

# Fondi ad apporto, i nodi da sciogliere

Il Consiglio di Stato ha chiesto ulteriori accertamenti per varare le norme attuative. La valutazione degli immobili

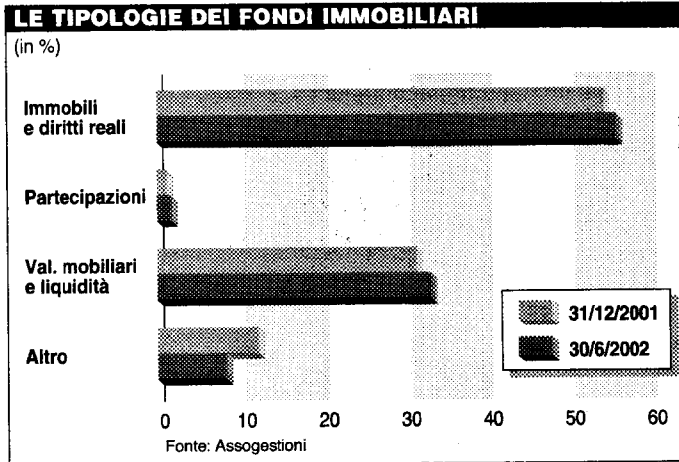
FERNANDO VACARINI

Roma

La querelle dei regolamenti attuativi dei Fondi immobiliari sembra non avere mai fine. Quando sembrava che i giochi fossero fatti, il Consiglio di Stato ha chiesto ulteriori accertamenti, facendo registrare una piccola vittoria per i gestori dei Fondi immobiliari chiusi che si erano oramai rassegnati ad accettare l'idea che si potessero conferire immobili ad apporto in conflitto di interessi fino ad un massimo del 60%. Nessuno di loro crede che la bozza dei regolamenti attuativi sarà stravolta, però il messaggio lanciato dal Consiglio di Stato è considerato un segnale chiaro in favore della

trasparenza. «Mi fa piacere constatare l'alto grado di attenzione posto su un argomento così delicato - sottolinea Luigi Arborio Mella, amministratore delegato di Polis Fondi sgr - L'approfondimento rappresenta una garanzia e confidiamo che anche grazie a questo rigore si possa pervenire all'emanazione di una normativa irreprensibile, in grado di dare le più ampie garanzie ai futuri sottoscrittori». La soluzione di questo impasse legislativo potrebbe rappresentare un volano per un settore che attraversa una fase di stallo in attesa che il quadro legislativo complessivo sia più chiaro. «Questo tira e molla in attesa che vengano emanati i

regolamenti attuativi non fa bene al comparto - afferma Gerardo Solaro del Borgo, direttore generale di Deutsche Bank Fondi immobiliari sgr - e genera molti sospetti nel pubblico risparmio». Uno degli aspetti fondamentali nel conferimento di un patrimonio immobiliare è la valutazione degli immobili. «Da un punto di vista tecnico - spiega Michele Cibrario, amministratore delegato di Bnl Fondi immobiliari sgr - l'apporto viene fatto



Nel grafico, le diverse tipologie dei Fondi immobiliari

sulla base di valutazioni espresse da periti valutatori indipendenti nominati dalla sgr. E questo può generare sospetti. Se una società di gestione nomina delle persone a valutare immobili che gli saranno conferiti, è possibile che la valutazione non sia ottimale».

«Uno degli aspetti più delicati nella possibilità di apportare al Fondo beni della stessa sgr, o di società ad essa correlate, è rappresentato proprio dalla valutazione degli immobili - spiega Luigi Arborio Mella - bisognerebbe creare una sorta di Authority totalmente indipendente a cui demandare le valutazio-



ni». La scelta di nominare valutatori esterni non è una prassi solo italiana, ma è presente anche in altri paesi: l'unica differenza è l'anomalia del mercato immobiliare italiano. «In Italia lo spread tra valutatori è molto ampio - dichiara Gerardo Solaro del Borgo - l'unico vero valore di un immobile è quando le due parti in una trattativa trovano un accordo. Un altro gap per i valutatori indipendenti, rispetto ad altri paesi, è la mancanza di un database affidabile.

Inoltre all'estero il mercato è più trasparente e le valutazioni sono più precise e meno rischiose».

Tutte le polemiche sorte circa la regolamentazione dei Fondi immobiliari chiusi per quanto riguarda il conferimento in conflitto di interesse, nascono a causa della nascita di una joint venture costituita da Morgan Stanley e Pirelli & C Real Estate, con il cosiddetto progetto Tiglio. «Tiglio» nella sua struttura è un veicolo di portafogli immobiliari complementari tra loro. Tanto per fare un esempio gli immobili della Telecom hanno una redditività molto buona (intorno all'8%) e costante nel tempo, mentre quelli della Pirelli hanno un potenziale di capital gain più elevato. Morgan Stanley detiene la maggioranza di questa joint venture, mentre Pirelli & C Real Estate è minoranza, ma sarà il gestore degli immobili.

Il vero problema (opportunità) è che nei progetti di questa società c'è la creazione di uno strumento finanziario in cui convogliare questi immobili. Non è sta-



to ancora deciso se sarà uno o più Fondi immobiliari - per istituzionali o retail - una società quotata o un private placement. Ma questa vicenda ha fatto suonare un campanello d'allarme per tutti i gestori dei Fondi immobiliari chiusi, perché si è voluto assumere per certo che la soluzione finale sarà un Fondo immobiliare per clienti retail. In questo caso il rischio trasparenza per i risparmiatori, secondo i gestori dei Fondi, sarebbe molto forte. In realtà per esprimere un giudizio completo su questa storia, bisogna sottolineare ancora alcuni aspetti. La discesa in campo di alcuni grandi gruppi industriali e finanziari può favorire il decollo definitivo di questo prodotto. Si pensi che l'ammontare complessivo degli immobili presenti nell'operazione Morgan Stanley, Pirelli & C Real Estate è di 4 miliardi di euro, mentre il patrimonio dei Fondi già sul mercato è di soli 3 miliardi. Se a questo primo esempio seguissero altre iniziative di questo livello, il mercato dei Fondi immobiliari raggiungerebbe livelli da paese maturo.

Ma esiste un secondo aspetto che dovrà essere vagliato con attenzione, perché assumerà una rilevanza molto importante e sarà relativo a chi farà confluire immobili in conflitto d'interesse. Gruppi di caratura internazionale come Morgan Stanley e Pirelli sono sotto i riflettori e non potrebbero, neanche se volessero, compiere operazioni non trasparenti, perché il danno di immagine che ne deriverebbe sarebbe troppo elevato. Il vero problema è se immobilizeristi - o società spregiudicate e perfino banche locali con dei costruttori con crediti incagliati - decidono di dare vita ad iniziative del genere. In questo caso far confluire immobili in conflitto d'interesse potrebbe essere un rischio molto elevato. Per i risparmiatori e per il mercato stesso.