

# FONDI IMMOBILIARI: PROFILI NORMATIVI E ASPETTI CONTABILI

I FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO DI NATURA IMMOBILIARE STANNO ASSUMENDO IN ITALIA UN RUOLO SEMPRE PIÙ RILEVANTE NEL PANORAMA DEL REAL ESTATE E DELLA FINANZA IMMOBILIARE. MANTENENDO LA LORO NATURA DI STRUMENTI FINANZIARI DESTINATI A UNA PLURALITÀ DI PARTECIPANTI, HANNO ANCHE ASSUNTO LA VESTE DI VERI E PROPRI "VEICOLI" UTILIZZATI DA SOGGETTI DI NATURA DIVERSA PER SVOLGERE ATTIVITÀ DI GESTIONE E DI SVILUPPO IMMOBILIARE. BANCHE, SOGGETTI PRIVATI CON RILEVANTI PATRIMONI, IMPRESE OPERANTI NEL SETTORE SI RIVOLGONO ALLE ORMAI NUMEROSE SGR PRESENTI SUL MERCATO PER LA COSTITUZIONE DI FONDI IMMOBILIARI CHE GARANTISCONO TRASPARENZA ED EFFICIENZA NELLA GESTIONE. L'ARTICOLO È DESTINATO A CHI VOGLIA ACCOSTARSI ALLA DISCIPLINA DEI FONDI IMMOBILIARI, FORNENDO UN QUADRO SINTETICO MA ESAUSTIVO DELLA NORMATIVA DI SETTORE.



di CARLO  
DOTTARELLI  
Dottore Commercialista,  
Senior Partner dello  
Studio Associato  
Beretta Dottarelli

## Definizione di fondo immobiliare

L'ordinamento non prevede una definizione di "fondo immobiliare", quindi quella che si fornirà in questa sede discende dal combinato disposto di più norme.

Appartenendo i fondi immobiliari alla categoria dei fondi comuni d'investimento<sup>(1)</sup> (o più comunemente "fondi comuni"), il primo passo è quello di individuare come questi ultimi siano inquadrati dal legislatore.

L'art. 1, comma 1, lettera j), del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58<sup>(2)</sup> (il "Testo Unico della Finanza" o "TUF") definisce il fondo comune d'investimento *"un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte; il patrimonio del fondo sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote"*.

*Il fondo comune è quindi un "patrimonio autonomo" da quello della società di gestione del risparmio (la "SGR") e degli altri fondi da essa gestiti "in monte" e può essere costituito, ai sensi dell'art. 4, comma 2, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228<sup>(3)</sup> (il "decreto n. 228/1999") dai seguenti beni:*

- a) strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati;
- b) strumenti finanziari non quotati nei mercati regolamentati;
- c) depositi bancari di denaro;
- d) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

Il patrimonio è *"suddiviso in quote"*. Le quote del fondo sono strumenti finanziari<sup>(4)</sup> al pari di azioni, obbligazioni, o contratti derivati. Per semplicità si afferma che il fon-

do comune è uno strumento finanziario, in realtà sono le quote rappresentative dello stesso a esserlo.

Al fondo comune possono aderire una *"pluralità di partecipanti"*. In generale, risparmiatori con profili diversi di età, reddito, residenza, possono aderire allo stesso fondo con capitali più o meno rilevanti.

Il fondo può essere *"sia aperto che chiuso"*<sup>(5)</sup>. Nel primo caso i partecipanti possono chiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle quote; nel fondo chiuso il diritto al rimborso delle quote è riconosciuto a scadenze prefissate. L'uscita da un fondo aperto è più agevole rispetto a quella da un fondo chiuso ma anche per i quotisti di quest'ultimo esiste la possibilità di liquidare il proprio investimento in anticipo rispetto alle scadenze.

(1) In realtà, infatti, per fondo immobiliare si intende "fondo comune d'investimento di natura immobiliare"

(2) Trattasi del "Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"

(3) Trattasi del "Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento"

(4) Cfr. art. 1, comma 2, lettera c), del Testo Unico della Finanza

(5) Sono istituiti in forma chiusa i fondi il cui patrimonio è investito, nei limiti e secondo i criteri stabiliti da Banca d'Italia, nei beni di cui alle lettere d), e) ed f), nonché nei beni indicati alla lettera b) di cui all'elenco, diversi dalle quote di OICR (Organismi d'Investimento Collettivo del Risparmio) aperti, in misura superiore al 10%



© only

*In primis* è possibile vendere le quote in un mercato regolamentato: per le SGR esiste la facoltà e in alcuni casi l'obbligo<sup>(6)</sup> di richiedere la quotazione delle quote dei fondi chiusi. Ciò permette al partecipante di cedere le proprie quote sul mercato al prezzo negoziato al momento della compravendita. Inoltre il quotista può trovare un compratore al di fuori del mercato regolamentato. La seconda via per il rimborso anticipato delle quote deriva da una decisione della SGR che, in presenza di alcune condizioni<sup>(7)</sup>, può rimborsare una parte o tutto il capitale.

Infine il TUF statuisce che il patrimonio del fondo *“può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote”*.

Per i fondi aperti, la sottoscrizione delle quote avviene con il pagamento di una somma pari al valore delle quote o, se previsto dal regolamento, mediante l'apporto di strumenti finanziari che replicano l'indice in conformità del quale il fondo investe. La SGR calcola il valore delle quote, anche ai fini dell'emissione e del rimborso delle stesse, con cadenza almeno settimanale<sup>(8)</sup>.

Nel caso di fondi chiusi, le quote, emesse secondo le modalità del regolamento, devono essere sottoscritte entro 18 mesi dalla pubblicazione del prospetto informativo o, se non offerte al pubblico, dalla data di approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia.

I versamenti relativi alle quote sottoscritte vanno effettuati entro il termine stabilito nel regolamento del fondo. Nel caso di fondi riservati a investitori qualificati (vedi *infra*), i versamenti possono essere effettuati in più *tranche*, su richiesta della SGR, in base alle esigenze di investimento del fondo.

Se il regolamento prevede emissioni successive alla prima, i rimborsi anticipati avverranno in coincidenza con le nuove emissioni. A tale data è previsto il calcolo del valore delle quote del fondo<sup>(9)</sup>. In questo caso, con le modifiche apportate al decreto n. 228/1999<sup>(10)</sup>, è nato un tipo di fondo definibile “semi-chiuso”. E' possibile cioè raccogliere il patrimonio mediante più emissioni di quote (fondo semi-chiuso in entrata) o di operare rimborsi anticipati (fondo semi-chiuso in uscita), nonché di combinare i flussi in entrata ed in uscita (creando delle “finestre” di entrata e di uscita).

Due ulteriori modalità di classificazione del fondo comune sono legate alla natura dei partecipanti e ai proventi a favore degli stessi. Esso può essere infatti rivolto alla generalità degli investitori (il cosiddetto “pubblico indistinto” o “*retail*”), oppure riservato ai cosiddetti “investitori qualificati”, quali imprese di investimento, banche, SGR, SICAV, fondi pensione, imprese di assicurazione, società finanziarie capogruppo di gruppi bancari, ma anche persone fisiche e giuridiche con specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari<sup>(11)</sup>. Inoltre il fondo può essere “a distribuzione dei proventi” o “ad accumulazione” degli stessi. Nel primo caso i proventi sono distribuiti periodicamente ai quotisti, nell'altro caso solo nel momento della liquidazione del fondo.

Concludiamo questa parte ricordando un'ultima classificazione tra fondi comuni, che possono avere natura non speculativa o speculativa. I fondi speculativi sono regolati dall'art. 16 del decreto n. 288/1999 e per essi valgono alcune regole speciali in tema di beni in cui investire, di limiti di indebitamento, di numero dei soggetti che possono partecipare al fondo, dell'importo minimo della quota iniziale e dell'impossibilità di essere oggetto di sollecitazione all'investimento. Il regolamento di questi fondi deve menzionare la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite da Banca d'Italia.

A questo punto è possibile costruire una definizione di “fondo immobiliare”. Come visto, il fondo immobiliare è una delle tipologie dei fondi comuni d'investimento: l'art. 12-*bis* del decreto n. 228/1999 che regola tutti i fondi comuni è titolato “Fondi immobiliari”, che quindi ne rappresentano una tipologia.

Un secondo elemento è che, come prevede l'art. 12-*bis*, comma 1, *“i fondi immobiliari sono istituiti in forma chiusa”*<sup>(12)</sup>.

Il secondo comma dell'art. 12-*bis* recita, inoltre, che *“il patrimonio dei fondi immobiliari...è investito nei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo...”*, ovvero beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

(6) Vedi il caso dei fondi immobiliari ad apporto pubblico, ai sensi dell'articolo 14-*bis*, comma 8, della legge 25 gennaio 1994, n. 86

(7) In genere nei casi di cospicui disinvestimenti di parte del patrimonio o nel caso del fondo “semi-chiuso” (vedi *infra*)

(8) Cfr. art. 10, commi 1 e 2, del decreto n. 228/1999

(9) Cfr. art. 14 del decreto n. 228/1999

(10) Modifiche apportate con il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 31 gennaio 2003, n. 47 emanato in attuazione dell'articolo 5, comma 2, del decreto legge n. 351/2001

(11) Cfr. art. 1, comma 1, lettera h), del decreto n. 228/1999

(12) Anche se come si è visto in determinati casi si può parlare di fondo “semi-chiuso”.

Alla possibilità di investire direttamente in tali beni si è aggiunta - a seguito di un recente pronunciamento del Ministero dell'Economia su istanza di Assogestioni<sup>(13)</sup> - quella che tali investimenti siano effettuati attraverso l'utilizzo di veicoli immobiliari, quali OICR (e quindi altri fondi immobiliari) anche esteri che rispettino la proporzionalità dei due terzi nell'investimento tipico, o REIT<sup>(14)</sup> o SIIQ<sup>(15)</sup>.

Ciò premesso, sulla base delle sue caratteristiche peculiari il fondo immobiliare può essere definito come **“un fondo comune d'investimento, istituito anche con natura speculativa, in forma chiusa o semi-chiusa, il cui patrimonio è investito per almeno due terzi del proprio valore complessivo, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, sia mediante investimento diretto che indiretto”**<sup>(16)</sup>.

#### **Divieti e norme di contenimento e frazionamento del rischio**

Il Capitolo III del Titolo V del Provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005<sup>(17)</sup>, (il “Provvedimento”) disciplina alla Sezione IV la materia relativa all'attività di investimento e di contenimento e frazionamento del rischio dei fondi chiusi, anche immobiliari.

Il fondo chiuso può investire in:

- a) strumenti finanziari diversi dalle quote di OICR;
- b) OICR;
- c) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- d) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- e) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
- f) depositi bancari.

Esso inoltre può detenere liquidità per esigenze di tesoreria.

Si è visto che il fondo immobiliare deve investire per almeno due terzi nei beni di cui alla lettera c) in modo diretto o indiretto (il cosiddetto investimento “tipico”). L'investimento “residuale” potrà essere effettuato nell'ambito degli altri beni di cui sopra.

Per quanto riguarda l'investimento tipico, il fondo non può essere investito, direttamente o indirettamente, in misura superiore a un terzo delle proprie attività in un unico immobile con caratteristiche unitarie. L'investimento diretto, o attraverso società controllate in società immobiliari che possono svolgere attività di costruzione di immobili, è limitato al 10% del totale delle attività del fondo. Inoltre il fondo non può svolgere attività diretta di costruzione.

Per l'investimento residuale il Provvedimento fissa una serie di divieti relativi agli emittenti dei titoli e alla loro localizzazione che limitano la concentrazione dei rischi.

Il fondo non può investire in misura superiore al 20% del totale delle attività in depositi presso un'unica banca. Tale limite è ridotto al 10% qualora la banca sia la depositaria.

#### **Tipologie di fondo immobiliare**

Le tipologie di fondo immobiliare presenti attualmente sono:

- a) fondi ad apporto pubblico;
- b) fondi ordinari o a raccolta;
- c) fondi ad apporto privato.

I fondi immobiliari sono stati introdotti in Italia dalla legge 25 gennaio 1994, n. 86<sup>(18)</sup> della quale rimane vigente solo l'art. 14-*bis* che regola i fondi “ad apporto pubblico”<sup>(19)</sup>.

Le quote di tali fondi possono essere sottoscritte entro un anno dalla costituzione con apporto di beni immobili o di diritti reali immobiliari, qualora esso sia costituito per oltre il 51% da beni e diritti esclusivamente dello Stato, di enti previdenziali pubblici e di enti locali, nonché da società controllate al 100% dagli stessi soggetti.

L'art. 14-*bis* prevede che la SGR non debba essere controllata dai soggetti apportanti.

Altra tipicità di questi fondi è che la SGR deve procedere all'offerta al pubblico delle quote del fondo entro 18 mesi dalla data dell'ultimo apporto, collocandone sul mercato almeno il 60%. Nel caso di buon esito, entro 6 mesi dalla consegna delle quote agli acquirenti, la SGR deve richiedere alla CONSOB l'ammissione delle stesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, a meno che le quote siano destinate esclusivamente a investitori istituzionali.

(13) L'Associazione delle società di gestione del risparmio

(14) Per REIT si intende *real estate investment trust*

(15) Per SIIQ si intende società di investimento immobiliare quotata

(16) A dire il vero, il secondo comma dell'articolo 12-*bis* prevede che detta percentuale è ridotta al 51 per cento qualora il patrimonio del fondo sia investito in misura non inferiore al 20 per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare, ma trattasi di eccezione alla regola generale.

(17) Trattasi del “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”

(18) Trattasi dell'“Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi”

(19) L'articolo 214 del Testo Unico della Finanza ha abrogato la legge n. 86/94, con eccezione degli articoli 14-*bis* e 15; l'articolo 15 è stato abrogato successivamente dal decreto legge n. 351/2001.



L'altra tipologia di fondi immobiliari preesistente al decreto legge 25 settembre 2001, n. 351 convertito nella legge 23 novembre 2001, n. 410<sup>(20)</sup> (il "decreto n. 351/2001"), è quella dei fondi "a raccolta" o "ordinari".

Per essi, a differenza che per i fondi ad apporto, la SGR raccoglie dapprima il denaro di coloro che sottoscrivono le quote mediante il collocamento delle stesse, e successivamente effettua gli investimenti. Nella pratica è presentato agli investitori un piano di investimenti ed è usuale che la SGR abbia già stipulato per conto del fondo dei contratti preliminari di acquisto degli immobili da perfezionarsi non appena disponibili le risorse finanziarie, nonché detenga l'impegno da parte di banche ad erogare finanziamenti al buon esito del collocamento e nella fase degli investimenti.

L'emanazione del decreto n. 351/2001 e le modifiche al decreto n. 228/1999 hanno introdotto in Italia il fondo immobiliare "ad apporto privato". La possibilità di conferire in un fondo immobiliare beni in natura è estesa anche a soggetti privati. E' introdotta anche l'eventualità, con alcune cautele e limiti, che i soggetti conferenti siano in potenziale conflitto d'interessi con la SGR, essendo soci della stessa o di società del medesimo gruppo.

La normativa non prevede particolari modalità per effettuare l'apporto dei beni facenti parte dell'investimento tipico, però l'art. 12-*bis*, comma 3, del decreto n. 228/1999 ha previsto che debbano essere osservate dalla SGR due cautele minimali:

- a) acquisire una relazione di stima elaborata in data non anteriore a 30 giorni dal conferimento da esperti indipendenti<sup>(21)</sup>. Il valore attestato non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento;
- b) acquisire la valutazione di un intermediario finanziario che accerti compatibilità e redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione in relazione all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo.

#### Documenti contabili dei fondi immobiliari

I documenti contabili che le SGR sono tenute a redigere per ciascun fondo chiuso gestito, e quindi anche immobiliare, sono:

- a) il rendiconto della gestione del fondo, entro 60 giorni dalla fine di ogni esercizio annuale o del minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi, se infrannuale;
- b) la relazione semestrale alla gestione del fondo, entro 30 giorni dalla fine dei primi sei mesi dell'esercizio; la relazione non è richiesta nel caso dei fondi per i quali si proceda, in relazione alla distribuzione dei proventi, alla redazione del rendiconto con cadenza almeno semestrale.

La società incaricata della revisione contabile della SGR provvede a rilasciare un giudizio, ai sensi dell'art. 156 del TUF, sui rendiconti dei fondi da essa gestiti.

Il rendiconto del fondo si compone della situazione patrimoniale, della sezione reddituale e della nota integrativa.

Essi sono accompagnati dalla relazione degli amministratori sulla gestione. La relazione semestrale si compone di una situazione patrimoniale accompagnata da una nota illustrativa. Il rendiconto è redatto facendo riferimento all'ultimo giorno di valorizzazione delle quote dell'esercizio o del minor periodo per il quale si procede alla distribuzione dei proventi. La relazione semestrale è redatta con riferimento all'ultimo giorno di valorizzazione del semestre.

Gli schemi-tipo e le relative istruzioni di redazione dei prospetti contabili sono riportati in allegato al Provvedimento. Il contenuto degli schemi è minimale, con possibilità della SGR di ampliarlo. Tale facoltà deve essere utilizzata "con misura e discernimento" evitando il rischio che un eccessivo dettaglio comporti una riduzione, anziché un aumento, della capacità informativa dei documenti.

I prospetti contabili sono redatti in unità di euro ad eccezione del valore della quota che viene calcolato in millesimi di euro, dividendo il valore complessivo netto del fondo (pari alle attività al netto delle passività) riferito al giorno di valutazione del patrimonio, per il numero delle quote in circolazione alla medesima data. La nota integrativa può essere redatta in migliaia o in milioni di euro, purché sia assicurata significatività e chiarezza alle informazioni in essa contenute. Nei prospetti e nella nota integrativa è richiesto il confronto con i dati relativi al periodo precedente.

Per visionare il rendiconto o la relazione semestrale di un fondo immobiliare nella sua completezza è sufficiente collegarsi al website di una delle numerose SGR che gestiscono questi fondi. Si riportano qui alcuni link a titolo esemplificativo:

(20) Trattasi delle "Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare"

(21) La figura degli esperti indipendenti è prevista all'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 5 del Testo Unico della Finanza che prevede, trattando degli OICR: "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".

[http://www.pirelliresgr.com/Fondi/tecla\\_Rendiconti.asp](http://www.pirelliresgr.com/Fondi/tecla_Rendiconti.asp)  
[http://www.fondodelta.it/\\_sef/Rendiconti\\_e\\_relazioni.php?section=28](http://www.fondodelta.it/_sef/Rendiconti_e_relazioni.php?section=28)  
[http://www.investireimmobiliaregr.com/rendiconti\\_obelisco.asp](http://www.investireimmobiliaregr.com/rendiconti_obelisco.asp)

Non ci si può soffermare, data l'ampiezza dell'argomento, su tutte le tematiche legate alla redazione dei prospetti contabili di un fondo immobiliare. Di seguito si forniranno alcune indicazioni sui criteri di valutazione applicati per la determinazione del valore delle attività del fondo.

### Criteri di valutazione del patrimonio

Il Provvedimento tratta dei criteri di valutazione dei beni facenti parte del patrimonio dei fondi al Capitolo IV del Titolo V: *"La valutazione dei beni del fondo è finalizzata a esprimere correttamente la situazione patrimoniale dell'OICR. A tal fine, la SGR o la banca depositaria – nel caso in cui la SGR le abbia conferito l'incarico di provvedere al calcolo della quota – si dota di strumenti informativi, risorse tecniche e professionali e procedure, anche di controllo interno che – in relazione alla tipologia di beni nei quali è investito e alla complessità del contesto operativo – assicurino costantemente una rappresentazione fedele e corretta del patrimonio del fondo"*.

Inoltre: *"Il processo di valutazione rappresenta uno dei momenti più delicati dell'attività di amministrazione dei fondi"*.

I criteri di valutazione sono fissati, in ossequio con quanto stabilito dalla Banca d'Italia, dalla SGR o dalla banca depositaria, se deputata al calcolo del valore della quota, e concordati tra loro.

La SGR può avvalersi di esperti indipendenti per definire procedure e tecniche di valutazione appropriate e per esprimere giudizi di congruità su alcuni beni. Il ricorso agli esperti indipendenti è invece obbligatorio per la valutazione degli immobili e dei diritti reali immobiliari del fondo nonché di quelli di proprietà delle società immobiliari non quotate partecipate dallo stesso.

Il valore complessivo netto del fondo deve essere calcolato almeno con la periodicità prevista per il calcolo del valore unitario delle quote ovvero per i fondi immobiliari almeno semestralmente, in occasione della redazione dei documenti contabili.

Il Provvedimento detta i criteri di valutazione per tutte le voci del patrimonio investito. La più importante è ovviamente quella dei beni immobili.

Ciascun immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più immobili possono essere valutati congiuntamente qualora abbiano destinazione funzionale unitaria. Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche e tenendo conto della loro redditività. Esso indica *"il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali<sup>(22)</sup>"* e può essere determinato con i seguenti metodi:

1. metodo del "confronto diretto", tenendo conto dei prezzi di vendita praticati nel periodo per immobili simili a quello da valutare, con le dovute rettifiche;
2. metodi di tipo reddituale che tengano conto del reddito derivante dai contratti di locazione definendo un valore di mercato del cespite attraverso la capitalizzazione diretta ad un tasso di mercato del reddito netto alla fine del periodo di locazione e l'attualizzazione dei flussi di cassa con un tasso che tenga conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine;
3. metodo "del costo" che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche.

Per i beni in costruzione il valore corrente può essere determinato tenendo conto quello dell'area e dei costi sostenuti fino alla data di valutazione ovvero del valore dell'immobile finito al netto dei costi previsti per il completamento della costruzione.

Gli esperti indipendenti devono presentare alla SGR entro 30 giorni dalla data di riferimento della valutazione del patrimonio del fondo una dettagliata relazione di stima del valore dei singoli cespiti.

La SGR ha la facoltà di discostarsi con delibera motivata del Consiglio d'Amministrazione dalle stime effettuate dagli esperti indipendenti. Nella pratica tale decisione risulta raramente assunta da parte della SGR.



(22) La definizione di valore corrente si avvicina molto a quella di *fair value* introdotta dai principi contabili internazionali IAS/IFRS