessa tipologia.

¹⁷ L'art. 19, par. 5, AIFMD esige altresì che la nomina del valutatore esterno avvenga in conformità all'articolo 20, paragrafi 1 e 2, nonché all'art. 77 del regolamento AIFM concernenti la delega di funzioni da parte del GEFIA. Per quanto maggiormente rileva ai presenti fini, le disposizioni da ultimo richiamate prevedono che il delegato deve disporre di risorse sufficienti per eseguire i rispettivi compiti e vantare adeguata esperienza (anche in ragioni delle funzioni in precedenza svolte) nonché una formazione professionale coerente con la funzione che sono chiamati a svolgere.

¹⁸ Il par. 3 dell'art. 73 del regolamento AIFM esige inoltre che «quando il valutatore esterno è soggetto all'obbligo di registrazione professionale presso l'autorità competente o un'altra entità dello Stato in cui è stabilito, la garanzia professionale contiene il nome di tale autorità o entità, compresi i relativi dati di contatto. La garanzia professionale indica chiaramente le disposizioni legislative o regolamentari o le regole di condotta professionale cui il valutatore esterno è soggetto».

e risorse tecniche sufficienti; *ii*) è dotato di procedure adeguate a salvaguardia di una valutazione corretta e indipendente; *iii*) possiede onorabilità ed esperienze sufficienti in materia di valutazione; *iv*) conosce e comprende adeguatamente la strategia di investimento del FIA e le attività che è chiamato a valutare.

I principi dettati dall'art. 19 della AIFMD e dal regolamento AIFM trovano ulteriore concretizzazione nel titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 1.3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio in base al quale il soggetto incaricato della valutazione, in aggiunta alle garanzie professionali di cui all'art. 73 del regolamento AIFM, deve soddisfare condizioni analoghe a quelle indicate – in relazione agli esperti indipendenti di cui all'art. 6, comma 1, lett. c), n. 5 t.u.f. – dall'art. 16, comma 7 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30, in forza del quale il valutatore esterno deve essere iscritto ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale l'appartenenza al quale indichi l'idoneità ad effettuare la valutazione dei beni (o di determinate categorie di essi) in cui è investito il fondo. Inoltre, sempre ai sensi della norma da ultimo richiamata¹⁹, il valutatore deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali delle SGR ai sensi dell'articolo 13 t.u.f.²⁰.

Le norme richiamate²¹ definiscono compiutamente il requisito di professionalità richiesto al valutatore esterno, da intendersi nella duplice accezione di “professionalità in senso stretto” (ossia del possesso di adeguate conoscenze e sufficiente esperienza in merito all'incarico affidato) e di idoneità tecnica, intesa – soprattutto in relazione al valutatore persona giuridica – quale

¹⁹ Anche in tal caso le disposizioni interne specificano le previsioni della AIFMD e (soprattutto) del regolamento AIFM (art. 77), in base alle quali il valutatore esterno – al pari degli altri soggetti delegati dal GEFIA – non possiede l'onorabilità necessaria se vi sono a suo carico precedenti quali reati, procedimenti giudiziari e sanzioni amministrative rilevanti per lo svolgimento dei compiti delegati. Particolare attenzione assumono a tal riguardo gli illeciti finanziari, compresi gli obblighi relativi alla prevenzione del riciclaggio di proventi di attività illecite, disonestà, frodi o reati finanziari, bancarotta o insolvenza

²⁰ Alla luce di quanto osservato nel testo, sembra che, sul piano applicativo, possa considerarsi certamente ammissibile l'esternalizzazione della funzione valutativa a favore, ad esempio, di una SGR o di un altro intermediario vigilato (es.: una banca) esterno al gruppo di appartenenza del gestore, giacché tali soggetti presentano, per definizione, i requisiti di previsti per il valutatore esterno.

²¹ Ma sul punto si veda anche ASSOGESTIONI (nt. 7), 23 s., per ulteriori specificazioni dei requisiti di professionalità normativamente previsti nonché per la raccomandazione che l'organo con funzione di supervisione strategica definisca e adotti specifiche modalità di selezione dell'esperto al fine di garantire che gli esperti siano scelti tra soggetti dotati di adeguata professionalità.

disponibilità di risorse umane e temporali adeguate all'incarico²². In particolare, va sottolineato che il riferimento all'iscrizione per un determinato periodo ad un albo professionale "coerente" con l'attività di valutazione (e, dunque, con la tipologia dei beni oggetto della medesima²³) che il valutatore è chiamato a svolgere trova riscontro nei requisiti previsti sia per i preposti a funzioni di controllo nelle società di capitali²⁴ sia, più specificamente, per i soggetti chiamati a svolgere funzioni analoghe (seppur in contesti differenti) a quelle del valutatore esterno, quale, ad esempio, l'esperto indipendente di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c.²⁵.

Non risulta altrettanto lineare la definizione del requisito di indipendenza del valutatore esterno, nonostante la centralità ad esso riconosciuta dalle disposizioni della AIFMD e del regolamento AIFM²⁶: difetta, infatti, un'analitica definizione di indipendenza e una esaustiva individuazione dei rapporti dai quali essa può essere compromessa.

Il par. 4, lett. a), dell'art. 19 AIFMD si limita a prevedere che il valutatore esterno deve essere «indipendente dal FIA, dal GEFIA di detto fondo e da

²² Per una più ampia analisi del requisito di professionalità nella duplice accezione introdotta nel testo sia consentito rinviare a G. STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, Egea, 2013, 32 ss.

²³ V. *supra* nota 16.

²⁴ G. STRAMPELLI (nt. 22), 32 ss.

²⁵ Secondo la ricostruzione prevalente, pur in assenza di una previsione legislativa in tal senso, la professionalità dell'esperto indipendente di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c. deve ritenersi, di regola, comprovata dall'iscrizione ad un ordine professionale, la quale costituisce pertanto un rilevante indice presuntivo. Cfr. M. S. SPOLIDORO (nt. 16), 70; M. NOTARI, *Il regime alternativo della valutazione dei conferimenti in natura in società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 88; M. MALTONI, *Questioni in merito all'applicazione della disciplina dell'art. 2343-ter c.c. (disciplina vigente a seguito del d.lgs. 29 novembre 2010 n. 224)*. *Studio di Impresa n. 50-2011/I del Consiglio nazionale del notariato*, disponibile sul sito www.notariato.it, 2011, 14.

²⁶ Si vedano, in particolare, l'art. 19 par. 1, AIFMD e l'art. 67 del regolamento AIFM ai sensi del quale le politiche e le procedure di valutazione adottate dal gestore devono riguardare, tra l'altro, «la competenza e l'indipendenza del personale che esegue effettivamente la valutazione delle attività». Conforme a tale generale principio è, del resto, la disposizione del par. 4 dell'art. 19 AIFMD in base alla quale il depositario non può essere nominato valutatore esterno a meno che non abbia separato, sotto il profilo funzionale e gerarchico, lo svolgimento delle funzioni di depositario dai suoi compiti di valutatore esterno e, inoltre, i potenziali conflitti di interesse derivanti dallo svolgimento del duplice incarico non siano stati opportunamente individuati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori del FIA. Un ulteriore presidio a tutela dell'indipendenza del valutatore esterno può essere altresì, almeno in parte, ravvisato nella previsione del par. 6 dell'art. 19 della AIFMD ai sensi della quale non è consentito a costui delegare a terzi la funzione di valutazione, potendo in questa prospettiva trovare giustificazione la maggiore rigidità di tale disposizione rispetto alla generale disciplina della delega di funzioni, secondo la quale è ammessa la subdelega qualora siano rispettate le condizioni di cui al par. 4 dell'art. 20 AIFMD.

qualsiasi altra persona che abbia stretti legami con il FIA o il GEFIA»; né ulteriori precisazioni sono contenute nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio il quale ribadisce, di fatto, quanto disposto dall'art. 19, par. 4, lett. a), AIFMD, senza richiamare i più stringenti requisiti di indipendenza dettati dagli articoli 16 e 17 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30 per gli esperti indipendenti ai quali lo stesso Regolamento impone di ricorrere²⁷ – qualora non sia stato delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota²⁸ – per la valutazione degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari non quotate²⁹.

Ciò detto, è da osservare preliminarmente che il gestore gode certamente della facoltà di stabilire, nelle politiche e procedure di valutazione delle attività del FIA adottate ai sensi dell'art. 67 del regolamento AIFM, più rigorosi parametri di indipendenza, eventualmente rinviando a quelli dettati dagli artt. 16 e 17 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30 per gli esperti indipendenti³⁰.

Là dove non si opti per una simile soluzione, alla luce delle disposizioni dianzi richiamate, non sembra potersi dubitare che il regime di indipendenza del valutatore esterno sia maggiormente flessibile rispetto a quello previsto per gli esperti indipendenti. Ad esempio, mentre per questi ultimi (nonché per i loro dipendenti e per le società appartenenti al medesimo gruppo) l'art. 16, comma 12, del d.m. 5 marzo 2015, n. 30 prescrive il divieto assoluto di prestare determinati servizi (es.: amministrazione di immobili, intermediazione immobiliare) al gestore che ha conferito l'incarico (e al suo gruppo di appartenenza)³¹, una simile preclusione non sussiste per il valutatore esterno, al quale si applica la disciplina in materia di delega di funzioni, potendo perciò essere conferiti a costui ulteriori incarichi a condizione che essi non siano di entità tale da comprometterne l'indipendenza³².

Una altrettanto significativa minaccia per l'indipendenza del valutatore esterno può altresì derivare dalla mancanza di limiti – analoghi a quelli dettati

²⁷ Sul punto ASSOGESTIONI (nt. 7), 16.

²⁸ Sulle problematiche interpretative poste da tale disposizione si veda *infra* nel testo.

²⁹ Cfr. titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 4 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

³⁰ In senso analogo G. GREÀ, A. SCHIAVO, *La Direttiva AIFM e la funzione preposta alla valutazione dei beni del fondo*, in *Dirittobancario.it*, 2015, 5.

³¹ ASSOGESTIONI (nt. 7), 17 ss.

³² Conformi G. GREÀ, A. SCHIAVO (nt. 30), 5.

dall'art. 16 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30 – alla durata dell'incarico³³ e alla discrezionalità nella determinazione dei compensi³⁴. Anche tenendo conto di quanto osservato dalla dottrina in merito ai soggetti chiamati a svolgere funzioni di controllo nelle società di capitali³⁵, è evidente, infatti, che il prolungarsi della durata dell'incarico e l'assenza di limiti alla determinazione dei compensi sono fattori suscettibili di incidere negativamente sull'indipendenza del delegato, giacché possono favorire il consolidarsi di familiarità tra il gestore e il valutatore esterno e compromettere l'indipendenza di giudizio di quest'ultimo.

A fronte di simili considerazioni potrebbe, tuttavia, obiettarsi che il diverso rigore del requisito di indipendenza applicabile, rispettivamente, agli esperti indipendenti e al valutatore esterno non costituisce un'incongruenza dell'impianto normativo ma trova giustificazione nella diversa funzione e nella difforme "natura" dei soggetti suddetti. L'attribuzione al valutatore esterno della funzione di valutazione dei beni del fondo e, eventualmente, del valore delle quote del medesimo, costituisce una delega di una delle funzioni

³³ L'art. 16, comma 15, del d.m. 5 marzo 2015, n. 30 – in analogia a quanto disposto dal d. lgs. 39/2010 riguardo all'indipendenza del revisore degli enti di interesse pubblico – prevede un duplice limite temporale a carico dell'esperto indipendente e, qualora esso abbia natura societaria, della persona fisica che materialmente effettua la valutazione. In linea generale, l'incarico ha durata triennale e non può essere rinnovato o nuovamente conferito prima che siano decorsi almeno due anni dalla data di cessazione del precedente; inoltre, la persona fisica che in concreto esegue la valutazione non può assumere (a favore dello stesso gestore o del gruppo di appartenenza del medesimo) un nuovo incarico, per conto di un diverso esperto indipendente, non prima che siano trascorsi almeno due anni dalla cessazione del precedente. Sempre sul modello del regime di indipendenza dettato dal d. lgs. 39/2010 per il revisore degli enti di interesse pubblico, il comma 16 dell'art. 16 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30 pone un divieto c.d. di porte girevoli in forza del quale l'esperto indipendente nonché i soci e gli amministratori del medesimo (e delle società del gruppo di appartenenza) non possono assumere cariche sociali nel gestore che ha conferito l'incarico (né nelle società appartenenti al medesimo gruppo) né svolgere a favore dello stesso, sotto forma di lavoro autonomo o subordinato, alcuna delle attività di cui al comma 13 del medesimo art. 16. Cfr. ASSOGESTIONI (nt. 7), 16, dove la precisazione che il periodo triennale decorre dalla prima valutazione effettuata.

³⁴ Il comma 16 dell'art. 16 del d. m. 5 marzo 2015, n. 30 dispone, in particolare, che il compenso *i*) deve essere commisurato all'impegno e alla professionalità richiesta per lo svolgimento dell'incarico, avuto riguardo al numero, alla natura, e alla ubicazione territoriale dei beni oggetto di valutazione e all'eventuale esistenza di un mercato attivo; *ii*) non può essere meramente determinato in funzione del valore degli immobili oggetto di stima, né può in alcun modo essere determinato in funzione dei risultati delle valutazioni svolte. Cfr. ASSOGESTIONI (nt. 7), 25 s., ove ulteriori precisazioni, in forza delle quali il compenso degli esperti indipendenti deve tener altresì conto del compenso normalmente riconosciuto sul mercato per incarichi similari e deve essere determinato sulla base anche delle offerte pervenute alla SGR.

³⁵ Sia consentito rinviare sul punto, anche per i necessari riferimenti, a G. STRAMPELLI (nt. 22), *passim*.

dell'impresa da parte del gestore e, dunque, l'esternalizzazione della medesima³⁶. Diversamente, l'esperto indipendente è esterno all'organizzazione dell'impresa di investimento e ricopre un ruolo essenzialmente di controllo limitatamente ai casi in cui la valutazione dei beni del fondo risulta maggiormente difficoltosa e connotata da un maggior grado di soggettività a causa dell'assenza di prezzi di mercato di riferimento.

Ancorché sia indubbio che le valutazioni eseguite, rispettivamente, dagli esperti indipendenti e dai valutatori esterni abbiano oggetto e funzioni non coincidenti, non sembra che tale differenza possa condurre a svalutare eccessivamente l'importanza del requisito di indipendenza per il valutatore esterno. Oltre alla generale previsione dell'art. 19, par. 1, AIFMD che esige una valutazione corretta e indipendente dei beni del fondo, appare significativo che il titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 4 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio esenti dalla nomina degli esperti indipendenti per la valutazione delle attività immobiliari il GEFIA che ha delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota³⁷. Questa disposizione sembra, infatti, chiaramente presupporre che il delegato al quale è affidata la funzione di valutazione deve assicurare un grado di "terzietà" e obiettività tale da rendere non necessaria la nomina degli esperti indipendenti³⁸.

³⁶ In altri termini, alla luce di quanto affermato nel testo, quella di valutazione è una funzione "interna" all'impresa di investimento, benché essa debba essere (al pari di altri segmenti dell'attività quali quelle di *audit* e di *compliance*) gerarchicamente indipendente dalla gestione del portafoglio. Ampiamente sulla delega di funzioni da parte delle imprese di investimento M. MAUGERI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e "integrità" organizzativa nelle imprese di investimento*, in *Banca borsa*, 2010, I, 439 ss.

³⁷ Una lettura riduttiva del requisito di indipendenza del valutatore esterno non sembra poter poggiare neppure sulla previsione del par. 4 dell'art. 19 AIFMD ai sensi del quale il depositario del fondo può essere designato in qualità di valutatore esterno. Benché in tal caso sia consentito attribuire tale incarico ad un soggetto che presenta "legami" con il FIA e con il GEFIA, l'esercizio di tale facoltà è subordinato - come già ricordato - alla condizione che il terzo «abbia separato, sotto il profilo funzionale e gerarchico, lo svolgimento delle sue funzioni di depositario dai suoi compiti in qualità di valutatore esterno», sì da limitare il rischio che i legami preesistenti tra il depositario e il fondo possano incidere sull'imparzialità della valutazione degli *asset* di quest'ultimo.

³⁸ Su un più piano più generale, va inoltre constatato che - ferme restando le differenze evidenziate nel testo - sia la valutazione del valutatore esterno sia quella degli esperti indipendenti rispondono alla medesima esigenza di assicurare una valorizzazione obiettiva dei beni del fondo. Similitudini tra le due fattispecie possono essere rinvenute anche tenendo conto di quanto osservato nella Comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 concernente il "Processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento", secondo la quale «l'incarico di valutazione conferito agli esperti indipendenti, sebbene non integri una fattispecie di esternalizzazione di funzioni aziendali, presenta profili di rischio

Benché le precedenti considerazioni non consentano di affermare l'obbligatoria applicazione al valutatore esterno dei più rigorosi requisiti di indipendenza previsti dagli artt. 16 e 17 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30, sembra, tuttavia, che esse debbano indurre a una rigorosa interpretazione delle disposizioni concernenti l'indipendenza del valutatore esterno, pur evitando eccessive ed inutili rigidità.

In primo luogo, la generica previsione del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio ai sensi del quale il valutatore esterno deve essere «indipendente dal gestore e da qualsiasi altro soggetto che abbia stretti legami con il gestore», deve essere letta in modo restrittivo considerando, di regola, rilevanti eventuali rapporti intrattenuti dal valutatore con i soggetti di cui al comma 11 dell'art. 16 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30, dovendo ad esempio, escludersi, la funzione di valutazione può essere delegata a un soggetto appartenente al gruppo della SGR delegante. Inoltre, ai fini della verifica dell'indipendenza, assume rilievo lo svolgimento da parte del valutatore esterno delle attività *ex art. 16*, comma 12³⁹, ferma restando – come già anticipato – la possibilità di escludere che, nel caso concreto, un determinato rapporto sia, per la sua natura e (soprattutto) entità, pregiudizievole dell'indipendenza⁴⁰.

Anche in merito alla determinazione dei compensi, pur non risultando direttamente applicabili le previsioni dell'art. 17 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30, taluni presidi a tutela dell'indipendenza del valutatore esterno sembra possano essere desunti dalla vigente disciplina. Anzitutto, benché formalmente si riferisca esclusivamente alla funzione di valutazione interna, pare assumere portata generale il dettato del titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 1.1 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio secondo cui la SGR deve assicurare che «la politica retributiva del personale addetto alla funzione e le

assimilabili a quelli dell'*outsourcing*, tenuto conto che la SGR, come nel caso della esternalizzazione, affida a un soggetto terzo un processo critico della propria attività».

³⁹ La preventiva individuazione dei rapporti che possono determinare un conflitto di interessi e incidere negativamente sull'indipendenza del valutatore esterno appare dovuta ai sensi dell'art. 31 del regolamento AIFM secondo il quale la politica di gestione dei conflitti di interessi che il GEFIA è tenuto ad istituire deve includere l'individuazione, anche in riferimento alle attività svolte dal valutatore esterno, delle circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto di interesse che comporti un rischio significativo di danno agli interessi del FIA o dei suoi investitori.

⁴⁰ In tale circostanza, a meno che non si tratti di rapporti economici di importo assolutamente irrilevante e perciò in alcun modo suscettibili di incidere sull'indipendenza del valutatore esterno, sembra opportuno che il GEFIA comunichi al FIA e agli investitori del FIA l'esistenza dei rapporti economici tra il valutatore esterno e il gestore ovvero altri soggetti ad esso legati.

altre misure adottate assicurino la prevenzione dei conflitti di interessi e l'esercizio di influenze indebite sul personale stesso». Ancor più rilevante è, inoltre, l'indicazione dell'art. 80 del regolamento AIFM, ai sensi del quale per valutare se una delega sia in conflitto con gli interessi del GEFIA o degli investitori del FIA si considera, tra l'altro, «la probabilità che il delegato abbia un interesse nel risultato di un servizio prestato o di un'attività eseguita a favore del GEFIA o del FIA».

In forza di tali disposizioni sembra potersi pertanto concludere che il compenso del valutatore esterno (così come dell'esperto indipendente) non può in alcun modo essere determinato in funzione dell'esito delle valutazioni svolte e che, al fine di evitare modalità di determinazione del compenso del valutatore suscettibili di pregiudicarne l'indipendenza e l'obiettività, è opportuno fare riferimento a parametri oggettivi, quali quelli indicati dall'art. 17 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30⁴¹.

4. (segue). I riflessi dell'esternalizzazione della funzione valutativa sull'organizzazione del GEFIA. Le condizioni per l'esenzione dalla nomina degli esperti indipendenti da parte dei GEFIA che gestiscono FIA immobiliari

Esaminati i requisiti di professionalità e di indipendenza del valutatore esterno, è possibile considerare gli effetti che la delega della funzione valutativa determina sull'organizzazione del GEFIA.

Anzitutto, al fine di consentire il corretto svolgimento dell'incarico, l'art. 67 del regolamento AIFM esige che le politiche e le procedure di valutazione stabiliscano un processo per lo scambio di informazioni tra il GEFIA e il valutatore esterno⁴², sì da garantire che siano fornite a costui tutte le

⁴¹ Si veda la precedente nota 34. Sul punto cfr. ASSOGESTIONI, *Il rapporto tra le SGR e gli "esperti indipendenti" nell'attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. Principi e linee guida*, disponibili sul sito www.assogestioni.it, 2010, 18, dove si precisa che, al fine di garantire l'indipendenza degli esperti, il loro compenso non può essere legato da altre funzioni da essi svolte o al numero degli incarichi ricevuti.

⁴² Appare rilevante che le politiche e le procedure, nel regolare lo scambio di informazioni tra SGR e valutatore esterno, indichino i referenti ai quali spetta il compito di mantenere lo scambio informativo, trasmettendo la documentazione rilevante e facendo fronte ad eventuali richieste di informazioni aggiuntive da parte del valutatore. Cfr., con riferimento all'ipotesi di costituzione di una funzione di valutazione interna, ASSOGESTIONI (nt. 7), 5, evidenziando che deve essere posta particolare attenzione allo scambio di informazioni tra la SGR e gli esperti indipendenti, ai quali il gestore deve fornire tutte le informazioni in suo possesso concernenti gli immobili oggetto di valutazione.

informazioni necessarie ai fini dello svolgimento della valutazione⁴³. Nel caso degli immobili, ad esempio, è necessario che il GEFIA fornisca al valutatore esterno tutte le informazioni in suo possesso sulle condizioni dei singoli immobili e, in specie, sulla loro situazione urbanistica, ambientale e fiscale⁴⁴.

In secondo luogo, conformemente alla disciplina della delega di funzioni, il GEFIA deve essere in grado di monitorare costantemente l'attività del delegato e di riesaminare i servizi da esso resi al fine di verificarne la corrispondenza alle norme applicabili⁴⁵: le politiche e le procedure di valutazione devono pertanto stabilire «i metodi e le procedure per controllare su base continuativa i servizi forniti dal delegato»⁴⁶. Gli artt. 70 e 71 del regolamento AIFM chiariscono in merito che il GEFIA deve effettuare il riesame periodico delle politiche e procedure di valutazione ed includere in queste ultime un processo di riesame dei singoli valori delle attività, qualora esista un rischio significativo di valutazione inappropriata⁴⁷.

L'esistenza di simili doveri a carico del GEFIA è coerente con il regime di responsabilità delineato dall'art. 19, par. 10, AIFMD, ai sensi del quale «i GEFIA sono responsabili della corretta valutazione delle attività dei FIA, del calcolo del

⁴³ Una chiara indicazione dell'importanza di un adeguato e tempestivo flusso informativo tra la SGR e il terzo incaricato della valutazione dei beni del fondo si desume dalla Comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010, la quale era diretta ad ovviare, tra l'altro, ad alcune criticità emerse riguardo alle modalità di coordinamento e ai flussi informativi e documentali tra le SGR e gli esperti indipendenti nell'ambito del processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento.

⁴⁴ In questo senso, in merito al rapporto tra la SGR e gli esperti indipendenti, ASSOGESTIONI (nt. 7), 12.

⁴⁵ V. art. 20, par. 1, lett. e), AIFMD, ai sensi del quale «la delega non deve ostacolare l'effettiva vigilanza del GEFIA, in particolare non deve impedire al GEFIA di agire nel miglior interesse degli investitori né deve impedire che il FIA sia gestito secondo tale criterio». Si veda a riguardo M. MAUGERI (nt. 36), 462, secondo il quale l'attività del *service provider* è costantemente soggetta al controllo della funzione interna dell'intermediario alla quale deve essere destinato il flusso informativo proveniente dal fornitore del servizio, spettando poi alla medesima funzione di riferire gli esiti delle proprie verifiche all'organo responsabile di curare l'adeguatezza del sistema organizzativo.

⁴⁶ Così l'art. 75, par. 1 del regolamento AIFM, ai sensi del quale altresì il GEFIA deve disporre costantemente delle conoscenze e delle risorse necessarie per sorvegliare le funzioni delegate e l'accordo tra il delegato e il GEFIA deve riconoscere a quest'ultimo il diritto di informazione, ispezione, ammissione e accesso, nonché i suoi diritti di istruzione e monitoraggio nei confronti del delegato. Sul punto si veda anche l'art. 50, comma 4, del provvedimento congiunto Banca d'Italia - Consob del 19 gennaio 2015 in base al quale «la delega non ostacola l'effettiva supervisione del gestore sulle funzioni delegate, né deve compromettere la capacità dello stesso di agire nel miglior interesse degli OICR e dei clienti».

⁴⁷ Rischio considerato maggiormente rilevante nei casi previsti dall'art. 71 del regolamento AIFM.

valore patrimoniale netto e della pubblicazione di detto valore. Pertanto, il fatto che il GEFIA abbia nominato un valutatore esterno non pregiudica la responsabilità del GEFIA nei confronti del FIA e dei suoi investitori^{48,49}.

Tanto osservato in linea generale, devono essere affrontate alcune specifiche problematiche concernenti l'applicazione della disciplina in esame ai FIA immobiliari e, in primo luogo, le condizioni per l'esenzione della nomina degli esperti indipendenti in caso di esternalizzazione della funzione valutativa.

L'interrogativo ha ragione di porsi in quanto, secondo il titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 4, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, la nomina degli esperti indipendenti non è richiesta qualora sia delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota. Ancorché il tenore letterale della disposizione appena richiamata sembri ammettere l'esenzione dalla nomina degli esperti indipendenti soltanto là dove il gestore abbia delegato a terzi sia la valutazione dei beni del fondo sia il calcolo del NAV, appare, tuttavia, preferibile una più flessibile soluzione in base alla quale la nomina degli esperti indipendenti non è dovuta neppure quando il GEFIA deleghi a terzi soltanto la valutazione dei beni del FIA, continuando ad effettuare internamente il calcolo del NAV⁵⁰.

A favore di questa ricostruzione depongono molteplici argomenti che paiono, nel complesso, convincenti. Anzitutto, si osserva che, in base al principio di proporzionalità, il GEFIA può delegare a terzi la funzione di valutazione dei beni del fondo e continuare a calcolare al proprio interno (di regola, nell'ambito della funzione amministrativa) il NAV, recependo a tal fine i valori attribuiti ai beni dal valutatore esterno⁵¹. Una chiara affermazione in tal

⁴⁸ Lo stesso par. 10 dell'art. 19 della AIFMD precisa peraltro che, salva la responsabilità del GEFIA per la corretta valutazione dei beni del FIA, «il valutatore esterno è responsabile nei confronti del GEFIA per ogni perdita da questo subita in conseguenza della negligenza del valutatore esterno o della volontaria mancata esecuzione dei suoi compiti», essendo esclusa la validità di ogni pattuizione contrattuale in senso difforme. Cfr. altresì sul punto il titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 1.3, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

⁴⁹ La previsione dell'art. 19 è coerente con i principi generali in materia di delega di funzioni dettati dall'art. 75 del regolamento AIFM ai sensi del quale «la struttura della delega non consente al GEFIA di eludere le sue responsabilità» e «gli obblighi del GEFIA nei confronti del FIA e dei suoi investitori non subiscono modifiche per effetto della delega».

⁵⁰ In tal senso BANCA D'ITALIA, *Nota di chiarimenti sul regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, disponibile sul sito www.bancaditalia.it, 2015, 7, che menziona l'esternalizzazione della funzione di valutazione quale unico presupposto per l'esenzione dalla nomina degli esperti indipendenti.

⁵¹ G. GREÀ, A. SCHIAVO (nt. 30), 5, affermando che questa ricostruzione è preferibile anche in ragione del fatto che «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

senso è, del resto, contenuta nel considerando n. 80 del regolamento AIFM dove si precisa che «il terzo che procede al calcolo del valore patrimoniale netto del FIA non deve essere considerato un valutatore esterno ai fini della direttiva 2011/61/UE se non fornisce valutazioni di singole attività, comprese quelle che comportano un giudizio soggettivo, ma si limita a inglobare nel calcolo i valori ottenuti dal GEFIA, da fonti di prezzi o da un valutatore esterno»⁵².

Proprio in quanto il calcolo del valore del NAV non implica un'autonoma attività valutativa ma si basa esclusivamente o principalmente sui valori determinati dal valutatore esterno una interpretazione aderente al dato letterale della richiamata previsione del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio sembrerebbe comportare eccessivi oneri a carico del gestore. Inoltre, la soluzione prospettata risulta conforme al dettato dell'art. 19 AIFMD, il quale distingue gli obblighi dei gestori relativi alla valutazione delle attività del FIA (nonché alla delega della funzione di valutazione e alla figura del *valutatore esterno*) da quelli inerenti al mero calcolo del valore netto della quota⁵³.

Un'ulteriore questione sollevata dalla dottrina riguardo all'applicazione della disciplina in esame ai FIA immobiliari concerne l'ammissibilità della nomina, in via volontaria, degli esperti indipendenti qualora il gestore abbia delegato la funzione di valutazione⁵⁴.

Una simile facoltà non sembra da escludere tenuto conto della previsione del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio che ammette la nomina

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)».

⁵² V. ABI, *Risposta alla consultazione circa il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, disponibile sul sito www.abi.it, 2014, 13 ss. dove anche alcune considerazioni sulle problematiche applicative alle quali potrebbe dare luogo l'accoglimento della soluzione più restrittiva. In specie, qualora la valorizzazione dell'attivo dei fondi dovesse essere normativamente inscindibile rispetto all'attività di calcolo del NAV, potrebbe accadere che molti dei soggetti ai quali è attualmente delegata quest'ultima attività decidano di risolvere i contratti in essere a causa della complessità e dell'onerosità della procedura per ottenere la qualifica di valutatori esterni nonché delle responsabilità ad essa connesse. Secondo l'ABI, le SGR coinvolte potrebbero essere costrette a internalizzare l'attività di calcolo del NAV con evidenti impatti sul proprio modello organizzativo e un significativo incremento dei costi, soprattutto per le entità di medie/piccole dimensioni.

⁵³ Cfr. ABI (nt. 52), 12 s., dove si ricorda che anche le previsioni del regolamento AIFM sono distintamente dedicate ai profili relativi all'esercizio della funzione di valutazione (artt. 67-71 e 73) e al calcolo del valore della quota (art. 72).

⁵⁴ Pongono l'interrogativo G. GREÀ, A. SCHIAVO (nt. 30), 7.

degli esperti indipendenti anche al di fuori delle ipotesi in cui ricorre un obbligo in tal senso⁵⁵. Coerentemente con questa indicazione appare, ad esempio, ammissibile – sebbene la facoltà di esternalizzare soltanto parzialmente la funzione valutativa sia controversa⁵⁶ – che il GEFIA deleghi la valutazione di alcune categorie di attività e svolga internamente – assicurando l’indipendenza della relativa funzione – la valutazione delle restanti attività avvalendosi eventualmente a tal fine degli esperti indipendenti (la cui nomina è dovuta soltanto qualora si proceda alla valutazione “interna” degli *asset* immobiliari)⁵⁷.

Maggiormente dubbia sembra, invece, l’ammissibilità di una diversa soluzione in forza quale sarebbero affidati – eventualmente, anche soltanto in relazione ad alcune categorie di beni – al valutatore esterno compiti di “controllo” sull’operato degli esperti indipendenti ai quali spetterebbe il compito di effettuare la valutazione dei beni del fondo⁵⁸. Perplessità in merito ad una simile articolazione organizzativa parrebbero derivare, in specie, dalle disposizioni dianzi riportate che pongono inderogabilmente a carico del gestore la responsabilità per la corretta valutazione dei beni del fondo, coerentemente con la vigilanza che egli deve svolgere sull’operato sul soggetto incaricato

⁵⁵ V. titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 1.1 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

⁵⁶ Il tenore letterale dell’art. 19 della direttiva AIFMD non sembrerebbe, infatti, contemplare soluzioni ibride in base alle quali la valutazione di talune categorie di attività è effettuata internamente dal gestore mentre di altre è delegata ad un valutatore esterno: nonostante ciò una simile opzione organizzativa non sembra essere preclusa. Le previsioni dettate dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio esentano, in caso di esternalizzazione della funzione valutativa, dalla nomina degli esperti indipendenti per la valutazione degli *asset* immobiliari ma non sembrano escludere la possibilità di mantenere, al contempo, la valutazione “interna” di altre tipologie di attività, eventualmente avvalendosi (in via volontaria) di esperti indipendenti a tal fine.

⁵⁷ Cfr. G. GREÀ, A. SCHIAVO (nt. 30), 7, i quali ipotizzano l’esternalizzazione della funzione di valutazione limitatamente agli *asset* immobiliari e il mantenimento all’interno della funzione di amministrazione della valutazione delle altre attività avvalendosi degli esperti indipendenti.

⁵⁸ In questo senso G. GREÀ, A. SCHIAVO (nt. 30), 7, secondo i quali potrebbero attribuirsi al valutatore esterno «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». Ad avviso degli autori richiamati tale soluzione consentirebbe di raggiungere la necessaria flessibilità organizzativa al GEFIA in funzione dell’andamento delle masse gestite (con una più corretta allocazione dei costi) e di garantire un più efficace presidio del processo valutativo. In senso diverso, sembra, BANCA D’ITALIA (nt. 50), 7, secondo cui in caso di delega a terzi della funzione valutativa «la SGR non dovrà avvalersi di esperti indipendenti per la valutazione dei beni», ferma restando per il delegato la facoltà di ricorrere, per talune tipologie di beni di difficile valutazione, a consulenze di terzi esperti, senza che ciò integri un’ipotesi di subdelega.

dell'attività valutativa. Timori in merito al possibile affievolimento della responsabilità sembra, tuttavia, possano essere superati in base all'art. 75, par. 1, del regolamento AIFM, secondo il quale, in ogni caso, «la struttura della delega non consente al GEFIA di eludere le sue responsabilità».

5. La funzione di valutazione interna

Ai sensi del titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 1.1. del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio – non applicabile ai FIA sotto-soglia⁵⁹ – la valutazione dei beni del FIA può essere svolta internamente dal GEFIA a condizione che la relativa funzione sia funzionalmente indipendente dalla gestione del portafoglio e dalla politica retributiva e siano adottate misure dirette a mitigare i potenziali conflitti d'interesse e ad evitare che sia esercitata un'influenza indebita sui dipendenti ai quali è affidato il compito di effettuare la valutazione. Ad ulteriore presidio della correttezza di quest'ultima, il titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 1.1. del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio dispone che il soggetto incaricato della revisione dei conti verifichi – facendo riferimento ai principi di revisione legale dei conti – la correttezza del procedimento di valutazione⁶⁰.

Per quanto concerne l'organizzazione della funzione valutativa interna, l'art. 67, par. 4, del regolamento AIFM dispone soltanto che, quando la valutazione è eseguita dal GEFIA, le politiche includono la descrizione delle misure che garantiscono l'esecuzione funzionalmente indipendente della valutazione conformemente all'articolo 19, par. 4, lett. b), AIFMD, ma non definisce i presidi che da attuare a tutela dell'indipendenza della funzione valutativa.

Indicazioni più precise in merito sembrano, tuttavia, desumibili – considerate le analogie esistenti tra i due profili – dal combinato disposto dell'art. 15 AIFMD e dell'art. 42 del regolamento AIFM concernenti la separazione funzionale e gerarchica della funzione di gestione del rischio. Sulla scorta di tali previsioni, è da ritenere, in primo luogo, che i dipendenti ai quali è

⁵⁹ V. *supra* nota 2.

⁶⁰ Come già ricordato, ove si prescelga tale opzione organizzativa, per i FIA immobiliari il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 4, impone la nomina di esperti indipendenti, aventi i requisiti dell'art. 16 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30, per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate.

affidata la funzione valutativa non possono essere soggetti alla sorveglianza di coloro che sono responsabili della gestione del portafoglio⁶¹; inoltre, è precluso agli incaricati della funzione valutativa lo svolgimento di incarichi o di attività nell'ambito della gestione del portafoglio. Alla luce di quanto appena affermato sembra pertanto rappresentare una ammissibile opzione organizzativa - come riconosciuto anche dalla Banca d'Italia⁶² - l'attribuzione dei compiti inerenti alla valutazione dei beni del fondo alla funzione di gestione del rischio, a condizione che ciò, nel caso concreto, sia giudicato in linea con il principio di proporzionalità e non dia luogo a potenziali conflitti di interessi.

Al fine di prevenire questi ultimi, la retribuzione del personale addetto alla valutazione dei beni del FIA, deve essere commisurata esclusivamente all'attività svolta e non può dipendere, in alcun modo, dai risultati della funzione di gestione del portafoglio⁶³. Per quanto sia opinabile includere quella di valutazione tra le funzioni di controllo del gestore, sembra altresì assumere rilievo a riguardo la previsione dell'art. 40 del provvedimento congiunto Banca d'Italia - Consob del 19 gennaio 2015⁶⁴ in forza della quale può ravvisarsi l'opportunità che la remunerazione del personale addetto alla funzione di valutazione sia prevalentemente fissa, dovendo in ogni caso prevedersi che l'eventuale componente variabile sia coerente con il conseguimento degli obiettivi legati alle relative funzioni e indipendente dai risultati conseguiti da altre funzioni e, segnatamente, dalla funzione di gestione del portafoglio.

6. I criteri di valutazione: le partecipazioni in società non immobiliari non quotate

Esaminati alcuni degli aspetti problematici posti dall'organizzazione della funzione valutativa, è possibile ora considerare, limitatamente ad alcuni profili maggiormente controversi, i criteri⁶⁵ per la valutazione dei beni del

⁶¹ Conforme ASSOGESTIONI (nt. 7), 14.

⁶² BANCA D'ITALIA (nt. 50), 7 s.. Ma v. anche ASSOGESTIONI (nt. 7), 14.

⁶³ In conformità alla già richiamata previsione del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 1.1, la politica retributiva del personale addetto alla funzione di valutazione deve prevenire eventuali conflitti di interessi e l'esercizio di influenze indebite sul personale stesso.

⁶⁴ Concernente la remunerazione dei consiglieri non esecutivi, dei componenti dell'organo con funzione di controllo e dei componenti delle funzioni aziendali di controllo.

⁶⁵ I criteri di valutazione delle diverse categorie di attività sono distinti dalle politiche e dalle procedure di valutazione disciplinate dalla AIFMD e dal regolamento AIFM, l'art. 67 del quale prevede che «le politiche di valutazione stabiliscono, e le procedure attuano, le metodologie di

fondo previsti dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, i quali, in linea generale, sono volti a soddisfare la duplice esigenza di fornire agli investitori informazioni rilevanti ai fini delle loro scelte di investimento mediante stime che approssimino il valore corrente dei beni del fondo⁶⁶ e, al contempo, di evitare – ove manchino riferimenti a prezzi di mercato – valutazioni eccessivamente ottimistiche (o pessimistiche) che potrebbero risultare fuorvianti e pregiudizievoli per gli investitori.

Questa impostazione emerge chiaramente dal criterio previsto per gli strumenti finanziari quotati i quali devono essere valutati in base all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione: il prezzo di quotazione rappresenta, infatti, un riferimento oggettivo ed idoneo ad esprimere il valore effettivo dello strumento finanziario. La scelta di assumere quale valore rilevante l'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione potrebbe, in ragione di eventuali anomale oscillazioni di mercato, condurre talora alla sopravvalutazione ovvero alla sottovalutazione dello strumento finanziario⁶⁷, così avvantaggiando ovvero penalizzando gli investitori. A prevenire simili potenziali distorsioni derivanti dal riferimento a un prezzo di mercato "puntuale" sono dirette le cautele previste da altre disposizioni che indicano il prezzo di mercato quale parametro valutativo di riferimento⁶⁸: ad esempio, l'art. 2343-ter, comma 1, c.c., in caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario, esenta il conferente dalla richiesta di nomina dell'esperto da parte del tribunale ai sensi dell'art. 2343 c.c.

valutazione utilizzate per ciascun tipo di attività» e che «le politiche e procedure che stabiliscono le metodologie di valutazione includono gli *input*, i modelli e i criteri di selezione per le fonti dei prezzi e dei dati di mercato. Esse prevedono che i prezzi siano ottenuti da fonti indipendenti ogniqualvolta ciò sia possibile e appropriato». Le politiche e le procedure di valutazione regolano l'intera funzione valutativa, disciplinando i soggetti ad essa preposti e la tempistica della valutazione e richiedendo la preventiva indicazione dei criteri e dei parametri che si intendono utilizzare per la determinazione del valore delle diverse categorie di attività. In merito quest'ultimo profilo si vedano altresì le *International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) Guidelines* le quali distinguono tra «basis of valuation» (ossia i criteri di valutazione utilizzati, quali il costo storico o il *fair value*) e «valuation technique» (consistenti nei metodi e nelle tecniche impiegate per l'applicazione del criterio prescelto).

⁶⁶ Più precisamente il calcolo del NAV dovrebbe approssimare il c.d. *exit value*, ossia il valore realizzabile dalla cessione delle quote del fondo.

⁶⁷ L'esigenza di evitare l'utilizzo di valori scarsamente significativi traspare dallo stesso titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 2.1, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, ai sensi del quale «per gli strumenti trattati su più mercati, si fa riferimento al mercato dove si formano i prezzi più significativi, avendo presenti le quantità trattate presso lo stesso e l'operatività svolta dal fondo».

⁶⁸ Sul punto di veda OIV, *Principi italiani di valutazione 2015*, Milano, Egea, 2015, 168 s.

a condizione che il valore di conferimento di tali attività sia pari o inferiore «al prezzo medio ponderato al quale siano stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento»⁶⁹. La comparazione con il regime del conferimento “senza stima” dei valori mobiliari e degli strumenti del mercato monetario non sembra, tuttavia, possa fondare un giudizio negativo della disciplina in esame, giacché le norme in materia di conferimenti sono improntate a istanze prudenziali volte a prevenire la sovrastima dei beni conferiti e la non corretta formazione del capitale sociale, mentre riguardo al calcolo del valore dei beni e del NAV del FIA, pur essendo presente l’esigenza di evitare sopravvalutazioni, è essenziale assicurare agli investitori di cedere ovvero acquistare le quote del fondo ad un valore che approssimi il più possibile quello corrente.

Al raggiungimento della duplice esigenza dianzi indicata sono diretti anche i criteri valutativi indicati dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio per i beni immobili e i diritti reali immobiliari per i quali si richiede espressamente di calcolare il loro valore corrente coincidente con il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto (a condizioni normali) alla data in cui è effettuata la valutazione. Le metodologie indicate per il calcolo del valore corrente implicano, tuttavia, un non trascurabile grado di soggettività da parte del valutatore⁷⁰ per mitigare il quale è previsto l’intervento di un “terzo” rappresentato, a seconda che la funzione valutativa sia interna ovvero esternalizzata, dagli esperti indipendenti di cui al titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 4 del Regolamento o, in alternativa, dal valutatore esterno⁷¹.

Il contemperamento della duplice esigenza di assicurare una stima del valore corrente dei beni e di evitarne ingiustificate sopravvalutazioni appare

⁶⁹ Cfr. G. OLIVIERI, *I sistemi alternativi di valutazione dei conferimenti in natura nelle s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 234 ss., secondo il quale «il dato che emerge dal calcolo della media (ponderata) delle quotazioni del titolo nei sei mesi precedenti il conferimento rappresenta, dunque, il *valore effettivo ed attuale* di quel particolare tipo di bene che, ovviamente, potrebbe non coincidere con (in quanto maggiore o minore del)la quotazione registrata dal titolo nel giorno in cui la società si costituisce o comunque in un arco di tempo scarsamente significativo». È rilevante altresì che l’art. 1 della direttiva 2006/68/CE, per l’adozione del metodo in esame per la stima dei conferimenti, richiede che gli strumenti finanziari siano negoziati «durante un periodo sufficiente», confermando così l’inopportunità di utilizzare un valore puntuale maggiormente esposto a fluttuazioni suscettibili di pregiudicarne l’attendibilità.

⁷⁰ A limitare le quali concorre in parte (ma in misura non sufficiente) la già richiamata previsione dell’art. 67 del regolamento AIFM, secondo cui le politiche e le procedure di valutazione devono indicare, tra l’altro, «gli *input*, i modelli e i criteri di selezione per le fonti dei prezzi e dei dati di mercato».

⁷¹ G. GREA, A. SCHIAVO (nt. 30), 3.

maggiormente problematico in merito alle partecipazioni in società non quotate non immobiliari, che, di regola, costituiscono la tipologia di *asset* più rilevante per i fondi di *private equity* e di *venture capital*. Al riguardo, durante la fase di pubblica consultazione che ha preceduto l'emanazione del Regolamento, sono state avanzate richieste a favore di un più deciso adeguamento delle disposizioni nazionali agli standard valutativi internazionali⁷² incentrati sul criterio del *fair value*, considerato maggiormente idoneo a fornire un'informazione significativa agli investitori e ad evitare la penalizzazione che deriva a costoro dalla sottovalutazione dei beni del fondo⁷³. L'adozione del *fair value*⁷⁴ risulta, inoltre, coerente con i criteri di valutazione dettati dai principi contabili internazionali IAS/IFRS in base ai quali le entità di investimento⁷⁵ non devono consolidare le proprie controllate (o applicare l'IFRS 3, quando ottiene il controllo di un'altra entità) ma valutare le stesse al *fair value* rilevato a conto economico in conformità all'IFRS 9⁷⁶.

Le disposizioni del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio risultano soltanto in parte conformi a tale proposta, giacché, pur indicando il costo storico quale criterio di valutazione, consentono (trascorsi, di regola, almeno dodici mesi dalla data dell'investimento) la rivalutazione di tale valore mediante i criteri indicati dal titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 2.4.3⁷⁷, basati sui valori in transazioni recenti avvenute tra parti indipendenti e significative per la

⁷² Si vedano, ad esempio, le *Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) Guidelines*, secondo le quali «Fair Value as the best measure of valuing private equity portfolio companies and investments in Private Equity Funds. The board's support for Fair Value is underpinned by the transparency it affords investors in Funds, which use Fair Value as an indication of the interim performance of a portfolio».

⁷³ In questo senso AIFI, *Risposta alla consultazione pubblica, avviata dalla banca d'Italia e dalla Consob, sulla disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. Recepimento della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e ulteriori interventi di modifica*, disponibile sul sito www.consob.it, 2014, 16 s.

⁷⁴ Che, invero, pare implicare un grado di soggettività non difforme da quello concesso dalle metodologie di rivalutazione di cui al titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 2.4.3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

⁷⁵ Ai sensi del par. 27 dell'IFRS 10 (recepito con il regolamento UE n. 1174/2013, «un'entità d'investimento è una entità che: (a) ottiene fondi da uno o più investitori al fine di fornire loro servizi di gestione degli investimenti; (b) si impegna nei confronti dei propri investitori a perseguire la finalità commerciale di investire i fondi esclusivamente per ottenere rendimenti dalla rivalutazione del capitale, dai proventi dell'investimento o da entrambi; e (c) calcola e valuta i rendimenti della quasi totalità degli investimenti in base al *fair value*».

⁷⁶ Cfr. par. 32 dell'IFRS 10.

⁷⁷ Criteri che presentano diversi punti di contatto (pur persistendo diverse non trascurabili differenze) con quelli indicati dalla prassi internazionale e, precisamente, dalle *Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) Guidelines*.

quantità di titoli scambiate o, in alternativa, sull'utilizzo dei criteri di valutazione noti alla prassi e fondati su grandezze reddituali o finanziarie ovvero ai c.d. multipli di mercato (es.: il rapporto *price/earnings*).

L'impiego di tali criteri di valutazione, benché possa condurre alla determinazione di valori che approssimano il *fair value* accolto dalla prassi internazionale, è circondato in ambito nazionale da particolari cautele a causa del grado di discrezionalità che esso, inevitabilmente, implica. In primo luogo, sono posti stringenti obblighi informativi ed è richiesto, in particolare, di illustrare le «caratteristiche degli elementi di tipo reddituale utilizzati ai fini dell'eventuale rivalutazione della partecipazione» e di motivare opportunamente la differenza (ove significativa) tra il valore determinato mediante i criteri di rivalutazione e la corrispondente quota di patrimonio netto del fondo.

Ancor più incisiva è l'ulteriore previsione secondo cui, per tener conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni effettuate – in deroga al criterio del costo storico – «è, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25 per cento». Pur essendo evidente l'intento di evitare ingiustificate sopravvalutazioni delle partecipazioni in società non quotate non immobiliari, tale disposizione può condurre alla sottovalutazione di tali *asset* con una conseguente penalizzazione degli investitori i quali potrebbero subire in tal modo un duplice effetto negativo: l'iscrizione della quota di partecipazione al fondo ad un valore inferiore al valore di mercato delle medesime (potendo da ciò derivare anche la rilevazione di svalutazione delle quote medesime) e l'eventuale cessione della quota sul mercato a sconto rispetto al valore reale⁷⁸.

A dubbi interpretativi dà luogo anche l'ulteriore previsione del titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 2.4.3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio in forza della quale le partecipazioni in società non quotate devono essere oggetto di svalutazione in presenza di riduzioni del patrimonio netto delle partecipate, fermo restando che «la SGR, eccezionalmente, può evitare di procedere alla svalutazione, dietro delibera motivata dell'organo con funzione di supervisione strategica, qualora sussistano specifiche circostanze, quali la temporaneità o la irrilevanza della riduzione del patrimonio netto delle partecipate»⁷⁹.

⁷⁸ AIFI (nota 73), 16.

⁷⁹ Segnala le difficoltà applicative riconducibili a tale disposizione AIFI (nota 73), 17.

La rilevazione di perdite da parte della società partecipata e la conseguente riduzione del patrimonio netto costituisce, di regola, un consistente indizio di una possibile perdita di valore della medesima, che esige, in ogni caso, un'attenta valutazione e un'analitica motivazione⁸⁰. Che la rilevazione di una riduzione del patrimonio netto della partecipata, tuttavia, non implichi automaticamente una svalutazione della medesima da parte del soggetto partecipante emerge con chiarezza anche dal principio contabile nazionale OIC 21, par. 41, secondo il quale la riduzione del capitale per perdite costituisce «un forte indizio» della necessità di una svalutazione non impone inderogabilmente di procedere alla medesima.

Ciò detto, il riferimento al principio contabile OIC 21 appare utile anche al fine di chiarire a quali condizioni una riduzione del patrimonio netto possa definirsi temporanea ovvero irrilevante.

L'OIC 21, par. 35, stabilisce che una perdita di valore della partecipata può considerarsi non durevole nelle ipotesi in cui si prevede che le cause della medesima possano essere rimosse in un breve arco temporale: condizione che può – effettuate le verifiche del caso – considerarsi sussistente qualora la partecipata abbia predisposto piani e programmi diretti al recupero delle condizioni di equilibrio economico/finanziario e patrimoniale. Perché la svalutazione possa essere evitata, sempre secondo l'OIC 21, è necessario che i piani presentino caratteristiche di concretezza e brevità di attuazione, le quali possono ritenersi sussistenti là dove i piani siano stati approvati dai competenti organi sociali e individuino analiticamente sia gli interventi che si intendono adottare e i benefici economici da essi derivanti sia i tempi entro i quali si prevede di superare la situazione di disequilibrio economico e/o patrimoniale. In conformità a tali indicazioni e ferma la necessità di una valutazione caso per caso che tenga conto delle specificità della singola fattispecie, una riduzione del patrimonio netto potrebbe essere considerata temporanea là dove la partecipata abbia approvato piani che prevedono una significativa riduzione dei costi operativi in grado di favorire la produzione di utili entro tempi brevi o siano previsti entro un arco temporale ridotto nuovi apporti di capitale da parte dei soci o di terzi.

⁸⁰ Coerentemente con la generale indicazione dettata dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio secondo la quale la svalutazione della partecipazione è dovuta «in caso di deterioramento della situazione economica, patrimoniale o finanziaria dell'impresa ovvero di eventi che del pari possano stabilmente influire sulle prospettive dell'impresa medesima e sul presumibile valore di realizzo dei relativi titoli».

Con specifico riferimento all'ulteriore parametro della rilevanza della riduzione del patrimonio netto indicato dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, è da considerare se tale riduzione possa considerarsi irrilevante in altre ipotesi oltre a quella in cui essa sia di importo economico assolutamente limitato. In particolare, può ipotizzarsi che la riduzione del patrimonio netto (e del capitale sociale) della partecipata non determini necessariamente la svalutazione della partecipazione quando alle perdite da questa subite (che devono essere contabilizzate obbligatoriamente, con conseguente riduzione del capitale, al concretizzarsi dei presupposti dell'art. 2446 comma 2 o dell'art. 2447 c.c.) fanno da "contrappeso" plusvalenze implicite in poste dell'attivo della partecipata (non iscrivibili nel bilancio della stessa), sì che alla riduzione del capitale non corrisponde la diminuzione del valore effettivo del patrimonio della partecipata⁸¹.

Una simile soluzione sembrerebbe coerente con le previsioni del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio che, come detto, consente la rivalutazione delle partecipazioni in società non quotate non immobiliari mediante i criteri indicati dal titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 2.4.3 i quali consentono di apprezzare anche componenti patrimoniali (quali l'avviamento e i plusvalori sugli immobili) non iscrivibili nel bilancio della partecipata. Coerentemente con le misure prudenziali in precedenza richiamate, tali maggiori valori dovrebbero in ogni caso essere considerati al netto della "decurtazione" del 25% prevista dal Regolamento.

7. Il calcolo del NAV del fondo alternativo

Per quanto i due profili siano strettamente connessi, dalla valutazione dei beni del fondo deve essere distinto il calcolo del NAV del medesimo. Come chiarito dal già richiamato considerando n. 80 del regolamento AIFM, «il terzo che procede al calcolo del valore patrimoniale netto del FIA non deve essere considerato un valutatore esterno ai fini della direttiva 2011/61/UE se non fornisce valutazioni di singole attività, comprese quelle che comportano un giudizio soggettivo, ma si limita a inglobare nel calcolo i valori ottenuti dal GEFIA, da fonti di prezzi o da un valutatore esterno»⁸². In altri termini, secondo

⁸¹ Cfr. G. STRAMPELLI, *Commento all'art. 2426 c.c.*, destinato al *Codice delle Società per Azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, in corso di pubblicazione per i tipi di Giuffrè.

⁸² La previsione del regolamento è conforme alla proposta elaborata dall'ESMA secondo la quale «third party which carries out the calculation of the net asset value for an AIF is not

tale previsione, l'attività di calcolo del valore delle quote o delle azioni del fondo non implica, di regola, una discrezionalità valutativa del soggetto incaricato, il quale si limita ad utilizzare valori delle attività ottenute da altre fonti.

Per tale motivo, la Banca d'Italia ha recentemente chiarito che alla delega del calcolo del NAV si applicano le disposizioni sull'esternalizzazione di funzioni dettate dal Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob (e non la disciplina in materia di valutazione dei beni)⁸³, in conformità alle quali è consentito al soggetto delegato di subdelegare tale attività nel rispetto delle disposizioni del medesimo regolamento⁸⁴. Di conseguenza, non trovano applicazione al soggetto incaricato del calcolo del NAV le disposizioni del titolo V, capitolo IV, sez. II, par. 1.3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, sì che il delegato non deve presentare i requisiti ivi previsti⁸⁵.

In forza di quanto sin qui affermato, è da ritenere ammissibile che la funzione di calcolo del NAV, qualora non sia esternalizzata, possa essere svolta all'interno della funzione amministrativa, deponendo in tal senso anche il considerando n. 80 del regolamento AIFM secondo il quale «il GEFIA stesso

considered to be an external valuer for the purposes of Article 19 of the Directive, so long as this entity does not provide valuations for individual assets, including those requiring subjective judgement, but incorporates values which are obtained from the AIFM, pricing sources or the external valuer(s) into the calculation process» (v. ESMA (nt. 7), 117).

⁸³ V. BANCA D'ITALIA (nt. 50), 7 s.. Sul punto altresì ABI (nt. 52), 13 ss., la quale, durante la pubblica consultazione precedente l'emanazione del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, aveva osservato che «l'assoggettamento ad un'unica disciplina della delega della funzione di valutazione e delle attività di mero calcolo del NAV costituirebbe una significativa deviazione del nostro ordinamento rispetto a quanto previsto dalla normativa europea e pertanto determinerebbe una disparità di trattamento tra i diversi operatori comunitari». In senso analogo, con riferimento agli operatori dei settori del *private equity* e del *venture capital*, AIFI (nota 73), 19.

⁸⁴ Come previsto dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio non costituisce una subdelega e rientra, pertanto, nella discrezionalità del delegato la possibilità di ricorrere, per talune tipologie di beni di difficile valutazione, a consulenze di terzi esperti. Chiaramente sul punto BANCA D'ITALIA (nt. 50), 7.

⁸⁵ V. ancora BANCA D'ITALIA (nt. 50), 8, dove si precisa altresì che il titolo V, capitolo IV, sez. I, par. 2 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio riferisce l'eventuale divieto da parte della Banca d'Italia esclusivamente all'affidamento a terzi dell'incarico della valutazione dei beni e non anche del calcolo del NAV («La SGR, entro 10 giorni dalla sottoscrizione del contratto con il soggetto delegato, comunica alla Banca d'Italia la nomina di tale soggetto. La Banca d'Italia, entro 60 giorni dalla ricezione della comunicazione, può vietare la delega della funzione di valutazione se non sono soddisfatte le condizioni previste nel presente paragrafo»).

può calcolare il valore patrimoniale netto per quota o azione nell'ambito delle sue funzioni di amministrazione del FIA»⁸⁶.

⁸⁶ Cfr. (v. ESMA (nt. 7), 117), 117. Si vedano altresì sul punto ASSOGESTIONI, *Task force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi. Documento conclusivo*, disponibile sul sito www.assogestioni.it, 2013, 75; AIFI (nota 73), 20; G. GREA, A. SCHIAVO (nt. 30), 2 s.