

Giampiero Bambagioni

SOSTENIBILITÀ DEL VALORE NEL FINANZIAMENTO IMMOBILIARE

Sustainable Lending | Finanza Sostenibile | Valutazione Fattibilità Green Property Project |
Estimo | ESG Rating | Green Asset Ratio (GAR)

Long Term Sustainable Value (LTSV), stima delle caratteristiche *Green e High-Performance* degli immobili, Valutazione della sostenibilità dei finanziamenti, dei progetti infrastrutturali e di sviluppo immobiliare, alla luce degli Orientamenti EBA in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti e dei fattori *Environmental Social and Governance (ESG)*

politecnica


MAGGIOLI
EDITORE

Impaginazione, grafica ed editing: Elisa Pozzoli

ISBN 978-88-916-4638-5

© Copyright 2021 Maggioli S.p.A.

È vietata la riproduzione, anche parziale, con qualsiasi mezzo effettuata, anche ad uso interno e didattico, non autorizzata.

Maggioli Editore è un marchio di Maggioli S.p.A.
Azienda con sistema qualità certificato ISO 9001:2015
47822 Santarcangelo di Romagna (RN) • Via del Carpino, 8
Tel. 0541/628111 • Fax 0541/622595

www.maggiolieditore.it
e-mail: clienti.editore@maggioli.it

Diritti di traduzione, memorizzazione elettronica, di riproduzione e di adattamento, totale e parziale, con qualsiasi mezzo sono riservati per tutti i Paesi

Il catalogo completo è disponibile su www.maggiolieditore.it
area università

Finito di stampare nel mese di Giugno 2021 nello stabilimento
Maggioli S.p.A Santarcangelo di Romagna (RN)

Giampiero Bambagioni

SOSTENIBILITÀ DEL VALORE NEL FINANZIAMENTO IMMOBILIARE

Sustainable Lending | Finanza Sostenibile | Valutazione Fattibilità
Green Property Project | Estimo | ESG Rating | Green Asset Ratio (GAR)

Long Term Sustainable Value (LTSV), stima delle caratteristiche *Green* e *High-Performance* degli immobili, Valutazione della sostenibilità dei finanziamenti, dei progetti infrastrutturali e di sviluppo immobiliare, alla luce degli Orientamenti EBA in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti e dei fattori *Environmental Social and Governance* (ESG)



A Roberta, Edoardo Luca, Chiara Domitilla, Tommaso Manfredi.

Indice

Prefazione

Ridisegnare l'architettura del valore in chiave sostenibile ix
di *Luca Bertalot*

La finanza sostenibile a livello UE xi
di *Marzia Traverso*

Premessa

Sustainable lending e sostenibilità del valore nel lungo termine xv
di *Giampiero Bambagioni*

Introduzione 1

Capitolo 1 | Finanza sostenibile, sustainable lending, valore nel lungo termine 7

1.0 Introduzione 7
1.1 Interdipendenza tra servizi finanziari, valore e sostenibilità 8
1.2 Sviluppo sostenibile 10

1.3	Finanza sostenibile e Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)	12
1.4	Rapporto tra clima, finanza verde e finanza sostenibile	15
1.5	Orientamenti EBA in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti	17
1.6	Investimenti immobiliari sostenibili e successo sostenibile degli investitori istituzionali	21
1.7	Edifici sostenibili (<i>Green e High Performance</i>)	25
1.8	Interdipendenza tra mercati finanziari, sustainable financing e framework normativo	28
1.9	Rischio di sostenibilità nei servizi finanziari e ESG Investments	29
1.10	Valore sostenibile nel lungo termine	30

Capitolo 2 | Basi del valore e Long Term Sustainable Value **33**

2.0	Introduzione	33
2.1	Analisi di mercato (<i>Market Analysis</i>)	35
2.2	Fasi cicliche del mercato immobiliare	37
2.3	Valori market oriented e altre tipologie di valore	38
2.4	Valore di mercato (<i>Market Value</i>)	42
2.5	Canone di mercato (<i>Market Rent</i>)	44
2.6	Valore di credito ipotecario (<i>Mortgage Lending Value</i>)	45
2.7	Valore sostenibile a lungo termine (<i>Long Term Sustainable Value</i>)	47
2.8	Valore equo (<i>Fair value</i>)	59
2.9	Valore di investimento (<i>Investment Value</i>)	63
2.10	Valore in continuità aziendale (<i>Going Concern Value</i>)	64
2.11	Tipologie di valore diverse dai valori <i>market oriented</i>	66

**Capitolo 3 | Finanziamento e valutazione della sostenibilità dei progetti
di investimento pubblici e privati (*Green Projects Evaluation*) 73**

3.0	Introduzione	73
3.1	Normativa bancaria e sostenibilità economico-finanziaria dei progetti	78
3.2	Equilibrio economico e finanziario dei progetti e quadro normativo di riferimento a livello europeo e nazionale	81
3.3	Sostenibilità e Life-cycle management	88
3.4	Macrofasi della valutazione economica dei progetti	93
3.5	Studio di fattibilità ed altri metodi di analisi della sostenibilità del progetto	95
3.6	Metodiche di valutazione degli investimenti	102
3.7	Sostenibilità finanziaria e metodi di valutazione degli investimenti pubblici	107
3.8	Sostenibilità finanziaria e metodi di valutazione degli investimenti privati e delle iniziative in Project Finance	117
3.9	I vincoli del progetto	121
3.10	Finalità della valutazione in funzione delle fasi del progetto	123
3.11	Conclusioni	124

Capitolo 4 | Long Term Sustainable Value 127

4.0	Introduzione	127
4.1	Quadro normativo di riferimento a livello europeo e nazionale	129
4.2	Overview a livello internazionale	133
4.3	Differenze concettuali tra valore a lungo termine e Long Term Sustainable Value	139

4.4	Valore di mercato e valore sostenibile nel lungo termine	142
4.5	Definizione di Long Term Sustainable Value (LTSV)	148
4.6	Differenze tra valore del credito ipotecario (MLV) e valore sostenibile a lungo termine (LTSV)	150
4.7	Correlazione tra valore del credito ipotecario e valore di mercato	155
4.8	Caratteristiche del Long Term Sustainable Value	157
4.9	Casi applicativi del Long Term Sustainable Value	159
4.10	Conclusioni	165
Capitolo 5 ESG risk assessment e finanziamento sostenibile		167
5.0	Introduzione	167
5.1	Leggi e normative di vigilanza applicabili ai fini del finanziamento e dell'investimento	170
5.2	Creazione di valore nel lungo termine e risk governance	176
5.3	Quadro regolamentare relativo al Risk appetite framework	179
5.4	Correlazione tra finanziamento, fattori ESG, rischi e mappe di rilevanza	184
5.5	Disclosure, fattori ESG e valore a lungo termine	189
5.6	Green asset ratio (GAR)	194
Glossario		197
Bibliografia		207

Prefazione

Ridisegnare l'architettura del valore in chiave sostenibile

di Luca Bertalot*

Fin dalla rivoluzione dei lumi, il concetto di proprietà, la teoria del valore e la domanda da dove venga il valore hanno rappresentato il fondamento ideologico di scuole economiche e filosofiche che hanno determinato l'assetto e l'equilibrio politico ed economico della nostra società moderna.

Il valore d'uso e il concetto di utilità sono pilastri su cui si basa la catena del valore della filiera del mercato immobiliare, che influenzano le dinamiche sia delle piazze dei mercati finanziari che la vita comune di ogni cittadino e di ogni famiglia. Alla luce dell'attuale combinato storico di una crisi pandemica globale senza precedenti e della rivoluzione culturale sostenibile, volta a ridisegnare l'architettura del valore in chiave sostenibile, questa pubblicazione apre con coraggio un percorso di dibattito intellettuale tra gli addetti ai lavori.

In ambito europeo, è importante sottolineare la centralità e la valenza dell'analisi delle dinamiche e meccanismi di mercato, del quadro normativo, nonché delle *best practices* che influenzeranno il mercato di domani, ma soprattutto la speranza di gettare le basi economiche per articolare una strategia comune nell'affrontare la sfida del Green Deal e dare slancio al progetto Next Generation EU.

* *Luca Bertalot, Secretary General, European Mortgage Federation - European Covered Bond Council, Bruxelles*

Prefazione

La finanza sostenibile a livello UE

di Marzia Traverso*

Oggi più che mai il concetto di Sostenibilità e il raggiungimento di uno sviluppo sostenibile dalla comunità umana sono temi all'ordine del giorno nelle politiche nazionali, europee ed extraeuropee. I 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) introdotti dalle Nazioni Unite attraverso l'Agenda 2030 rappresentano il punto di riferimento per tutte le strategie politiche ed industriali. È già dagli SDGs che si può evincere chiaramente la tridimensionalità del concetto di sviluppo sostenibile, essa infatti tiene in considerazione aspetti ambientali, economici e sociali. Nonostante i diversi sforzi fatti dalla politica internazionale per definire obiettivi e strumenti di analisi per una produzione industriale sostenibile e la transizione verso un'economia circolare, molte delle iniziative e degli investimenti sostenuti dal mondo del business sono ancora su base volontaria e richiedono notevoli capitali. Tutto ciò ha portato alla definizione chiara di un trade-off tra impatti ambientali, sociali e costi a breve termine che hanno rappresentato una delle barriere più significative per la transizione verso uno sviluppo sostenibile.

Oggi, con il nuovo concetto di finanza sostenibile introdotto dalla Comunità Europea, si pongono le basi per una sostenibilità "economica" nella sua accezione di conveniente anche dal punto

di vista degli investimenti a breve termine. Infatti, il Regolamento (EU) 2020/852 pone le basi per la Tassonomia Europea definendo quali attività economiche sono ambientalmente sostenibili. Le attività economiche sono sostenibili secondo la Tassonomia Europea se permettono un “sostanziale contributo” ad almeno uno dei sei obiettivi identificati come prioritari senza danneggiare significativamente nessuno degli altri cinque e se, contemporaneamente, rispettano le garanzie minime di salvaguardia dei diritti umani e dei diritti dei lavoratori (art. 18 Reg. EU 2020/852).

Gli obiettivi di riferimento per la tassonomia sono: mitigazione dei cambiamenti climatici, adattamento ai cambiamenti climatici, gestione sostenibile e protezione dell’acqua e delle risorse marine, transizione verso un’economia circolare, prevenzione e controllo dell’inquinamento e protezione e ristorazione della biodiversità e degli ecosistemi. Al fine di garantire che un’attività economica possa essere definita ambientalmente sostenibile, verranno individuati criteri ambientali quantitativi per la definizione di un sostanziale contributo delle attività, e per il raggiungimento degli obiettivi sopracitati. È stata inoltre sottolineata, l’importanza del tenere in considerazione le ricadute che ha un’attività economica sull’intero ciclo di vita dei prodotti o processi che essa promuove, nel processo di definizione dei criteri sopracitati.

Quale *Rapporteur* del comitato tecnico della Piattaforma Europea della Finanza Sostenibile ritengo di primaria importanza, seppure siamo ancora nella fase di elaborazione dei criteri, introdurre e divulgare quanto prima i concetti d’applicazione usati per la piattaforma, integrandoli ed applicandoli nei diversi settori industriali.

Il settore immobiliare è fra le prime attività per il consumo mondiale di energia ed emissione di CO₂. Infatti, il 30% delle emissioni di gas serra ed il 40% del consumo annuo di energia a livello globale sono riconducibili agli edifici. Pertanto, esso rappresenta un settore strategico e di primaria importanza per l’applicazione dei concetti di finanza sostenibile, ed il raggiungimento dei suoi obiettivi. Inoltre, esso risente della necessità di disporre di capitali ed investimenti utili a migliorarne le prestazioni ambientali per il conseguimento degli obiettivi ambientali della tassonomia.

Questo manoscritto risponde perfettamente al bisogno di introdurre e spiegare in maniera pratica i diversi concetti di sostenibilità, finanza sostenibile, performance ambientali sul ciclo di vita del prodotto, valutazione di sostenibilità e tanti concetti chiave. Inoltre, la sua applicazione al settore immobiliare copre un importante *gap* presente in letteratura. Infine, l'applicazione pratica è di fondamentale importanza per rendere tali concetti più chiari, accompagnando il lettore in una comprensione più efficace.

* *Marzia Traverso, Professor, Head of Institute of Sustainability in Civil Engineering, RWTH Aachen University, Rapporteur of Technical Working Group in the EU Platform of Sustainable Finance.*

Premessa

Sustainable lending e sostenibilità del valore nel lungo termine

di Giampiero Bambagioni

Per *sustainable lending* si intende un prestito sostenibile per l'intera durata del finanziamento, in considerazione dei fattori di mitigazione del rischio connessi alla possibilità del soggetto beneficiario di rimborsare il prestito ricevuto da parte di un istituto bancario o finanziario, tenuto conto della garanzia reale rilasciata da parte del debitore, indipendentemente dal rapporto sussistente tra prestito e valore dell'immobile (*loan-to-value*).

In quest'ottica il valore della garanzia reale risulta determinante. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), ai fini del calcolo del *Risk-weighted asset* (RWA), nell'ambito dello standard relativo alle esposizioni individuali che entrerà in vigore dal 1° gennaio 2023, ai fini della determinazione del *Mortgage Lending Value* (MLV), stabilisce che: (i) per la determinazione del valore dell'immobile dovrebbero essere utilizzati criteri di valutazione prudentemente conservativi, (ii) il valore dell'*asset* dovrebbe essere sostenibile per tutta la durata del prestito. Va ricordato, tuttavia, che lo standard indicato da Basilea III potrebbe non essere automaticamente recepito nella legislazione europea.

Il *loan-to-value* è attualmente determinato sulla base del «valore di mercato» così come definito dall'art. 4, comma 1, punto 76) del Regolamento (UE) 575/2013 (“CRR”). Il concetto di «valore

di credito ipotecario» o *Mortgage Lending Value* (MLV) è definito dall'art. 4, comma 1, punto 74 del CRR. La definizione di MLV così come formulata non risulta univoca.

La medesima European Banking Authority (EBA), in una «*Opinion on Mortgage Lending Value*» dell'ottobre 2015, specificava che «occorre fare chiarezza sugli aspetti procedurali relativi all'applicazione del MLV in quegli Stati membri che hanno deciso di applicare i principi MLV a fini prudenziali».

La pandemia ha accentuato processi in atto da tempo. Nel settembre 2015 le Nazioni Unite hanno varato gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG). L'Unione Europea, dopo l'adozione del *Green Deal*, ancorato all'Agenda 2030 dell'ONU, ha avviato una serie di politiche volte a trasformare l'Europa nel primo continente neutro dal punto di vista climatico entro il 2050, sottolineando che «**per realizzare questo obiettivo sarà necessaria una trasformazione della società e dell'economia dell'Europa**». In quest'ottica, una spinta normativa notevole coinvolge la finanza sostenibile oggetto, tra l'altro, del Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation* – “SFDR”) e il Regolamento (UE) 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (*Taxonomy Regulation*).

L'*European Banking Authority* (EBA) con gli “Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti” ha cambiato il paradigma regolamentare ancorando queste attività ai fattori *Environmental Social and Governance* (ESG). La BCE con la “*Guida sui rischi climatici e ambientali*” per le banche pubblicata nel novembre scorso ha rafforzato l'attenzione per i rischi connessi ai fattori ESG.

L'EBA, inoltre, al fine di valutare l'efficienza di una banca adotterà, a partire dal 2022, indicatori chiave di prestazione (KPI) in funzione della definizione di un *Green Asset Ratio* (GAR) mirante a identificare il peso, nell'ambito delle attività finanziate dalla banca, degli *asset* sostenibili dal punto di vista ambientale sulla base della tassonomia oggetto della «*Taxonomy Regulation*» e dei conseguenti Regolamenti delegati adottati dalla Commissione europea.

Appare evidente la correlazione sussistente tra: sviluppo sostenibile, stabilità del sistema finanziario, *sustainable lending*, investimenti responsabili e sostenibilità del valore nel lungo termine. Il paradigma della sostenibilità e il concetto di valore sostenibile nel lungo termine hanno assunto una crescente rilevanza. Le imprese sono spinte, in particolare dagli investitori e dai finanziatori, a creare valore nel lungo termine correlando sostenibilità del *business*, *risk appetite framework* (RAF), politiche *forward looking* in considerazione dei fattori ESG.

Gli enti bancari e finanziari negli ultimi anni, da un lato hanno dovuto gestire rilevanti esposizioni deteriorate (*non-performing exposures*, NPE) e esposizioni oggetto di concessioni (*forborne exposures*, FBE), dall'altro sono stati chiamati ad attuare politiche creditizie coerenti con le nuove normative di Vigilanza.

In questo quadro, in un'ottica *forward looking*, la preservazione del «valore sostenibile nel lungo termine» dovrebbe tener conto di una serie di fattori, tra cui, necessariamente: (i) della prevenzione e mitigazione dei rischi; (ii) delle caratteristiche verdi (*green or high performance*)¹ della garanzia reale, in considerazione delle *performance* attese nel lungo periodo (valutate in base alla qualità costruttiva, all'efficienza energetica, alla resilienza strutturale, alla probabilità di subire eventi di carattere idrogeologico o sismico), (iii) dei rischi connessi a specifici fattori ESG direttamente inerenti l'*asset*, (iv) del possibile decremento del valore dell'immobile in considerazione dei prevedibili costi di gestione e manutenzione nel lungo termine.

La definizione di «valore sostenibile nel lungo termine» tuttavia non trova riferimento nella dottrina estimativa nazionale, e neppure nella letteratura estimativa internazionale, ove talvolta si fa riferimento al concetto di «*prudent value*», altre a «*long-term value*», altre ancora «*sustainable long-term value*» senza tuttavia che, ad oggi, sia stata delineata una specifica definizione.

Si ritiene che le summenzionate definizioni potrebbero implicare le seguenti distinte caratteristiche:

¹ V. Codice delle Valutazioni Immobiliari (2018), Capitoli 6 (Allegato D - Caratteristiche verdi (*green or high performance*) e Capitolo 20 - *Rating* immobiliare (*Real Estate Risk Assessment*)).

Base di valore	Fondamento logico	Definizione	Basel III compliant
Market Value (MV)	<p>Prociclico. se non correlato alle caratteristiche di durabilità e di <i>performance</i> dell'<i>asset</i> in un'ottica <i>Life-cycle assessment</i>.</p> <p>In particolare, la stima del valore di mercato realizza una fotografia del valore nel tempo presente, senza considerare tuttavia le caratteristiche di durabilità e di <i>performance</i> dell'immobile per l'intera durata del finanziamento. La definizione, inoltre, non prende in considerazione l'eventualità che, soprattutto in fasi di cambiamento della struttura dei mercati, <i>asset</i> obsoleti, energivori, con <i>deficit</i> di servizi potrebbero essere penalizzati dalla domanda.</p>	<p><i>Market Value</i> (CRR, Article 4(76)), «Si intende l'importo stimato al quale l'immobile verrebbe venduto alla data della valutazione in un'operazione svolta tra un venditore e un acquirente consenzienti alle normali condizioni di mercato dopo un'adeguata promozione commerciale, nell'ambito della quale entrambe le parti hanno agito con cognizione di causa, con prudenza e senza costrizioni».</p>	<p>Il concetto di «valore prudente» indicato da Basilea III potrebbe essere soddisfatto ove integrato da analisi basate sulla sostenibilità del valore a lungo termine (LTSV)</p>

Base di valore	Fondamento logico	Definizione	Basel III compliant
Mortgage Lending Value (MLV): Prudent value	<p>La definizione indicata dal Comitato di Basilea (CBVB) correla il MLV al valore al mercato, indicando che dovrebbe essere sostenibile per la durata del prestito. Si vorrà considerare al riguardo che la ciclicità dei mercati può essere ipotizzata per un orizzonte medio-lungo (4/7 anni) ma non è possibile prevedere l'intensità dei fenomeni e tanto meno <i>disruption</i> dovute a cause imprevedibili (es. crisi finanziarie quali quella originatasi nel 2008, pandemia 2020, ecc.). Inoltre, la definizione non sembra prendere in considerazione adeguatamente, anche in considerazione di come è stata applicata sino ad oggi, caratteristiche di resilienza e di <i>performance</i> dell'<i>asset</i> il quale, soprattutto nel caso di mutuo a 20/30 anni, potrebbe non conservare efficienza e valore (d'uso) per tutta la durata del finanziamento.</p> <p>La «prudente valutazione» al momento della stima in fase di <i>loan origination</i>, in considerazione di scenari di mercato non univocamente prevedibili, potrebbe peraltro penalizzare il LTV nel tempo presente.</p>	<p><i>Prudent value</i> (Basel III, CRE §20.75): «Per garantire che il valore della proprietà sia valutato in modo prudentemente conservativo, la valutazione deve escludere aspettative sugli aumenti di prezzo e deve essere aggiustata per tenere conto del potenziale che il prezzo di mercato corrente possa essere significativamente al di sopra del valore che sarebbe sostenibile per la durata del prestito».</p> <p>MLV (CRR, Article 4(74)): «è determinato in base ad un prudente apprezzamento della futura negoziabilità dell'immobile stesso, tenuto conto degli aspetti durevoli a lungo termine dell'immobile, delle condizioni normali e locali del mercato, dell'uso corrente dell'immobile e dei suoi appropriati usi alternativi. Nella stima del valore del credito ipotecario non possono intervenire considerazioni di carattere speculativo»</p>	<p>Richiede la specificazione delle modalità di stima del LTV in base a «criteri di valutazione prudentemente conservativi».</p> <p>(Basel III, CRE §20.75): in relazione al «Valore della proprietà» sancisce infatti che «[...] Le autorità di vigilanza nazionali dovrebbero fornire orientamenti che stabiliscano criteri di valutazione prudenti laddove tali orientamenti non esistano già ai sensi del diritto nazionale. Se è possibile determinare un valore di mercato, la valutazione non dovrebbe essere superiore al valore di mercato)».</p>

Base di valore	Fondamento logico	Definizione	Basel III compliant
Long-term value	La definizione implica una stima, nel tempo presente, del valore sulla base di elementi oggettivi circa le caratteristiche dell'immobile, da correlare statisticamente con la ciclicità del mercato in un orizzonte lungo. In base a ciò il valore potrebbe non essere sostenibile per l'intera durata del mutuo laddove non siano state analizzate le caratteristiche dell' <i>asset</i> in un'ottica <i>Life-cycle assessment</i> .		Insufficiente. L'ottica a «lungo termine» non prende in considerazione necessariamente «il valore che sarebbe sostenibile per tutta la durata del prestito».

Base di valore	Fondamento logico	Definizione	Basel III compliant
Long-term sustainable value (LTSV)	<p>La definizione implica un'analisi, con approccio olistico, della durabilità e delle caratteristiche <i>high-performance</i> dell'immobile, in considerazione della sostenibilità e della fruizione dell'<i>asset</i> nel relativo ciclo di vita ovvero, quantomeno, in considerazione dell'orizzonte di durata del mutuo.</p> <p>Durabilità e <i>performance</i> attese nel lungo termine costituiscono componenti essenziali per mitigare possibili oscillazioni di valore connesse alla ciclicità dei mercati, ovvero a eventi esogeni in grado di originare forte discontinuità (<i>disruption</i>).</p>	<p>Valore sostenibile a lungo termine-LTSV: «si intende il valore economico dell'immobile nel lungo termine determinato in base ad una prudente valutazione della futura commerciabilità dell'<i>asset</i>, in considerazione: (a) delle caratteristiche endogene ed esogene del bene; (b) delle <i>performance</i> attese nel lungo periodo valutate in base alla qualità costruttiva, all'efficienza energetica e alla resilienza strutturale dell'immobile; (c) dei rischi direttamente connessi a fattori ambientali, sociali e di <i>governance</i>, inclusa la probabilità di subire eventi di carattere idrogeologico e sismico; (d) delle condizioni normali e locali del mercato, dell'uso corrente dell'immobile e dei possibili usi alternativi; (e) del possibile decremento del valore all'esito della stima dei costi di gestione, di manutenzione e di adeguamento».</p>	<p>Appropriato.</p> <p>Si ritiene idoneo a soddisfare sia la definizione di «valore di mercato» sia i requisiti previsti dalla definizione di «<i>prudent value</i>» indicata da Basilea III.</p>

Fonte: elaborazione dell'autore

In considerazione di ciò, anche al fine di contribuire alla elaborazione di un concetto di valore prudente e sostenibile nel lungo termine che possa essere declinato dagli *stakeholder* (istituti creditizi e finanziari, mutuatari, imprese e enti, filiera professionale, *standard setter*, autorità di vigilanza) in maniera univoca, in questo studio viene proposta una definizione organica di *Long-term sustainable value* (LTSV).

La formulazione prospettata, in particolare nel capitolo inerente «Basi del valore e *long-term sustainable value*», costituisce tuttavia una ipotesi preliminare volta a contribuire al confronto in atto a livello internazionale, con lo scopo di contribuire alla elaborazione di una soluzione largamente condivisa in quanto funzionale al cambio di paradigma imposto da numerose iniziative normative e regolamentari, le quali si inseriscono in una fase storica di più ampio e profondo ripensamento dei modelli di sviluppo e dei comportamenti collettivi e individuali orientati, in maniera crescente, al perseguimento della sostenibilità a livello ambientale, economico e sociale.

Introduzione

A livello internazionale è in atto una crescente spinta all'innovazione ad ogni livello: dalla sostenibilità dei sistemi di produzione, potenziamento della filiera di distribuzione delle merci, sino alla riorganizzazione del sistema finanziario quale parte fondamentale della catena del valore (*supply chain*), in quanto ogni singola transazione economica è associata ad un pagamento.

Il sistema finanziario, in particolare, è oggetto di rilevanti cambiamenti strutturali conseguenti a:

- (i) **innovazioni tecnologiche** (o *financial technology* - “FinTech”), che hanno comportato e comportano un crescente impatto dei sistemi digitali sui sistemi di pagamento (*mobile payment*, criptovalute), sulla modalità di distribuzione dei servizi finanziari, sulle modalità di effettuare *trading* nei mercati regolamentati (*blockchain*, *open API*, *crowdfunding*, *chatbot*, *robo-advisor*);
- (ii) **novità legislative** introdotte dal legislatore europeo in relazione al Bilancio UE 2021-27, alla integrazione della sostenibilità nella politica finanziaria comunitaria al fine di mobilitare finanziamenti per una crescita sostenibile, nonché ai criteri

stabiliti dal Regolamento (UE) n. 2020/852² (Taxonomy Regulation) per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento;

- (iii) **novità regolamentari** aventi ad oggetto le norme di vigilanza adottate a livello europeo dall'European Banking Authority (EBA) quali, tra gli altri, gli «*Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*» (“Orientamenti EBA”) ricomprendenti procedure di *loan origination* e attività di valutazione della garanzia immobiliare (*collateral*) attinenti *tutte le tipologie di finanziamento, connesse ai fattori Environmental Social and Governance (ESG)*, norme di vigilanza in materia di gestione dei rischi quali quelle emanate dalla Banca Centrale Europea (BCE), nonché – a livello nazionale – norme di vigilanza sugli intermediari finanziari emanate da Banca d'Italia e Consob.³

A tutto ciò si assomma la crescente diffusa consapevolezza che la crescita sostenibile e una visione di lungo periodo da applicare all'ambiente, al credito, all'impresa, al sociale, alle istituzioni, costituisce un cambio di paradigma strategico, culturalmente necessario per il futuro comune del villaggio globale.

L'Agenda globale per la crescita sostenibile è stata definita, nel settembre 2015, a livello di Nazioni Unite mediante l'adozione da parte dei Governi partecipanti all'Assemblea Generale dei *Sustainable development goals (SDGs)*.

L'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, adottato nel dicembre 2015, ha contribuito ulteriormente alla sensibilizzazione sugli effetti del ciclo di vita dei prodotti sull'ambiente. La spinta è accresciuta ulteriormente per gli effetti della crisi pandemica glo-

² V. Regolamento (UE) n. 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, “*relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088*”, pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 22 giugno 2020.

³ V. Banca Centrale Europea (BCE), *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa* (27 novembre 2020).

bale da Covid-19 la quale, tra l'altro, ha portato all'adozione del programma *Next Generation EU*⁴.

La Commissione Europea ha adottato un *financial policy framework* nell'ambito del quale sono stati emanati regolamenti focalizzati sulle tematiche della finanza sostenibile e l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (in particolare, i Regolamenti (UE) n. 2019/2088⁵ e n. 2020/852, nonché i Regolamento Delegati della Commissione n. 2020/1816⁶, n. 2020/1817⁷, n. 2020/1818⁸).

Conseguentemente le istituzioni europee – *in primis* l'*European Banking Authority* (EBA) e la Banca Centrale Europea (BCE) – hanno innovato il quadro regolatorio introducendo *policies* con misure volte a cambiare in maniera strutturale i mercati, le regole della finanza, i modelli di *business*.

L'industria bancaria, soprattutto in conseguenza delle *Non-Performing Exposures* (NPEs), aveva già avviato negli ultimi anni

⁴ Il *Next Generation EU* (c.d. *Recovery Fund*) è un fondo di 750 miliardi di euro che sarà operativo dal 2021 al 2024 ad integrazione del budget finanziario pluriennale 2021-27 dell'UE. Il fondo è stato istituito nell'ambito del piano concordato dalla Commissione europea, il Parlamento europeo e i leader dell'UE per aiutare l'Europa a riparare i danni economici e sociali causati dalla pandemia Covid-19 con l'obiettivo di porre delle fondamenta più ambiziose per l'Europa della prossima generazione, guardando oltre la crisi con investimenti nei megatrend e nella solidità finanziaria dell'Europa. Per un approfondimento sul tema si rinvia al sito web della Commissione Europea.

⁵ Regolamento (UE) del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 “*relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*”.

⁶ Regolamento Delegato (UE) n. 2020/1816 della Commissione del 17 luglio 2020 “*che integra il Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la spiegazione nella dichiarazione sull'indice di riferimento del modo in cui i fattori ambientali, sociali e di governance si riflettono in ciascun indice di riferimento fornito e pubblicato*”.

⁷ Regolamento Delegato (UE) n. 2020/1817 della Commissione del 17 luglio 2020 “*che integra il regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il contenuto minimo della spiegazione del modo in cui i fattori ambientali, sociali e di governance si riflettono nella metodologia degli indici di riferimento*”.

⁸ Regolamento Delegato (UE) n. 2020/1818 della Commissione del 17 luglio 2020 “*che integra il regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme minime per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e per gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi*”.

un processo di riorganizzazione delle modalità di analisi del merito di credito. Le nuove norme, in particolare gli «*Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*», comporteranno un'ulteriore spinta all'innovazione.

L'industria dei servizi finanziari e quella dell'immobiliare, delle costruzioni e delle infrastrutture, sono fortemente interconnesse. *Sustainable lending* e mitigazione del rischio in base alle caratteristiche e al valore del *collateral* costituiscono un fattore essenziale per la stabilità degli enti bancari e, più in generale, ai fini della stabilità del sistema finanziario.

Tenuto conto del suddetto contesto, il presente volume è stato articolato in cinque capitoli.

Il primo capitolo mette in correlazione *driver* del cambiamento a livello internazionale con le innovazioni normative a livello Europeo e nazionale.

Il secondo capitolo identifica le basi del valore *market oriented* al fine dell'adozione di metodiche funzionali alla determinazione del valore sostenibile nel lungo termine (*Long Term Sustainable Value*) in funzione delle operazioni di finanziamento e investimento immobiliare, ivi ricomprese le attività oggetto della «*direttiva sul credito ipotecario*»⁹ che mira a garantire che tutti i consumatori che sottoscrivono un mutuo per l'acquisto di un immobile siano adeguatamente informati sui rischi che potrebbero loro derivare dalla sottoscrizione del mutuo.

Il terzo capitolo è focalizzato sulla identificazione delle precondizioni e delle metodiche di valutazione della sostenibilità ai fini del finanziamento *corporate*, ossia attinente soggetti diversi dai consumatori. Rientrano tra questi la valutazione della sostenibilità economica di progetti di investimento pubblici e privati (*Green Projects Evaluation*) classificabili in due macroaree in considerazione delle finalità pubbliche o private degli interventi di seguito evidenziate nella Tabella 1.

⁹ Direttiva 2014/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 febbraio 2014 “*in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*”, anche identificata come “*Mortgage Credit Directive*” (MCD).

Tabella 1 | Finalità del finanziamento immobiliare corporate

Finalità del finanziamento degli investimenti in infrastrutture e nel real estate



Il quarto capitolo è focalizzato sulla identificazione delle modalità di determinazione del valore sostenibile a lungo termine (*Long Term Sustainable Value*), in considerazione dei fattori *Environmental Social and Governance* (ESG) oggetto degli Orientamenti EBA. In considerazione delle caratteristiche *green* degli edifici, inclusa quella dell'efficienza energetica (la quale è soltanto una delle componenti che caratterizzano i *Green Building*), nonché quelle della resilienza (intesa quale maggior grado di resistenza ad eventi atmosferici e sismici), in un'ottica di *Life-Cycle Performance* del patrimonio edilizio nazionale.

Il quinto capitolo identifica le componenti rilevati al fine della declinazione dei fattori ESG in un'ottica di misurazione del rischio (*risk assesment*) delle operazioni di finanziamento e dell'investimento immobiliare.

In considerazione della complessità di questo scenario, il presente lavoro si focalizza, con approccio olistico, sul concetto di sostenibilità declinata in tutte le sue accezioni. Ciò con la specifica finalità di proporre ai *lenders* e agli altri operatori della filiera considerazioni circa i presupposti teorici e metodologici per la stima del «valore sostenibile nel lungo periodo», in quanto paradigma (nuovo in termini di dottrina estimativa) che, di fatto, ha assunto una valenza centrale in base alle recenti normative di settore; in particolare:

- (i) per le banche ed gli altri enti finanziari, ai fini della ponderazione del rischio connesso al finanziamento immobiliare assunto al momento dell'erogazione del prestito in considerazione della corretta definizione del *loan-to-value* (in base al valore di mercato) e della ponderazione dei rischi a lungo termine afferenti la garanzia reale (*Real estate risk assessment*) e al ESG rating;
- (ii) per i promotori immobiliari, i finanziatori, gli enti di *private capital*, FIA, gestori (in particolare SGR, SIIQ, SICAF, Enti previdenziali) in funzione del finanziamento di iniziative di sviluppo immobiliare, riqualificazione edilizia (*Green Property Project*), rigenerazione urbana, gestione e valorizzazione di portafogli di *asset* caratterizzati da resilienza ed elevate performance, nonché per gli investitori attenti all'*impact investing*, al fine della declinazione dei *Principles for Responsible Investment* (PRI). Avendo ben presente, inoltre, la necessità della valutazione economica del progetto al fine dell'accertamento *ex ante* dell'equilibrio economico e finanziario dell'iniziativa.

I concetti e le considerazioni espresse nel presente lavoro, tuttavia, devono intendersi complementari ed integrativi dei contenuti del Codice delle Valutazioni immobiliari – al quale si rinvia per tutte le tematiche scientifiche non espressamente richiamate.

In considerazione della vastità e della complessità dei fenomeni sopra richiamati – ai quali nel prossimo futuro, con l'affermarsi di una diffusa consapevolezza di carattere culturale, dovrà essere prestata crescente attenzione – il presente scritto (ancorché basato su un'ampia conoscenza dei fenomeni in atto a livello internazionale e nazionale) è stato redatto nell'ottica di proseguire l'attività di ricerca avviata anni fa, che ha originato innovazioni scientifico-metodologiche a vari livelli: a partire dalla prima edizione (del 2000) del Codice delle Valutazioni Immobiliari, per poi includere a livello internazionale attività funzionali alla elaborazione di un *policy framework*¹⁰ funzionale alla efficienza dei mercati e allo sviluppo urbano sostenibile, in funzione di una (generalizzata) migliore qualità della vita.

¹⁰ *UN Policy Framework for Sustainable Real Estate Markets*, (2010 e 2019), *United Nations publications*.

978-88-916-4638-5



€ 28,00

SAGGI

**ARCHITETTURA
INGEGNERIA
SCIENZE**