

Property Value: una proposta di stima fondata sulla yield capitalization

Il *Property Value* ha aperto una nuova stagione nella valutazione a supporto delle esposizioni creditizie garantite da beni immobili. In coerenza con i criteri metodologici per l'analisi e la valutazione dei rischi associati alle caratteristiche intrinseche dell'edificio e ai fattori ESG, già definiti nel Codice delle Valutazioni Immobiliari (2025), si propone un modello valutativo per la sua determinazione. Il modello, sviluppato sulla base della capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*)¹ — metodica ampiamente codificata nella letteratura tecnico-estimativa — integra un *coefficiente di correzione*, concepito per includere, in chiave prudenziale (come richiesto) e convenzionale (come suggerito dalla proposta), i rischi qualitativi e sistemici legati alla sostenibilità del valore immobiliare nel tempo.

di Giovanni Rubuano

L'introduzione del *Property Value* nel quadro normativo bancario mediante il Regolamento (UE) 2024/1623 che ha modificato il Regolamento (UE) 575/2013 (CRR3), recepito nelle Linee guida per la valutazione degli immobili a garanzia delle esposizioni creditizie (promosse dall'ABI, 2024), negli *European Valuation Standards* (EVS 2025) e nel Codice delle Valutazioni Immobiliari (Sesta edizione, 2025) edito da Tenoborsa Scpa, segna un cambio di paradigma. Il *Property Value* è un valore prudenziale e viene adottato come base di stima idonea a rappresentare il valore di una garanzia sostenibile lungo l'arco temporale del mutuo.

La presente proposta metodologica si fonda sulla **capitalizzazione finanziaria** (*yield capitalization*), nella sistematizzazione più recente di **Simonotti (2019)**², metodica definita nel Codice delle Valutazioni Immobiliari³ e ripresa dalle Linee guida per la valutazione degli immobili a garanzia delle esposizioni creditizie⁴ e dalla Norma UNI 11612:2015 sulla Stima del valore di mercato degli immobili⁵.

Il modello viene rielaborato per accogliere in modo strutturato e verificabile componenti di rischio di lungo periodo, indicatori ESG e parametri di conformità tecnica.

L'obiettivo è fornire un approccio estimativo coerente, trasparente e in linea con gli *standard* di valutazione e con il quadro normativo bancario europeo.

2. La capitalizzazione finanziaria

Il metodo della capitalizzazione finanziaria analizza l'intero ciclo di vita dell'investimento immobiliare, considerando i ricavi e i costi dal momento dell'acquisto fino al termine del periodo di disponibilità. Il valore di mercato risulta dalla **somma del valore attuale dei redditi netti annui e del valore di rivendita finale** (valore di uscita), quest'ultimo stimato mediante la capitalizzazione diretta del reddito netto dell'ultimo anno.

La formulazione di riferimento, in linea con l'impostazione di Simonotti, è la seguente⁶:

$$V = \sum_{t=1}^n (R_t - C_t) \cdot (1+i_y)^{-t} + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1+i_y)^{-n}$$

Somma del valore attuale
netto dei redditi netti del
periodo di disponibilità

Rivendita finale
attualizzata

dove:

- V : valore di mercato;
- R_t : reddito lordo annuo variabile dell'immobile;
- C_t : costo di esercizio annuo variabile dell'immobile;
- R_n : reddito lordo dell'anno n dell'immobile;
- C_n : costo di esercizio dell'anno n dell'immobile;
- i_y : saggio di capitalizzazione finanziaria annuo;
- $i_{D(N)F}$: saggio di capitalizzazione annuo netto finale (*coming-out capitalization rate*);
- n : periodo di disponibilità;
- t : anno generico.

La stima delle poste del flusso di cassa si svolge agganciando i ricavi e i costi del primo anno a un'indicizzazione mediante il saggio annuo di variazione del reddito lordo e quello del costo, mentre il saggio di variazione del prezzo è utilizzato per la stima del valore di rivendita finale.

Il **saggio di capitalizzazione finanziaria** può essere determinato con criterio induttivo e con criterio deduttivo; nel primo caso (**criterio induttivo**) il saggio è ricavato dall'analisi dei dati di mercato attraverso la selezione di immobili comparabili, la ricostruzione dei relativi flussi di cassa e il calcolo dei saggi di rendimento interno, dei quali si assume la media aritmetica o ponderata, opportunamente motivata; nel secondo caso (**criterio deduttivo**) attraverso invece il **flusso di cassa di conversione**⁷.

Il *coming-out capitalization rate* è sempre determinato con un approccio deduttivo, poiché non può essere direttamente desunto dal mercato. Nel caso in cui il saggio di capitalizzazione finanziaria sia stimato con **critério induttivo**, non si dispone del saggio di capitalizzazione diretta (*going-in capitalization rate*); in questa circostanza, il *coming-out capitalization rate* è determinato applicando il principio dell'**equivalenza finanziaria**⁸. Viceversa, quando il saggio di capitalizzazione finanziaria sia stimato con **critério deduttivo**, il *coming-out capitalization rate* è determinato a partire dal saggio netto della capitalizzazione diretta, opportunamente adeguato in funzione delle variabili estimative, quali i saggi di variazione di redditi, costi e prezzi, nonché l'incidenza dei costi di esercizio sul canone di mercato.

In ultimo, il metodo della **capitalizzazione finanziaria** e quello della **capitalizzazione diretta** stimano lo **stesso valore di mercato**, a condizione che entrambi utilizzino gli stessi dati di mercato (canoni e prezzi). La capitalizzazione finanziaria offre un'analisi più articolata, integrando ipotesi sulle variazioni di ricavi, costi e prezzi; la capitalizzazione diretta fornisce invece una stima immediata del valore di mercato (**valutazione estimativa**). La convergenza dei risultati conferma che la capitalizzazione finanziaria è un'estensione metodologica della capitalizzazione diretta, preservandone l'uguaglianza del valore di mercato e arricchendo al contempo le informazioni disponibili per il committente in un'ottica economica (**valutazione economica**).

3. Property Value

3.1 Premessa

Il *Property Value*, come stabilito dal Regolamento (UE) 2024/1623 che ha modificato il Regolamento (UE) 575/2013 (CRR3), rappresenta un riferimento prudenziale e conservativo di stima, funzionale alla garanzia ipotecaria. Si tratta di un valore distinto dal *Market Value*, calcolato secondo criteri prudenziali e regolamentari, volto a intercettare la sostenibilità della garanzia lungo l'intera durata del mutuo.

Il *Property Value* deve essere determinato:

- escludendo aspettative di rivalutazione dei prezzi futuri;
- considerando lo scostamento tra il valore di mercato al momento della stima e il valore sostenibile per la durata del mutuo.

Non introduce una nuova base di valore, ma applica regolamentariamente **principi di stima** prudenziali che adeguano il risultato in funzione della sostenibilità della garanzia. Esso riflette una logica volta a considerare fattori quali rischio sistemico, condizioni di

illiquidità del mercato, vulnerabilità intrinseca dell'immobile e, in prospettiva, impatti derivanti da criteri ESG. Il valore prudenziale intercetta dunque la **sostenibilità nel tempo** della garanzia, tenendo conto dei rischi e delle caratteristiche strutturali dell'immobile.

La letteratura più recente (d'Amato, Renigier-Bilozor, Bambagioni, 2024)⁹ propone un modello di capitalizzazione ciclica che tiene conto delle diverse fasi del ciclo di mercato (espansione, recessione) per determinare un valore di uscita (*exit value*) più prudente e realistico, in risposta alla natura pro-ciclica dei metodi tradizionali di capitalizzazione e in particolare della capitalizzazione diretta la quale, generalmente, non considera le fasi di picco e/o contrazione del mercato dovute a fattori esogeni particolarmente impattanti, con conseguente potenziale incidenza sui flussi di cassa e quindi sul valore dell'*asset*.

Ne deriva — pur trattandosi di una considerazione interpretativa — che in contesti di mercato stabili e privi di *shock* esogeni, l'applicazione di approcci metodologicamente differenti possa condurre a risultati estimativi tra loro coerenti. Questa convergenza apparente, pur non garantita, **rafforzerebbe l'ipotesi di una tenuta del valore nel tempo**, quando le condizioni fisiche dell'immobile e della congiuntura si mantengano consolidate.

Tuttavia, come evidenziato nel Codice delle Valutazioni Immobiliari (2025, cap. 12), tale ipotesi di continuità d'uso va attentamente correlata alle **caratteristiche costruttive** dell'edificio e ai **rischi esogeni georeferenziati**, in particolare quelli riconducibili a fattori ESG critici (es. rischio sismico, idrogeologico, climatico, vulnerabilità strutturale). In tali situazioni, la sostenibilità del valore nel tempo può risultare esposta alla probabilità di eventi che potrebbero compromettere l'utilizzo dell'edificio.

Il Codice fornisce criteri valutativi puntuali per analizzare tali rischi, consentendo una solida valutazione qualitativa e quantitativa.

In questo contesto si inserisce la presente proposta, che si pone come **complementare** all'impianto metodologico delineato dal Codice. Essa intende offrire un **modello applicativo di formalizzazione estimativa**, attraverso il quale i fattori qualitativi possano essere **trasposti in un coefficiente sintetico** da integrare nel processo di capitalizzazione. È qui che risiede la complementarità della proposta: il Codice guida l'analisi e la comprensione dei rischi, mentre la presente soluzione ne consente l'integrazione in un quadro codificato, rafforzando così la coerenza metodologica e la ripetibilità del giudizio estimativo.

3.2 Proposta di stima

Si propone un **modello valutativo di tipo convenzionale**, fondato sull'impianto metodologico della capitalizzazione finanziaria, del quale mantiene l'architettura originaria, introducendo un correttivo specifico: il **coefficiente di correzione prudenziale (Δ)**.

Il coefficiente di correzione prudenziale rappresenta l'elemento cardine dell'adattamento metodologico proposto. Agendo direttamente sul saggio di capitalizzazione finanziaria consente di internalizzare, in modo sintetico e replicabile, i rischi regolamentari previsti dalle norme, con particolare riferimento ai requisiti prudenziali e di sostenibilità indicati dalle Linee Guida ABI, dagli EVS e dal Codice delle Valutazioni Immobiliari.

Tale impostazione non altera la coerenza teorica del modello originario, ma la estende, rendendola compatibile con un contesto di stima convenzionale, nel quale l'incertezza del valore futuro rende preferibile l'adozione di parametri condivisi e controllabili. Il **saggio di capitalizzazione**, corretto tramite il coefficiente di correzione prudenziale, assume così la funzione di indicatore ponderato del rischio, senza compromettere l'equilibrio teorico della capitalizzazione finanziaria.

La formulazione proposta per la determinazione del *Property Value* è¹⁰:

$$PV = \sum_{t=1}^n (R_t - C_t) \cdot (1 + i_y + \Delta)^{-t} + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_y + \Delta)^{-n}$$

dove:

- *PV*: *Property Value*;
- Δ = coefficiente di correzione prudenziale;
- *n*: durata del mutuo;
- le altre componenti sono come nella formula originaria.

Sebbene non esplicitati, **eventuali CAPEX (*Capital Expenditure*)** possono essere considerati nel flusso di cassa, secondo le specifiche circostanze del caso, in coerenza con quanto previsto nel Codice delle Valutazioni Immobiliari (2025, cap. 12).

L'integrazione del coefficiente di correzione prudenziale nel saggio riflette un principio metodologico chiave, riconosciuto e condiviso nelle principali linee guida internazionali di valutazione immobiliare, tra cui quelle dell'*Appraisal Institute*: la **prudenza è incorporata nel processo di attualizzazione**, e non nei flussi di cassa stimati.

Un'alternativa alla formulazione proposta – la quale privilegia la linearità e la coerenza con gli *standard* valutativi e la letteratura di settore – potrebbe consistere, come spunto per ulteriori approfondimenti, nell'ipotesi di una variante che applichi il coefficiente Δ

ricompreso in un **fattore moltiplicativo** $(1+\Delta)$, riferito a ciascun anno (t_1, t_2, \dots, n) , da applicare al saggio di capitalizzazione finanziaria.

3.2.1 La costruzione del coefficiente Δ : un modello multivariato a base qualitativa

La determinazione del coefficiente di correzione prudenziale Δ si basa su un **modello multivariato a scala di intervalli**, fondato su una logica a punteggio ponderato, coerente con l'approccio dei modelli decisionali multicriterio (*Multi-Criteria Decision Making* – MCDM)¹¹, ampiamente validati nella letteratura tecnico-valutativa.

Tale coefficiente mira a rappresentare, in termini valutativi, un insieme di fattori che possono incidere sull'effettività del valore al momento della stima, nonché sulla sua sostenibilità nel lungo termine.

Ad esempio, in base agli elementi valutativi attualmente individuati dalle Linee Guida ABI (R.5.5, Requisito 5, punto 5), la ponderazione riguarderebbe:

- fattori ESG (Ambientali, Sociali e di *Governance*);
- location;
- tipologia del 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.

Ciascun elemento valutativo è espresso su **scala ordinale** da 0 (condizione ottimale) a k (massimo rischio) e assume un **peso** in funzione della sua incidenza sul rischio estimativo. I punteggi attribuiti, ponderati secondo i pesi, restituiscono il coefficiente di correzione prudenziale Δ ricercato. La relazione è esprimibile come¹²:

$$\Delta = \Delta_{max} \cdot \left(\sum_{i=1}^n w_i \cdot \frac{s_i}{k} \right)$$

dove:

- Δ_{max} : valore massimo prudenziale del correttivo;
- w_i : peso dell'elemento valutativo i (espresso in valore decimale tale che $\sum_{i=1}^n w_i = 1$ o in percentuale tale che $\sum_{i=1}^n w_i = 100\%$);
- s_i : punteggio assegnato al fattore i , da 0 a k ;
- k : valore massimo della scala ordinale.

Il coefficiente così determinato costituisce un valore puntuale, risultante dalla ponderazione dei pesi e dei punteggi al momento della stima, ed è **assunto su base**

annua per l'intera durata del mutuo. In tal modo può essere sommato al saggio di capitalizzazione finanziaria (i_y) anno per anno, coerentemente con il suo orizzonte temporale.

Il parametro di soglia Δ_{max} e i pesi assegnati ai diversi elementi valutativi già individuati — o semmai alle relative sottocategorie — potranno essere prestabiliti e definiti entro un intervallo di valori, derivando eventualmente da una condivisione preliminare.

I punteggi da attribuire, invece, vengono determinati sulla base di un'analisi strutturata dei fattori di rischio, condotta in conformità ai criteri indicati nel Codice delle Valutazioni Immobiliari (2025, capp. 12 e 23) per quelli esplicitamente contemplati, mentre gli altri sono calibrati in funzione delle evidenze di mercato rilevate, garantendo così un'applicazione coerente e aderente al contesto specifico.

È proprio questa adattabilità a confermare la flessibilità e l'utilità operativa dell'approccio proposto. In tal modo, l'informazione qualitativa — percepita come vaga o soggettiva — viene resa leggibile e strutturata, integrandosi nel processo di capitalizzazione finanziaria e preservandone la struttura originaria.

3.2.2 Esclusione del saggio di variazione del prezzo e superamento delle serie storiche

Nella costruzione del modello proposto **non si applica il saggio di variazione del prezzo** normalmente previsto nella capitalizzazione finanziaria per la stima del valore di rivendita, in quanto espressamente escluso nella determinazione del *Property Value*, in coerenza con il principio di stima prudenziale. Ne deriva che il valore è stimato cristallizzando le condizioni del mercato alla data della valutazione, senza ipotizzare apprezzamenti futuri.

Parallelamente, **non si fa ricorso alle serie storiche** per una duplice ragione. Da un lato, il valutatore è spesso privo di accesso a banche dati complete, strutturate e verificabili; dall'altro, tali serie, in mercati discontinui, presentano limiti di affidabilità predittiva. Per quanto impiegabili, infatti, **ai fini statistici** o nella **modellazione previsionale**, esse possono generare un'illusione di continuità, risultando inapplicabili in contesti di discontinuità improvvisa — si pensi, in epoca recente, alla crisi finanziaria del 2008, o alla pandemia da Covid-19. In simili scenari, **il passato perde significato** e può risultare più coerente orientare la valutazione su un modello di stima di tipo convenzionale condiviso *ex ante*.

4. Conclusioni

Il modello proposto ha carattere propositivo e si fonda su una constatazione chiara: accanto agli strumenti predittivi approfonditamente definiti nel Codice delle Valutazioni Immobiliari (2025), la via più percorribile per la determinazione del *Property Value* è un **approccio convenzionale**, fondato su un impianto metodologico scientificamente strutturato.

La proposta prende le mosse dal metodo della **capitalizzazione finanziaria**, ampiamente riconosciuto e formalizzato, adattato alla stima con criteri di cautela attraverso l'introduzione del **coefficiente di correzione prudenziale**. Quest'ultimo consente di integrare, in modo replicabile, i **rischi di sostenibilità di lungo periodo**, i **fattori ESG** e la **conformità tecnica**, secondo quanto richiesto dalle norme.

L'essenza dell'approccio metodologico risiede nella convenzionalità: non per assenza di ambizione metodologica, ma per un **riconoscimento onesto** dei limiti predittivi insiti in ogni stima del valore futuro. In un contesto di incertezza sistemica, adottare un metodo condiviso *ex ante*, costruito su regole dichiarate e replicabili, potrebbe rappresentare la scelta più corretta e trasparente, rispetto a confidare in previsioni instabili.

In altri termini, **se nessuno può conoscere con certezza il valore futuro, è preferibile che tutti lo stimino con lo stesso "percorso dichiarato"**, per garantire coerenza, intelligibilità e solidità al processo valutativo.

In particolare, la **convenzionalità si esprime** nella scelta di parametri e dati di input (come i saggi di indicizzazione), ma ancor più nel **modello multivariato** con cui si determina il coefficiente di correzione prudenziale. Tale coefficiente sintetizza i fattori qualitativi previsti dalle norme, sulla base di pesi predefiniti, semmai condivisi preliminarmente in sede di tavolo tecnico.

Non si tratta di un modello chiuso, ma di una proposta aperta e perfezionabile, che consente di tradurre in termini operativi i rischi qualitativi già analizzati nella cornice metodologica offerta nel Codice delle Valutazioni Immobiliari. In tal senso, il modello si configura come **complementare al Codice**: non alternativo, ma integrativo, capace di fornire una risposta strutturata alla necessità di rappresentare anche le componenti non pienamente quantificabili del rischio immobiliare. Questa integrazione può conferire al *Property Value* una **dignità estimativa**, sottraendosi alla dimensione astratta o meramente regolamentare e affermandosi come **indicatore valutativo dotato di coerenza metodologica, trasparenza e applicabilità professionale**.

In conclusione, **la convenzionalità non è un limite**, ma una **risposta professionale e strutturata all'incertezza**. Proprio in questa prospettiva, l'approccio proposto potrebbe agevolare il processo attraverso il quale il *Property Value* possa diventare prassi operativa più chiara, coerente e condivisa nell'ambito delle valutazioni immobiliari a garanzia del credito.

Note

¹ Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate*, 15^a edizione, 2020, cap. 26.

² Marco Simonotti, *Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi metodi*, Stimatrix®, 2019, cap. 14.

³ *Codice delle Valutazioni Immobiliari*, Sesta edizione 2025, Responsabile Scientifico Giampiero Bambagioni, cap. 10.

⁴ *Linee guida per la valutazione degli immobili a garanzia delle esposizioni creditizie*, ABI 2024, N.2.4, Nota esplicativa 2, punto 4.

⁵ *Stima del valore di mercato degli immobili*, UNI 11612:2015, par. 4.2.

Mentre il Codice delle Valutazioni Immobiliari rappresenta lo *standard* valutativo italiano di riferimento, e le Linee guida per la valutazione degli immobili a garanzia delle esposizioni creditizie costituiscono una procedura settoriale specifica, la Norma UNI 11612:2015 si colloca in una posizione intermedia. Essa non rappresenta, infatti, uno *standard* a pieno titolo, in quanto considera una sola base del valore, ma si configura comunque come una procedura normativamente riconosciuta nel settore, offrendo un *framework* metodologico strutturato e condiviso, basato sul Codice delle Valutazioni Immobiliari.

⁶ La formulazione della capitalizzazione finanziaria, secondo l'impostazione di Simonotti, costituisce formalmente un *Discounted Cash Flow* (DCF) comunemente applicato: flussi netti e valore residuo attualizzati, come riportato in tutta la letteratura di riferimento. La differenza risiede nella determinazione dei saggi, calibrati in modo che il valore di mercato stimato coincida con quello ottenuto mediante capitalizzazione diretta.

⁷ Il flusso di cassa di conversione consente la determinazione del saggio di capitalizzazione finanziaria sulla base del saggio di capitalizzazione diretta, senza la necessità di stimare *ex ante* il reddito. Rappresenta un'evoluzione sistemica della *yield and change formulas*, cui si ispira per impostazione concettuale. Pur mantenendo l'obiettivo di ricavare il saggio della capitalizzazione finanziaria da quello diretto, il flusso di conversione – introdotto da Simonotti nel 2019 – ne perfeziona la struttura, garantendo la coerenza sotto il profilo matematico.

⁸ L'equivalenza finanziaria è un principio che stabilisce la corrispondenza tra valori riferiti a momenti temporali diversi, attraverso l'attualizzazione o la capitalizzazione. Applicata alla stima immobiliare (Simonotti, 2019), consente di ricondurre il *coming-out capitalization rate* a un saggio coerente con la dinamica temporale dei redditi, dei costi e dei prezzi, garantendo uniformità nei calcoli e coerenza con il saggio di capitalizzazione finanziaria.

⁹ Maurizio d'Amato, Malgorzata Renigier-Bilozor, Giampiero Bambagioni, *Valuation of cyclical assets and exit value*, Journal of European Real Estate Research (JERER), Emerald Publishing, 2024.

¹⁰ calcolopv.it, per scaricare il foglio di calcolo per la determinazione del *Property Value*.

¹¹ Thomas Lawrence Saaty, *Fundamentals of Decision Making and Priority Theory with the Analytic Hierarchy Process*, RWS Publications, 2000, capp. 1, 2 e 4.

¹² La struttura della relazione è coerente con i modelli di *risk scoring* adottati in ambito bancario e creditizio, inclusi quelli previsti dall'approccio *Internal Rating Based* (IRB) disciplinato dagli Accordi di Basilea III e risulta pienamente compatibile con le indicazioni delle Linee Guida dell'Autorità Bancaria Europea (EBA). Tale metodologia è consolidata nella prassi internazionale e utilizzata per la misurazione prudenziale del rischio di credito (PD, LGD), garantendo coerenza con i principi regolamentari di misurazione e monitoraggio del rischio.