



CONFINDUSTRIA
ASSOIMMOBILIARE

Determinazione del Property Value

Applicazione dei criteri di Basilea 3.1 per la valutazione degli immobili

SETTEMBRE 2025

I QUADERNI DI
ASSOIMMOBILIARE **22**

INDICE

PREMESSA E OBIETTIVI	2
1. VALORE DI MERCATO E PROPERTY VALUE (CRITERIO DI VALUTAZIONE PRUDENTE)	5
2. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE. INDIVIDUAZIONE DELLE FONTI E DELLE PROIEZIONI DI LUNGO TERMINE	6
3. LA DURATA DEL FINANZIAMENTO	7
4. APPROCCIO METODOLOGICO PROPOSTO	8
5. DETERMINAZIONE DEL PROPERTY VALUE	11
6. ULTERIORI CONSIDERAZIONI E AVVERTENZE	11
APPENDICE. ANALISI PER LE SINGOLE ASSET CLASS	13

PREMESSA E OBIETTIVI

Il documento ha l'obiettivo di affrontare i temi più rilevanti e fornire indicazioni metodologiche utili, con riferimento al mercato immobiliare italiano, per la determinazione del Property Value (di seguito anche "PV"), come definito ai sensi del *Regolamento 575/2013/UE*, così come modificato dal *Regolamento (UE) 2024/1623* c.d. CRR3.

Ogni considerazione di seguito esposta va intesa in piena coerenza con quanto già espresso da RICS sul tema, con specifico riferimento a:

- *RICS Position Paper on Prudently Conservative Valuation Criteria in the Context of CRR Implementation in Europe*;
- *RICS Professional Standard: Bank lending valuations and mortgage lending value*, di cui uscirà una seconda edizione aggiornata a ottobre 2025;
- con il documento *Bank lending valuations: Basel 3.1 prudently conservative valuation criteria adjustments 1st edition Global Practice Information*, che fornirà ulteriori linee guida per la determinazione del Property Value a livello globale e verrà pubblicato a settembre 2025.

RICS, peraltro, si è già espressa, insieme ad altri autorevoli stakeholders del mercato, con il:

- *Sectoral Paper on Operationalising the 'Property Value'*, la cui più recente stesura è datata 17 ottobre 2024.

Inoltre, RICS e Confindustria Assoimmobiliare sono componenti del tavolo di lavoro ABI per la redazione delle *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie* nella cui più recente edizione (6 dicembre 2024) è trattato il "Property Value" nel Requisito R5.

Ci preme sottolineare come ciascuno dei 27 paesi dell'UE stia implementando questo concetto su base nazionale. L'intendimento di questo documento è precisamente quello di fornire un contributo utile per il mercato italiano.

In risposta a questa esigenza di ulteriori indicazioni a livello globale ed europeo nello specifico per i player del settore, dal punto di vista delle indicazioni metodologiche (pur confermando che non si sta definendo alcuna nuova base di valore), RICS sta attualmente lavorando al documento: *Bank lending valuations: Basel 3.1 prudently conservative valuation criteria adjustments 1st edition Global Practice Information* che fornirà linee guida a livello globale per la determinazione del Property Value.

A seguito dell'emanazione da parte di RICS di quanto in elaborazione, il presente documento potrà essere rivisto per aggiornarne i contenuti di conseguenza.

RICS si è espressa in maniera chiara, nel *Position Paper on Prudently Conservative Valuation Criteria in the Context of CRR Implementation in Europe* (concetti ripresi anche nel *Practice Information Bank lending valuations: Basel 3.1 prudently conservative valuation criteria adjustments 1st edition*) circa le criticità legate a questa tematica, affermando, tra l'altro:

"I criteri (per la determinazione del Property Value ndr) non sono stati spiegati nell'accordo Basilea 3.1. Sono quindi molto vaghi e non sono stati definiti con linee guida chiare in merito alla metodologia o ai dettagli di attuazione, né sono state fornite indicazioni precise su chi sia responsabile dello sviluppo dei metodi. [...] RICS ritiene che le linee guida debbano provenire dalle autorità di regolamentazione, in consultazione con le organizzazioni di istituti di credito e dei valutatori immobiliari. Ai singoli istituti di credito non dovrebbe essere consentito di sviluppare linee guida proprie, poiché il sistema rivisto è stato

elaborato per proteggere i governi e il pubblico da prestiti non sostenibili erogati da tali istituti di credito in mercati ciclici in fase avanzata di espansione. Oltre a eventuali incongruenze tra gli istituti di credito, si tratta di un conflitto di interessi. [...] Consentire ai singoli valutatori di identificare fattori di adeguamento ciclici basati sul mercato a livello di singolo immobile sarebbe ancora più incoerente e comporterebbe rischi significativi sia per gli istituti di credito che per i valutatori.”

Resta e resterà fondamentale comprendere e monitorare l'approccio delle autorità di regolamentazione nazionali rispetto all'implementazione del Property Value, per comprendere come allinearsi ad esso.

Va sottolineato, in questa sede, che il tema del Property Value viene attualmente affrontato in maniera assai differente dai singoli Paesi Europei, sia nel merito che nel metodo.

In alcuni casi il compito viene demandato integralmente ai Regolatori, in altri casi è attribuito alle funzioni Risk e tecniche degli istituti bancari, in altri casi ancora, laddove esistano prassi consolidate di determinazione di “valori prudenti” ai fini di finanziamento, queste prassi vengono ritenute adeguate alle esigenze della CRR3.

In Italia la CRR è una normativa cogente ed in un contesto in cui gli enti regolatori nazionali non hanno manifestato intenzione di avere, per quanto noto ad oggi, un ruolo attivo nel processo di recepimento, l'esigenza di formulare una proposta organica ed applicabile da tutti i professionisti dell'estimo risulta coerente con il Red Book di RICS, laddove si specifica che le norme nazionali superano ogni indicazione/prescrizione di RICS medesima.

I valutatori che operano in giurisdizioni diverse devono rispettare le normative relative alle valutazioni immobiliari vigenti in tale giurisdizione (RICS, 2025, (Red Book) PS 1 paragrafo 4).

L'interpretazione italiana della CRR (come specificato anche nelle Linee Guida ABI) prevede che il compito di determinare il Property Value sia demandato al valutatore, ed in particolare al “valutatore indipendente”, soggetto interno od esterno all'organico degli istituti bancari.

Nel nostro Paese, peraltro, in assenza di un intervento diretto dei regolatori nazionali, si sta anche verificando il caso in cui singoli istituti bancari elaborino modelli interni di determinazione del Property Value. Questo approccio, giustificato nel contesto nazionale attuale perseguendo l'intento di garantire uniformità di analisi nei processi del soggetto bancario che compie questa scelta, rientra tra le casistiche per le quali è fondamentale definire gli specifici limiti di responsabilità attribuibili al soggetto valutatore.

Dallo scenario complessivo sino ad ora rappresentato, emerge un problema evidente circa i limiti di responsabilità imputabile al singolo valutatore, come vedremo in seguito più in dettaglio, sia per quanto attiene la previsione dei futuri andamenti e dei cicli di mercato, sia per quanto attiene la determinazione dei fattori di aggiustamento.

Nella recente *Dichiarazione dell'IVSC sul Valore Prudenziale degli immobili* del 28 Aprile 2025 (*The IVSC outlines the implementation of prudential valuation requirements for real estate*) si evidenzia che:

“Più recentemente, nei mercati ipotecari dell'UE sembra emergere un consenso di base su una serie di principi, condiviso dai valutatori e dagli istituti di credito. In sintesi, vengono adottati tre tipi di prassi valutativa ai fini della stima del Valore Prudenziale:

- a) Stima del Valore del credito ipotecario (Mortgage Lending Value Valuations);*
- b) Valore di Mercato Aggiustato, in cui le rettifiche sono determinate dal singolo valutatore;*
- c) Valore di Mercato Aggiustato, in cui le rettifiche sono definite da istituti di credito o da fornitori di dati terzi e i valutatori sono incaricati di fornire solo una valutazione del Valore di Mercato.”*

In Italia il mercato si sta generalmente orientando verso le soluzioni *b* (Valore di Mercato Aggiustato, in cui le rettifiche sono determinate dal singolo valutatore) o *c* (Valore di Mercato Aggiustato, in cui le rettifiche sono definite da istituti di credito o da fornitori di dati terzi e i valutatori sono incaricati di fornire solo una valutazione del Valore di Mercato) oppure a soluzioni intermedie tra le precedenti.

Nel presente documento, la metodologia proposta nei paragrafi che seguono si riferisce all'approccio definito da IVSC come *Valore di Mercato Aggiustato, in cui le rettifiche sono determinate dal singolo valutatore*.

È certamente evidente che la prassi bancaria indirizzi verso l'identificazione di due macro ambiti di intervento, legati alla tipologia di finanziamento: il primo, comunemente noto come "mercato retail", riguarda principalmente immobili residenziali detenuti da persone fisiche; il secondo noto come "mercato corporate", riguarda immobili non residenziali detenuti da persone giuridiche. Non si esclude che possano essere ipotizzate metodologie differenti per i due ambiti citati.

La determinazione del Property Value per immobili e/o complessi immobiliari con differenti destinazioni d'uso (rispetto al residenziale frazionato) infatti è un compito assai articolato, che necessiterà di un approccio non sempre standardizzabile.

Per fornire un contributo anche sulle asset class differenti dal residenziale frazionato, il presente documento è corredato da appendici che affrontano la tematica per le tipologie immobiliari principali.

Si ribadisce in ogni caso che RICS si esprime a favore di un approccio a livello di sistema, guidato dalle autorità di regolamentazione per la sua applicazione – così come espresso nel *Bank lending valuations: Basel 3.1 prudently conservative valuation criteria adjustments 1st edition Global Practice Information*.

Va evidenziato, inoltre, che i criteri di prudenza legati al concetto di Property Value non hanno alcuna attinenza con scenari di vendita forzata o di gestione del credito anomalo.

Chiudiamo la presente premessa evidenziando che, per quanto attualmente noto circa il comportamento dei singoli stati rispetto alle richieste della CRR, risulta molto difficile prevedere che si possa giungere ad una metodologia condivisa a livello europeo e formalmente riconosciuta dagli standard setter a livello globale.

In assenza di un indirizzo operativo comune europeo sul Property Value, tutti gli stakeholder dei singoli paesi dovranno necessariamente trovare soluzioni nazionali indipendenti e differenti, in ragione delle best practice, degli usi e dei mercati nazionali.

Le soluzioni nazionali potranno condurre a modelli e persino a denominazioni differenti (es. Mortgage Lending Value, ecc.).

L'approccio metodologico che segue va pertanto inteso non come un tentativo di delineare un processo per la determinazione del Property Value in senso assoluto, ma come una soluzione, applicabile in Italia, che sia in grado di classificare le analisi e i fattori di aggiustamento per passare dal Valore di Mercato di un bene ad un "criterio di valutazione Prudente" che possa essere validamente rispondente al concetto di Property Value (in attesa che, eventualmente, gli organismi regolatori si esprimano).

Nei successivi paragrafi i termini "criterio di valutazione Prudente" e "Property Value" sono da intendersi analoghi.

1. VALORE DI MERCATO E PROPERTY VALUE (CRITERIO DI VALUTAZIONE PRUDENTE)

Tutti gli stakeholder del mercato, unitamente agli Standard Setter, concordano su alcuni aspetti caratteristici del Property Value:

- non si tratta di una “base di valore” in senso proprio;
- si tratta di una elaborazione “derivata” dal Valore di Mercato (*Il valore di mercato è la base di riferimento ampiamente utilizzata per le valutazioni o le stime effettuate ai fini di prestiti garantiti. RICS, 2025, Red Book VPGA 2 - paragrafo 5.1).*

Riportiamo infatti passaggi significativi del *RICS Position Paper on Prudently Conservative Valuation Criteria in the Context of CRR Implementation in Europe* in cui si afferma:

“Il “property value” determinato utilizzando criteri di valutazione prudenti e conservativi non sostituisce il Valore di Mercato come principale base di valore ai fini dell'erogazione e del monitoraggio del credito. Rappresenta invece un possibile aggiustamento aggiuntivo che un finanziatore potrebbe dover apportare, se le circostanze lo richiedono, al Valore di Mercato. [...] In molti casi il valore di mercato sarà sufficiente per soddisfare i quattro criteri specifici stabiliti dal CRR e da Basilea 3.1.”

Inoltre:

“Criteri di valutazione prudenti e conservativi non dovrebbero quindi essere visti come un nuovo approccio valutativo. Si tratta piuttosto di un aggiustamento a livello di mercato applicato al Valore di Mercato del singolo immobile per tenere conto dei rischi a lungo termine. [...] RICS ritiene che l'adjustment del Valore di Mercato debba essere effettuato seguendo linee guida dettagliate, con una metodologia specifica. Questo approccio consente una certa flessibilità, garantendo al contempo la coerenza nell'adeguamento dei valori tra i diversi mercati e istituzioni.”

In questa sede riteniamo di dover rimarcare alcune ulteriori tematiche che il valutatore deve considerare nei processi di “aggiustamento” (o “haircut”) del Valore di Mercato, per determinare il Property Value:

- gli aspetti che impattano sul mercato immobiliare, nel medio e lungo termine, variano in maniera significativa a seconda dell'asset class considerata;
- esiste un fondato rischio di “double counting”. Molti aspetti, citati dalla CRR 3 come rilevanti per la determinazione del Property Value, contribuiscono già alla determinazione del Valore di Mercato, per questo si ribadisce come *in molti casi il valore di mercato sarà sufficiente per soddisfare i quattro criteri specifici stabiliti dal CRR e da Basilea 3.1.*

Asset Class

In una specifica appendice del documento vengono approfonditi gli aspetti più rilevanti che influenzano le differenti asset class. Riconoscendo differenze molto evidenti e significative tra le differenti destinazioni d'uso, sono formulate specifiche osservazioni e proposte.

Double Counting

Con riferimento ai fattori ESG e di rischio fisico, le EBA LOM ¹ ne avevano già richiesto l'inclusione all'interno della determinazione del Valore di Mercato. Inoltre, il RICS Red Book Global Standards 2025, nel paragrafo VPGA 3.7.4, include un elenco di fattori ESG che possono essere rilevanti in base alle circostanze di valutazione individuali.

Per tale motivo, nel documento vengono esaminati solo gli aspetti che non rientrano tra quelli ricompresi nella determinazione del Valore di Mercato.

2. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE. INDIVIDUAZIONE DELLE FONTI E DELLE PROIEZIONI DI LUNGO TERMINE

Sia per la determinazione del Property Value al momento dell'erogazione del credito che per i processi di monitoraggio regolamentare, la CRR richiede di verificare l'andamento di lungo termine del mercato.

Uno degli scopi primari della CRR3, nell'introdurre il PV, è neutralizzare, per quanto possibile, l'effetto dei cicli immobiliari di medio-lungo termine. Per questo motivo diventa centrale affrontare il tema delle fonti di analisi del mercato.

Non essendo disponibili (in ogni campo dell'economia, ed il mercato immobiliare non fa eccezione) modelli previsionali che si spingano oltre i 12-24 mesi, ai nostri fini sarà necessario basare le analisi su proiezioni tendenziali che rispecchino l'andamento storico.

Inoltre, per ragioni legate all'omogeneità delle condizioni di cui ogni valutatore dovrebbe poter disporre, sarebbe idealmente opportuno l'utilizzo di fonti istituzionali di origine pubblica.

Una fonte che risponde ai requisiti citati è rappresentata dall'ISTAT. Va tuttavia precisato che non necessariamente tale fonte risponde ai requisiti richiesti per quanto attiene la granularità e l'aggiornamento dei dati necessari ad una adeguata analisi del trend di mercato.

Altra possibile fonte pubblica per la derivazione delle serie storiche è la Banca dati *Osservatorio del Mercato Immobiliare* (OMI) dell'Agenzia delle Entrate. La prima pubblicazione di OMI risale al 2004, il che rende la serie storica sufficientemente profonda da poter costruire un modello andamentale. Anche se non va trascurato quanto dichiarato dalla stessa Agenzia delle Entrate circa i limiti di utilizzo a fini estimativi dei propri dati, l'estrapolazione di serie storiche dall'OMI potrebbe rappresentare una soluzione accettabile, anche se con un diverso grado di affidabilità tra i settori residenziale e non residenziale.

Non può essere escluso, in termini generali, l'utilizzo di banche dati di origine privata per la determinazione delle serie storiche e dei relativi andamenti tendenziali. Questa scelta, ove compiuta, può comportare un problema di confrontabilità del Property Value determinato, per il medesimo immobile, da differenti valutatori, in assenza della possibilità di accedere liberamente alle medesime fonti.

¹ EBA LOM – European Banking Authority - Guidelines on Loan and Monitoring.

Si sottolinea che, in ogni caso, ogni valutatore deve esporre chiaramente le fonti sulle quali ha basato le proprie analisi, evidenziandone, siano esse pubbliche o private, il livello di autorevolezza/attendibilità.

In questo contesto, si sottolinea come le osservazioni formulate con riferimento alle fonti di analisi del mercato immobiliare siano in generale valide anche per tutte le altre basi dati considerate nella determinazione del Property Value, come i fattori ESG, i parametri di rischio fisico, i dati circa i costi di costruzione degli immobili, ecc.

L'accesso libero a fonti pubbliche ed omogenee dovrebbe essere idealmente garantito ad ogni valutatore. Ciò, purtroppo, non corrisponde alla realtà in Italia.

Quanto al modello di proiezione futura rispetto ai dati di serie storica, a livello cautelativo si suggerisce di proiettare linearmente l'indice di tendenza valutato nel lungo periodo, ovviamente neutralizzando l'effetto in caso di andamento tendenziale crescente ai fini del calcolo del PV.

La serie storica considerata deve essere di lunghezza adeguata, indicativamente non inferiore a quindici/vent'anni.

Va ulteriormente precisato che il mercato immobiliare è impattato in maniera rilevante dai cambiamenti sociali, economici e demografici che si manifestano nel contesto di riferimento. Sarebbe quindi opportuno che, per la determinazione delle proiezioni future del mercato immobiliare, le serie storiche potessero essere integrate con analisi di dati socio-economici.

Questa ipotesi porta con sé un ulteriore livello di complessità relativamente alla confrontabilità delle differenti soluzioni utilizzate per la determinazione del PV.

È utile, in questo ambito, sottolineare ulteriormente quanto indicato in *Sectoral Paper on Operationalising the 'Property Value'*, redatto con il contributo di RICS, che a proposito delle fonti dei dati per definire gli "adjustment", afferma:

"L'aggiustamento a livello aggregato è determinato, ad esempio, da un'entità indipendente all'interno di un istituto finanziario, da un'autorità o organizzazione indipendente e consolidata o da un perito indipendente, o da un altro organismo indipendente e consolidato idoneo, con supervisione del mercato nazionale e accesso ai dati di mercato pertinenti."

3. LA DURATA DEL FINANZIAMENTO

L'impatto della durata del finanziamento sulla determinazione del Property Value è uno degli aspetti più controversi, in quanto potrebbe verificarsi la situazione di esprimere variazioni nella computazione per differenziali di durata anche di singole annualità.

Altro aspetto potenzialmente distorsivo è il fatto che, a durata progressivamente decrescente di uno stesso finanziamento, potrebbe corrispondere una crescita del Property Value anche in assenza di specifici interventi che aumentino la resilienza del bene. Se questo avvenisse, si tratterebbe di condizioni potenzialmente in contrasto con la CRR.

Per i motivi sopra esposti, in questa sede si ipotizza di considerare la durata del finanziamento esprimendosi secondo cluster che si definiscono "ordinari" (eventualmente differenziati tra residenziale e non residenziale), all'interno dei quali la componente "durata" viene neutralizzata.

Si invita quindi a considerare, e a trattare con un adeguato aggiustamento del PV, l'impatto riferibile alla durata del finanziamento, solo quando detta durata rappresenta una anomalia rispetto alle ordinarie condizioni di durata del prestito.

4. APPROCCIO METODOLOGICO PROPOSTO

Partendo dai concetti espressi in precedenza e chiarendo che la metodologia qui di seguito proposta è da considerarsi come una tra le possibili per definire un "congruo aggiustamento" del Valore di Mercato ai fini prudenziali, qui in seguito ne definiamo le principali fasi.

Step 1

Determinare il Valore di Mercato, coerentemente con i RICS Valuation – Global Standards Red Book (e per coerenza esplicita con le Linee Guida ABI)

Step 2

Scomporre con metodologie standard il Valore di Mercato nelle sue componenti di valore

- Terreno
- Fabbricato

Step 3

Individuare i fattori che impattano e/o impatteranno sul deperimento della componente attribuita sul Valore del Fabbricato e del Terreno

Step 4

Calcolare l'abbattimento complessivo da applicare al Valore di Mercato e stima del Property Value.

Determinazione della componente "Terreno" e "Fabbricato"

Il metodo proposto si basa sul principio di ordinarietà e di permanenza delle condizioni, quand'anche cicliche, del mercato immobiliare. Per questo motivo è ragionevole compiere l'assunzione che, a parità di destinazione d'uso, la rendita fondiaria delle aree, e quindi il valore di mercato della quota attribuibile alle stesse, possa mantenersi costante nel medio termine.

Ad ulteriore supporto di quanto sopra, si sottolinea come la disciplina urbanistica italiana sia ormai da tempo orientata verso la riduzione drastica del consumo di suolo, con impatto positivo conseguente sul valore delle aree edificabili. Le caratteristiche di maggiore variabilità sono certamente da attribuirsi alla componente edificata.

Va tuttavia chiarito che l'assunzione circa la stabilità della rendita fondiaria non è un postulato valido in assoluto, ed al contrario il valore dei suoli può variare nel tempo anche in termini significativi.

Si precisa quindi che questa assunzione si ritiene validamente applicabile unicamente nell'ambito della determinazione del PV.

Inoltre, è da valutare l'opportunità di attribuire alla componente terreno uno specifico fattore di aggiustamento che prenda in considerazione l'andamento tendenziale del mercato immobiliare, a parità di tutte le altre condizioni.

L'attività di suddivisione del Valore di Mercato nelle sue componenti "terreno" e "fabbricato" è prassi comune nell'ambito delle valutazioni per finalità di iscrizione a bilancio degli immobili; pertanto, in questa sede non si forniscono indicazioni metodologiche su questo aspetto.

Applicazione dei fattori correttivi

Le Linee Guida ABI elencano al punto R.5.5 i fattori correttivi da considerare per l'aggiustamento del Valore di Mercato ai fini del calcolo del Property Value.

- Fattori ESG;
- Location;
- Tipologia di bene e sue caratteristiche;
- Conformità del bene a tutte le prescrizioni normative;
- Fungibilità e flessibilità del bene;
- Analisi, soprattutto per i beni "income producing", della capacità di generare un reddito stabile nel tempo.

Di seguito si esamineranno i singoli ambiti, in particolare entrando nel merito della loro perimetrazione per la finalità di determinare il Property Value, con l'esplicito obiettivo di evitare i double counting rispetto a tutti gli aspetti già considerati nel calcolo del Valore di Mercato.

Fattori ESG

Nel *RICS Valuation – Global Standards (Red Book) 2025*, Sezione VPGA 8, paragrafo 3.7.4. sono elencati i fattori rilevanti ai fini valutativi.

È importante rimarcare il fatto che la disponibilità dei dati è estremamente condizionata dall'asset class considerata e dalla finalità della valutazione. Approfondiremo nel documento tutti i fattori che sono comunemente a disposizione del valutatore nel corso di una valutazione effettuata a scopo di finanziamento.

Ulteriore tema generalmente ricompreso all'interno del contesto ESG è il "Rischio di transizione" la cui definizione secondo BCE è:

"Il rischio di transizione indica la perdita finanziaria in cui può incorrere un ente, direttamente o indirettamente, a seguito del processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale. Tale situazione potrebbe essere causata, ad esempio, dall'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati."

RICS, nel *Red Book Valuation Standards 2025*, dedica il paragrafo VPGA 8 sezione 3.4 ai *Transition and stranding risk*.

In ottica valutativa, il rischio di transizione si traduce principalmente nella eventuale perdita di valore dell'immobile derivante dai costi di efficientamento/adequamento, ed è quindi correlato alla effettiva probabilità che il bene venga efficientato.

Ciò non significa che si debbano in ogni caso considerare costi di efficientamento/adequamento, nel caso in cui l'immobile non possieda già al momento della stima caratteristiche ottimali di efficienza energetica, poiché non tutti gli immobili potranno/dovranno raggiungere in futuro la classe A (ciò potrebbe non essere tecnicamente possibile e non è neppure previsto dalla direttiva EPBD, che prevede processi di riqualificazione gradualmente nel tempo e comunque modulati a livello nazionale).

Quindi, in assenza di motivazioni specifiche che il valutatore dovrà adeguatamente motivare, si suggerisce di non introdurre nel calcolo del PV un aggiustamento per ipotetici costi di efficientamento, se non associati ad analisi probabilistiche.

Location

La location è una delle principali caratteristiche che influenzano il Valore di Mercato degli immobili; per questo motivo, nel determinare il PV il rischio di "double counting" è molto elevato.

Il fattore "location" quindi, in termini di eventuale abbattimento del valore, dovrebbe essere considerato nella stima in base alla probabilità che la zona in cui l'immobile è ubicato venga sostanzialmente abbandonata nel medio-lungo termine (es. spopolamento dei piccoli centri rurali e montani).

Il processo di suddivisione del Valore di Mercato tra la componente terreno e la componente fabbricato (*Step 2*) rappresenta esso stesso un'analisi della qualità della location: location più pregiate hanno incidenze del terreno più elevate e presentano, di norma, una maggiore resilienza ai cicli di mercato.

Tipologia del bene e sue caratteristiche

Anche la tipologia è un fattore determinante per l'analisi del Valore di Mercato.

Ai fini della computazione del PV il valutatore dovrebbe concentrarsi sulla verifica che, nel lungo termine, la tipologia/destinazione d'uso del bene rischi di subire un fenomeno di obsolescenza funzionale, a causa dell'evoluzione degli orientamenti e delle richieste dei potenziali utilizzatori.

Conformità del bene a tutte le prescrizioni normative

In linea generale, nell'ambito dei processi di erogazione e monitoraggio del credito, gli immobili sono ritenuti garanzie valide ed eligibili quando è rispettato il principio di legittimità dal punto di vista urbanistico-edilizio, nonché la conformità catastale.

Per tale motivo questo aspetto sarà nella maggior parte dei casi neutro rispetto al PV, in quanto già considerato nel Valore di Mercato.

Non è da escludersi, tuttavia, che la determinazione del Property Value possa essere richiesta nell'ambito dell'analisi di garanzie sottese a crediti deteriorati; pertanto, se si riscontrano abusi (aumento di volume ecc. e/o abusivismo diffuso) o difformità, sarà importante valutare l'entità di questa casistica e introdurre nel calcolo fattori di aggiustamento proporzionali alla gravità e sanabilità delle difformità riscontrate.

Fungibilità e flessibilità del bene

La capacità degli immobili di essere fruiti in maniera flessibile, insieme alla possibilità (passata, presente e futura) di mutare la propria funzione nel tempo, è tra gli elementi che contribuiscono in maniera più significativa alla stabilità del loro valore.

Ne è prova il patrimonio edilizio italiano, soprattutto nei nuclei urbani consolidati e storici che sono stati capaci di mantenere la loro attrattività sul mercato, ed il loro valore di conseguenza, con il passare del tempo.

Di converso esistono asset class molto specializzate che coprono esigenze che si manifestano per periodi anche brevi, e che troverebbero difficile collocazione, anche per usi diversi, qualora la specifica funzione perdesse di interesse per il mercato.

Per questo si ritiene che un peso particolarmente rilevante vada attribuito a questo fattore di aggiustamento, nella determinazione del PV.

Analisi, per i beni “income producing”, della capacità di generare un reddito stabile nel tempo

Gli immobili dedicati alla generazione di reddito sono tra quelli su cui è maggiormente misurabile la sostenibilità del valore nel medio-lungo termine.

Uno dei fattori identificati nel Paper RICS *ESG data list for real estate valuations* è la “Landlord-tenant relationship”.

È quindi importante considerare, nella stima dell’aggiustamento, la durata media dei contratti di locazione, anche a confronto con gli standard propri dell’asset class considerata, la quota di vacancy attesa ed il livello di potenziale inesigibilità dei redditi.

Inoltre, va rimarcato il fatto che questa tipologia di asset è in generale finanziata in ambito “corporate” e “finanza strutturata”, contesti in cui la durata dei finanziamenti è spesso inferiore alla durata media dei contratti di locazione stipulati.

5. DETERMINAZIONE DEL PROPERTY VALUE

La determinazione del Property Value avviene dunque riconciliando le componenti “Terreno” e “Fabbricato”, a seguito dell’applicazione dei fattori di aggiustamento rilevati, ed identificando lo scostamento tra Property Value e Valore di Mercato.

6. ULTERIORI CONSIDERAZIONI E AVVERTENZE

Si riportano infine qui in seguito alcune considerazioni ulteriori che si ritiene utile condividere:

- La determinazione del PV prevede elementi di complessità evidenti, ed accesso a dati ed informazioni di difficile reperibilità. Qualora il valutatore incaricato di svolgere questo compito non disponesse delle necessarie competenze, oppure non avesse accesso ad idonee fonti informative, dovrebbe prendere in considerazione l’eventualità di rifiutare l’incarico;
- È molto difficile eliminare tutti gli elementi di soggettività insiti nel tipo di analisi richiesta al soggetto che sarà preposto al calcolo del PV: l’analisi del rischio futuro sul valore del bene e gli abbattimenti per un approccio più prudente rispetto al Valore di Mercato implicano necessariamente, anche in presenza di processi codificati e di dati pubblici di partenza completi e attendibili, l’espressione di giudizi soggettivi su temi tecnici e funzionali sul bene e sul mercato nel quale il bene si colloca;
- L’analisi di rischio e di prudenza non potrà mai prevedere cambiamenti strutturali del mercato globale e del mercato locale di riferimento nel quale si colloca l’immobile, né cambiamenti tecnologici o sociali che possono impattare notevolmente il valore degli asset;

- Non è da escludere che modelli di calcolo del PV possano essere implementati anche come sensitivity analysis e/o stress test sui fattori considerati rischiosi per la tenuta del valore nel tempo. Modelli così implementati potrebbero pertanto non definire un valore puntuale ma un range di valori;
- Come accennato in precedenza nel documento, in Italia vi sono casi in cui i singoli Istituti di credito elaborano modelli interni per la determinazione del PV. In questi casi, in cui i modelli sono elaborati dai singoli soggetti finanziatori, è fondamentale predisporre adeguati “disclaimer” volti a definire gli specifici limiti di responsabilità attribuibili al soggetto valutatore;
- Infine, si sottolinea e ribadisce ancora una volta come, per quanto ci si basi su dati attendibili, la previsione di trend futuri per sua natura è aleatoria e mutevole nel tempo (es. fase di monitoraggio); ciò che è percepito poco rischioso oggi potrebbe essere percepito molto più rischioso domani, o viceversa.

APPENDICE. ANALISI PER LE SINGOLE ASSET CLASS

Sono presentate di seguito alcune analisi su specifiche asset class significative per il mercato italiano. Per ogni settore considerato è stato redatto un contributo che affronta i seguenti temi:

1. Fonti di analisi del mercato (pubbliche/private);
2. Fattori non immobiliari rilevanti;
3. Caratteristiche specifiche impattanti nel medio-lungo termine;
4. Peculiarità del settore (i.e. stabilità della tipologia immobiliare, evoluzione della tenancy, esposizione ai cambiamenti);
5. Livelli di incertezza delle analisi.

Nella presente versione del documento sono presenti approfondimenti in ordine alle seguenti asset class:

- Terziario
- Logistico
- Ricettivo
- Sviluppi immobiliari.

Il presente documento potrà essere integrato, nei successivi aggiornamenti, con analisi di ulteriori settori, al momento non oggetto di analisi dedicata.

Settore Terziario

1) Fonti di analisi del mercato (pubbliche/private)

Nell'ambito del mercato immobiliare del segmento di clientela corporate/istituzionale il segmento degli uffici è tradizionalmente l'asset class di riferimento principale. Sebbene negli ultimi anni questa prevalenza di favore inizi in qualche modo ad essere avversata da nuovi trend e altre asset class, non v'è dubbio che gli uffici restino il segmento di mercato maggiormente monitorato da operatori globali di settore e società di advisory - anche di respiro unicamente nazionale. Questo fa sì che – almeno con riferimento ai principali hub nazionali per il settore – siano presenti fonti private rappresentate da tali soggetti (frequentemente pubblicamente disponibili) con una numerosità di dati (relativi a tutti i principali KPI) ed una profondità temporale adeguate a supportare le analisi in oggetto. Tali dati sono usualmente disponibili su report periodici, pubblicazioni di settore, piattaforme dati, oltretutto con servizi a pagamento.

Sulle fonti di matrice pubblica va invece preliminarmente fatto un opportuno distinguo. Alcuni enti – ad es. Agenzia delle Entrate-OMI – monitorano e pubblicano dati relativi ai valori ed alle transazioni normalizzati del comparto terziario. Tali dati, tuttavia, possono rappresentare dei riferimenti solo per le operazioni afferenti la clientela retail, laddove invece per la clientela corporate/istituzionale, tali fonti non solo sono ritenute scarsamente applicabili ma anche non adeguate con riferimento alle metriche rappresentate. Da un punto di vista geografico, invece, coprendo l'intera Penisola, possono costituire un supporto per prodotti afferenti anche una clientela non retail ma solo nell'ambito di contesti non primari, non coperti dalle altre fonti citate.

2) Fattori non immobiliari rilevanti

I fattori non immobiliari rilevanti che influenzano il mercato del settore uffici vanno distinti rispetto all'ambito di impatto:

1. volumi di asset compravenduti nel mercato degli investitori corporate/istituzionali;
2. offerta e domanda degli spazi presi in locazione dai tenant.

Con riferimento sia al primo che al secondo ambito impattano evidentemente (da questo punto di vista il settore può essere considerato abbastanza pro-ciclico) le condizioni macro e microeconomiche di contesto riferibili alla crescita del PIL, all'occupazione, ai consumi ed agli investimenti, alle politiche di liberalizzazione e supporto all'attività economica, all'attrattività domestica ed internazionale dei principali hub).

Condizioni di contesto più legate invece alle condizioni dei mercati finanziari (e quindi stato del mercato dei capitali, tassi d'interesse, condizioni del mercato del credito, rendimenti delle attività free-risk) impattano prevalentemente il primo dei due ambiti su indicati con dinamiche eventualmente anche non correlate alle condizioni macro e microeconomiche che guidano la dinamica di offerta e domanda degli spazi in locazione da parte dei tenant.

3) Caratteristiche specifiche impattanti nel medio-lungo termine

Va preliminarmente considerato che le prassi nell'ambito della concessione dei finanziamenti bancari alla clientela corporate/istituzionale, prevedono per le varie formule di finanziamento possibili (bullet, balloon, etc...) durate generalmente di breve termine (2-4 anni) con eventuale possibilità di rifinanziamento, previa eventuale revisione dei termini principali. Tale fattore di per sé, agisce quale mitigant sostanziale all'impatto di fattori di medio-lungo termine che pregiudichino la sostenibilità del sottostante a garanzia.

Ciò detto, tra i fattori impattanti in modo diretto ed indiretto il settore degli uffici, vanno ancora una volta considerate (in quanto settore pro-ciclico) le prospettive di contesto macro e microeconomico con generale riferimento alla crescita ed allo sviluppo dell'attività economica.

Nello specifico delle micro-dinamiche di settore andrebbe tenuto riferimento ai modelli di occupazione degli spazi da parte dei tenant ed alle evoluzioni degli stessi in funzione dei mutamenti nei paradigmi tecnologici e sociali; elementi questi, tuttavia, evidentemente non pronosticabili e pertanto esclusivamente considerabili all'interno di una generica assunzione di rischio specifico.

Da un punto di vista di location e fungibilità invece si può avere riferimento:

- al mantenimento/crescita/depauperamento delle dotazioni di reti infrastrutturali di comunicazione e tecnologiche;
- alla capacità della location di mantenere nel tempo il suo appeal verso lo specifico uso, laddove contesti urbani centrali o semi-centrali rappresenterebbero di per sé fattori di mitigazione del rischio;
- alle potenzialità dell'immobile di poter essere convertito in modo relativamente agevole ad altri usi. A tale proposito, l'ideale standard realizzativo per la categoria uffici non presenta elementi tecnico-costruttivi tali da limitare in maniera sostanziale la riconversione e pertanto la riflessione si ricondurrebbe nuovamente più alle potenzialità della location ad accogliere usi alternativi.

4) Peculiarità del settore (i.e. stabilità della tipologia immobiliare, evoluzione della tenancy, esposizione ai cambiamenti)

Il comparto uffici si distingue per:

- Stabilità tipologica: asset class tradizionale dedicata ad una funzione ancora primaria rispetto agli attuali paradigmi sociali, economici e tecnologici. Ha caratterizzato e continua a caratterizzare l'urbanizzazione dei principali centri abitati spesso determinandone il grado gerarchico in funzione del suo sviluppo. È soggetta all'adeguamento nel tempo rispetto all'aggiornamento delle tecniche realizzative e costruttive ed ai cambiamenti nei paradigmi economici, sociali e tecnologici.
- Evoluzione della tenancy: da valutare rispetto alla specifica location in termini di capacità della stessa di avere e mantenere un adeguato livello di domanda complessiva degli spazi in locazione rispetto all'offerta presente ed in corso di realizzazione nel breve termine.
- Esposizione ai cambiamenti: come già variamente accennato, gli uffici sono un'asset class esposta principalmente ai cambiamenti relativi ai paradigmi economici, sociali e tecnologici. Tuttavia, di norma, la velocità di questi processi paragonata alle tempistiche ordinarie di concessioni di finanziamenti bancari a clientela corporate/istituzionale è tale da prestarsi ad un limitato rischio complessivo.

5) Livelli di incertezza delle analisi

Il settore uffici presenta un livello di incertezza analitica non superiore rispetto ad altre asset class. Ciò in considerazione di:

- ampie e documentate serie storiche di dati e principali KPI, almeno per i principali hub
- mercato caratterizzato da un livello di transazioni relativamente ampio e pertanto anche in grado di offrire frequentemente validi elementi di comparazione
- fondamentali relativi alla domanda ed alla offerta di spazi in locazione relativamente tracciabili e disponibili anche con riferimento alla pipeline prospettica, almeno per i principali hub;
- le sue caratteristiche di relativa pro-ciclicità consentono di poter valutare il rischio di sostenibilità nel medio termine in funzione all'andamento generale dell'attività economica;
- caratteristiche di fungibilità che unite a location di norma di livello urbano centrale o semi-centrale consentono una relativa conservazione del valore immobiliare intrinseco.

Le variabili e considerazioni illustrate nella presente appendice rappresentano fattori che un valutatore include ordinariamente nel processo estimativo degli immobili a destinazione uffici. Tali elementi possono incidere, in funzione delle assunzioni adottate, sia sulla determinazione del Market Value (MV) che, in ottica prudenziale, del Property Value (PV).

Settore Logistico

1) Fonti di analisi del mercato (pubbliche/private)

Il settore logistico è relativamente recente nel panorama italiano dell'analisi immobiliare. Le fonti pubbliche sono rappresentate dai Rapporti Immobiliari redatti dall'Agenzia delle Entrate in collaborazione con ASSILEA, che classificano la logistica all'interno del comparto produttivo. Tali report offrono informazioni aggregate su transazioni (NTN) e valori (IMI), con copertura territoriale su scala nazionale.

Le fonti private includono i report dei principali operatori globali e società di advisory immobiliare e piattaforme specializzate che forniscono indicatori di mercato aggiornati su take-up, canoni, rendimenti, vacancy e pipeline.

Le evidenze sono spesso articolate per cluster geografici o tipologia (big-box, last-mile, cross-dock), consentendo analisi territoriali e funzionali più dettagliate.

2) Fattori non immobiliari rilevanti

I fattori non immobiliari rilevanti che influenzano il mercato del settore logistico in termini di volumi di asset compravenduti e dei relativi prezzi e canoni, sono in parte comuni a tutto il mercato immobiliare, ovvero i fondamentali economici, in parte specifici per la destinazione.

I principali fattori sicuramente contemplano il fatto che lo stesso mercato è una derivata prima del mercato industriale dei beni materiali e immateriali, sia rivolti al business che alla persona e quindi condizionato da fattori macroeconomici e/o finanziari quali ad esempio:

- Tassi di interesse, che influenzano la leva finanziaria e la redditività attesa;
- Inflazione, con impatti diretti sui costi di costruzione e, indirettamente, sui canoni indicizzati;
- Crescita del PIL e dei consumi interni, che sostengono la domanda logistica nazionale;
- Transizione da Just-in-Time a Just-in-Case e trend di reshoring/backshoring. Le aziende stanno riallocando produzione e stoccaggio vicino ai mercati di consumo, incrementando la domanda di magazzini flessibili e vicini ai nodi infrastrutturali.

3) Caratteristiche specifiche impattanti nel medio-lungo termine

Tra i fattori impattanti in modo diretto ed indiretto il mercato ed i valori di medio-lungo termine del settore logistico, devono essere considerati i fattori ambientali (normativi o di condizioni territoriali) e quelli di derivazione prettamente industriale.

Il magazzino del futuro avrà anche una funzione ambientale attiva, abilitando la ricarica dei veicoli elettrici, la generazione energetica tramite fotovoltaico e sistemi di recupero energetico.

Per quanto riguarda gli aspetti ambientali e normativi, si possono indicare:

- normative ESG: Gli investitori richiedono sempre più immobili in linea con le indicazioni di tassonomia europea, magari certificati secondo i protocolli internazionali;
- le piattaforme logistiche moderne non sono solo immobili: diventano hub energetici e ambientali. Possono ospitare colonnine di ricarica per flotte elettriche, recuperare calore, usare pannelli solari, contribuendo alla decarbonizzazione della logistica su gomma;

ma sono anche da considerare:

- i livelli degli investimenti pubblici in infrastrutture (quali, ad esempio, gli investimenti previsti dal PNRR con interventi rilevanti relativi a strade, ferrovie o porti aumenteranno l'accessibilità e il valore degli immobili vicini, ect.);
- zonizzazione e permessi: le tendenze delle pianificazioni urbanistiche possono limitare o ampliare lo sviluppo del mercato di nuovi immobili.

L'adozione di tecnologie avanzate come automazione, intelligenza artificiale e digital twin sarà sempre più determinante per la competitività e l'obsolescenza tecnica degli immobili logistici; infatti, la tendenza del settore negli ultimi anni è la creazione di nuovi standard di progettazione (sia a livello

architettonico che tecnologico) al fine di spingere sempre più verso gli “Headline Rent” dei magazzini logistici.

4) Peculiarità del settore (i.e. stabilità della tipologia immobiliare, evoluzione della tenancy, esposizione ai cambiamenti)

Il comparto logistico si distingue per:

- Stabilità tipologica: immobili tendenzialmente mono-funzionali e longevi, se ben mantenuti;
- Evoluzione della tenancy: diffusione di contratti a lungo termine, formule triple net, e presenza di operatori specializzati (3PL, e-commerce, distribuzione);
- Spinta e-commerce: la digitalizzazione dei consumi sostiene la domanda di magazzini e poli distributivi;
- Rilocalizzazione produttiva (nearshoring): stimola la crescita di hub logistici regionali in quanto oggi la logistica è parte integrante del sistema produttivo e distributivo, con impatto strategico su time-to-market, resilienza e qualità percepita dal cliente;
- Tecnologizzazione del settore: robotica, automazione e supply chain digitali richiedono asset sempre più avanzati;
- Tipologie emergenti: Last Mile e Urban Logistics (“Last Meter”) con asset ricavati da rigenerazione urbana. Interessano sempre più anche retailer e produttori locali, non solo corrieri;
- Utilizzo di veicoli autonomi e di droni: es. l’aggiornamento normativo in corso, potrebbe cambiare la logistica dell’ultimo miglio, influenzando la posizione ideale degli immobili e ridisegnando le mappe logistiche.

Le variabili e considerazioni illustrate nella presente appendice rappresentano fattori che un valutatore include ordinariamente nel processo estimativo degli immobili a destinazione logistica. Tali elementi possono incidere, in funzione delle assunzioni adottate, sia sulla determinazione del Market Value (MV) che, in ottica prudentiale, del Property Value (PV).

5) Livelli di incertezza delle analisi

Il settore logistico presenta un livello di incertezza analitica superiore rispetto ad altre asset class, per diversi motivi:

- Dipendenza da dinamiche internazionali e da supply chain globali;
- Evoluzione normativa continua, specie in ambito ESG e ambientale;
- Limitata storicità informativa per le fonti pubbliche, e parziali disomogeneità tra quelle private;
- La non univoca definizione urbanistica dell’uso logistico tra i diversi strumenti comunali genera incertezza progettuale e autorizzativa, che incide direttamente sulla pianificazione e valorizzazione degli sviluppi.
- Velocità del cambiamento tecnologico, che può rendere obsoleti alcuni asset in tempi rapidi.

Per rafforzare la robustezza di un Valore prudentiale di lungo termine, risulta fondamentale il consolidamento di dati di mercato più puntuali, continui e territorialmente rappresentativi.

Settore Ricettivo

Il mercato immobiliare del segmento turistico-ricettivo è riconducibile a quella più ampia categoria degli *Operational Real Estate*, ovvero a quei beni immobiliari realizzati per soddisfare e/o condurre una specifica attività economica (i.e alberghiera, Ospedali e Cliniche, Residenze per Studenti, Data Center).

L'andamento di questi mercati risulta perciò connesso all'andamento del macrosettore di attività a cui si rivolgono e alle relative politiche, performance e tendenze specifiche del segmento a cui si rivolgono.

Molte variabili non sono determinate dalla componente immobiliare, ma bensì da aspetti complementari e non direttamente connessi ad essa. Esempi possono essere rappresentati dalle politiche di incentivazione del segmento turistico su scala governativa o locale oltre che da evoluzioni regolamentari o di promozione turistica e da trend dei flussi turistici internazionali direttamente impattati da aspetti sociali e macroeconomici globali.

Indubbiamente alcuni fattori che caratterizzano le dinamiche tra domanda e offerta turistica con specifiche iniziative su scala locale possono generare impatti di media e lunga durata nella traiettoria dello specifico settore e quindi di riflesso nelle dinamiche della componente immobiliare di questo segmento.

Da notare anche come il turistico ricettivo (come altri operational real estate asset destinati a un utente finale) abbiano la plasticità per trasferire l'impatto di variazioni macroeconomiche sull'utente finale mitigando l'effetto sul sottostante immobiliare.

Nel mercato risultano disponibili diverse fonti che possono supportare le analisi dello specifico settore quali ad esempio i dati pubblicati da ISTAT, World Tourist Form, AICA (Associazione Italiana Confindustria Alberghi), Federalberghi, tra le altre che contribuiscono ad una migliore qualificazione e monitoraggio del settore.

Rispetto alle fonti volte al monitoraggio dei trend specifici del settore immobiliare turistico-ricettivo sono inoltre essenziali dati di natura privata che garantiscono esposizione diretta ai trend dei principali indicatori (ADR, RevPAR) oltre che indicazioni dei relativi rendimenti (Yields) ovvero trend dei valori riscontrati nel mercato specifico di riferimento. Tali dati sono tracciati con crescente profondità da parte di società di consulenza che operano nel settore con caratteristiche che possono essere sia di natura locale sia internazionale.

Le considerazioni illustrate nella presente appendice, unitamente ai più ampi indicatori relativi al conto economico alberghiero classificato secondo gli standard USALI (Uniform System of Account for the Lodging Industry) rappresentano fattori che un valutatore include ordinariamente nel processo estimativo degli immobili a destinazione ricettiva. Tali elementi possono incidere, in funzione delle assunzioni adottate, sia sulla determinazione del Market Value (MV) che, in ottica prudenziale, del Property Value (PV).

Infatti, nella determinazione del Valore di Mercato delle strutture ricettive al valutatore è già demandata una sensibilità atta ad analizzare le performance storiche e stimare il conto economico prospettico sulla base delle specifiche capacità del gestore e/o proprietario dell'immobile e dei trend del mercato e del segmento in cui la struttura in analisi si inserisce.

Nella indicazione del Property Value, oltre ai punti non considerati nell'elaborazione del valore di mercato ed esposti nel presente documento, il valutatore potrà fare delle analisi di sensitività in relazione agli elementi di maggiore rilevanza (e.g. Tasso di Occupazione Camere, ADR, efficienza al GOP, volatilità dei flussi, eventuale verifica del Rent Cover Ratio e softening dei tassi) che possano evidenziare un approccio prudenziale.

Sviluppi immobiliari

I modelli valutativi DCF (cd modelli a trasformazione), usati per stimare aree edificabili o asset da riconvertire, sono di norma analisi Profit&Loss industriali dello specifico sviluppo immobiliare. Normalmente la durata può essere ricompresa tra pochi anni (1/2) e molti anni (oltre 10) a seconda della dimensione dello sviluppo in questione.

Considerando che il Property Value ha l'ambizione di evitare "distorsioni" legate a stime effettuate in contesti di picco massimo di mercato, la questione principale è capire se i ricavi previsti nel modello siano coerenti con l'arco temporale previsto dallo sviluppo.

Va anche detto che altre variabili possono incidere in modo significativo nei modelli valutativi delle trasformazioni (ad esempio l'assorbimento del prodotto finito, i costi e il tasso di attualizzazione)

In base a quanto sopra potremmo considerare come approccio valutativo prudentiale due possibili strade alternative (tra le molte percorribili):

1. abbattere esclusivamente il VM del prodotto finito con le metodologie indicate per gli asset ultimati (in relazione alle funzioni previste dal progetto);
2. fare uno stress test su uno o più fattori impattanti il NPV (espressione del VM dell'area e/o dell'asset da riqualificare) risultante dal modello di trasformazione:
 - Ricavi (vedasi approccio 1)
 - Costi (tema molto sensibile sul mercato attuale)
 - Tempi
 - Tasso di attualizzazione.

Va infine considerato che spesso, soprattutto in location non particolarmente premianti, si riscontra un rapporto tra VM del terreno e VM del prodotto finito molto a favore del valore di uscita (spesso compreso tra il 15 e il 40%), con picchi inferiori e superiori in casi particolari.

Va quindi considerato con estrema attenzione il fatto che questi modelli valutativi sono molto sensibili a variazioni di singoli fattori, soprattutto con riferimento ai ricavi ed ai costi, perché questi elementi hanno un ordine di grandezza significativamente superiore al valore del terreno.

Il rischio di attribuire haircut estremamente penalizzanti è sicuramente da vagliare con molta attenzione, in un'attività di analisi di sensitività di questo tipo, che in definitiva è volta a definire un "haircut" da applicare al VM.



DISCLAIMER

Questo paper è stato redatto da un tavolo congiunto formato da referenti dei Soci di Confindustria Assoimmobiliare e da membri di RICS in Italia, in coordinamento con il Professional Group Valuation di RICS in Italia.

Questo paper non è stato redatto dalla Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), non è uno Standard RICS e RICS non detiene alcun diritto d'autore in tutto o in parte su quest'opera.

RICS esclude tutte le condizioni, garanzie e altri termini che potrebbero altrimenti essere impliciti dalla Legge e declina qualsiasi responsabilità per perdite dirette, indirette o consequenziali a chiunque agisca o si astenga dal fare affidamento su qualsiasi materiale contenuto o omesso dalla presente pubblicazione nonché da perdite dirette, indirette o consequenziali subite da qualsiasi persona o entità derivanti da questo documento.

AUTORI

Coordinatori del Tavolo

Mauro Corrada

Marco Plazzotta FRICS

Componenti del Tavolo

Nicola Arcaini MRICS

Davide Cattarin

Antonio del Buono MRICS

Maurizio Negri MRICS

Mauro Palmieri MRICS

Alberto Ravera MRICS

Coordinatore del Professional Group Valuation di RICS in Italia

Simone Spreafico MRICS

FIN DALLA SUA FONDAZIONE NEL 1997, CONFINDUSTRIA ASSOIMMOBILIARE RAPPRESENTA A LIVELLO NAZIONALE L'INTERA FILIERA DEGLI OPERATORI DEL REAL ESTATE ATTIVI IN TUTTE LE ASSET CLASS. RIUNISCE I PRINCIPALI INVESTITORI ISTITUZIONALI, COME SGR, FONDI IMMOBILIARI, SICAF, SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE QUOTATE E NON QUOTATE E REOCO, OLTRE A ISTITUTI BANCARI E COMPAGNIE ASSICURATIVE. FANNO PARTE DELL'ASSOCIAZIONE ANCHE I PIÙ IMPORTANTI DEVELOPER ITALIANI E INTERNAZIONALI, SOCIETÀ PUBBLICHE CHE GESTISCONO GRANDI PATRIMONI IMMOBILIARI, AZIENDE PROPTech, SOCIETÀ DI INGEGNERIA E PROGETTAZIONE, NONCHÉ L'INDUSTRIA PROFESSIONALE DEI SERVIZI DI CONSULENZA AL REAL ESTATE, CHE INCLUDE ATTIVITÀ DI VALUTAZIONE DEGLI ASSET, DUE DILIGENCE, PROPERTY MANAGEMENT, INTERMEDIAZIONE, GESTIONE DEL CREDITO, SERVIZI LEGALI E FISCALI.



CONFINDUSTRIA
ASSOIMMOBILIARE

Tel. +39 06 3212271 - assoimmobiliare@assoimmobiliare.it
Via Quattro Novembre, 114 Roma - Via San Maurilio, 25 Milano
www.assoimmobiliare.it -  [assoimmobiliare](https://www.linkedin.com/company/assoimmobiliare)