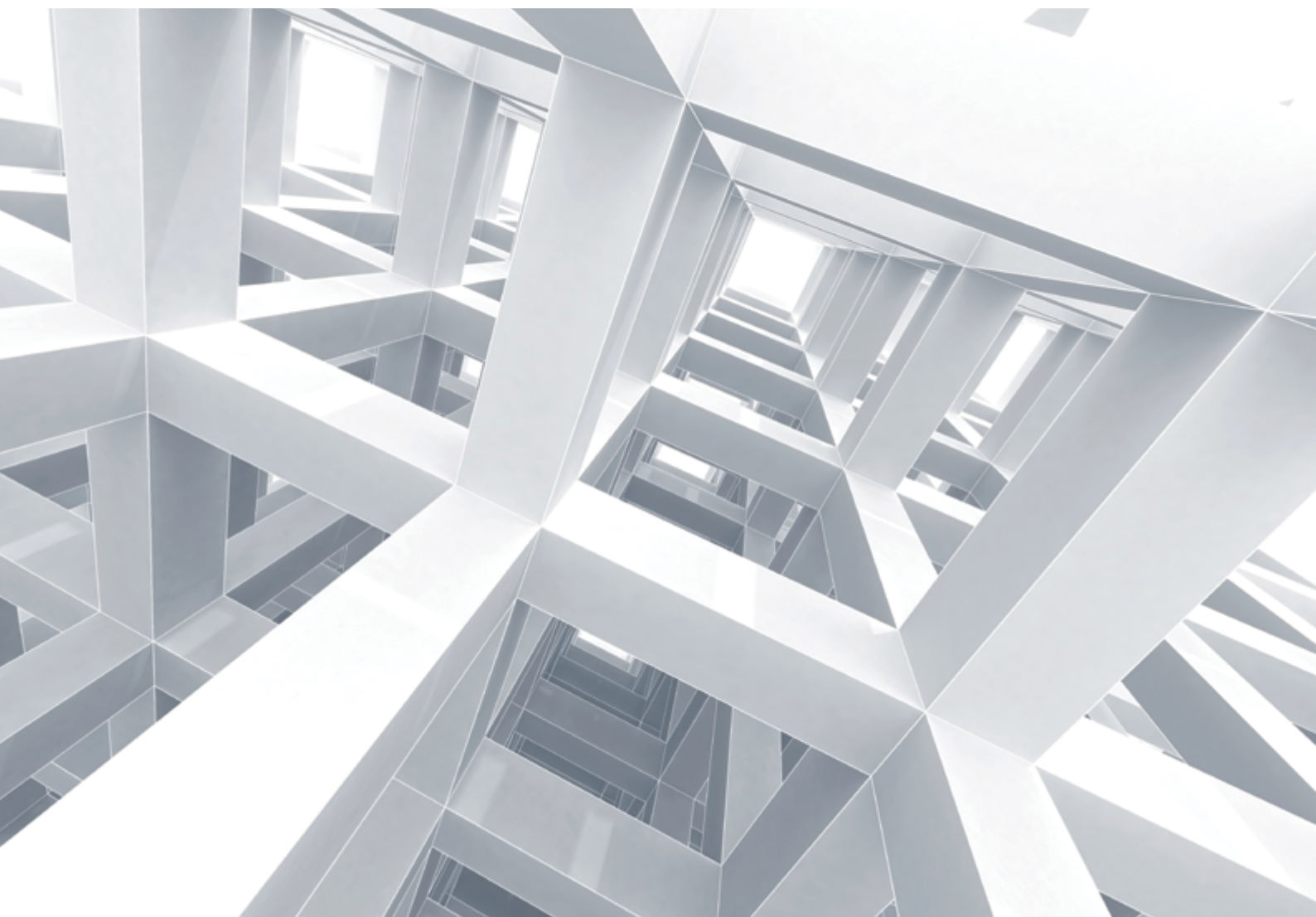




Linee guida RICS per l'Italia

Valutazione di centri commerciali

1^a edizione, dicembre 2015



Valutazione di centri commerciali

Linee guida RICS per l'Italia

1^a edizione, dicembre 2015

Ringraziamenti

Gli estratti dal glossario del CNCC e le relative definizioni sono qui riprodotti per concessione del Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali (www.cncc.it).



Publicato da Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)

Parliament Square
Londra
SW1P 3AD
UK
www.rics.org

Gli autori e RICS declinano qualsivoglia responsabilità per perdite o danni causati a chiunque agisca o si astenga dall'agire in base alle informazioni contenute nella presente pubblicazione.

Redatto dal gruppo di lavoro RICS Italia per la valutazione dei centri commerciali.

ISBN 978 1 78321 117 3

© Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), dicembre 2015. I diritti d'autore relativi alla presente pubblicazione, per delle porzioni ovvero nella sua interezza, sono detenuti da RICS. Nessuna parte del presente materiale può essere riprodotta o utilizzata in alcuna forma o mediante qualunque mezzo, ivi compresi forme e mezzi grafici, elettronici e meccanici, incluse la fotocopiatura, la registrazione (anche su supporto audio) o la distribuzione via web, senza previa autorizzazione scritta da parte di RICS o in conformità con gli accordi di copyright precedentemente in essere.

Impostazione: Multilingual Resources Group S.L. operante con la denominazione di Real Estate Translations [RET] [www.realestatetranslations.com]

Ringraziamenti

Le presenti linee guida sono state redatte dal gruppo di lavoro RICS Italia per la valutazione dei centri commerciali:

- Silvia Cantù MRICS
- Hugo Carlota MRICS
- Gianni Flammini MRICS
- Nadège Ganne MRICS
- Elena Gramaglia MRICS
- Massimo Maestri MRICS
- Savino Natalicchio MRICS (coordinatore).

Indice dei contenuti

Ringraziamenti	ii
Linee guida professionali RICS	1
1 Introduzione	3
1.1 Antefatti	3
1.2 Obiettivo del documento	3
1.3 Decorrenza	3
2 Aspetti valutativi chiave	4
2.1 Oggetto della valutazione	4
2.2 Glossario.....	4
2.3 Basi di valore (valore di mercato, canone di mercato, ecc.) e metodi valutativi	6
2.3.1 Basi di valore.....	6
2.3.2 Metodi valutativi	6
2.4 Assunzioni e limiti della stima	7
2.4.1 Assunzioni della stima.....	7
2.4.2 Massimo e miglior utilizzo	7
2.4.3 Sintesi dei limiti e delle assunzioni da includere nei termini dell'incarico (VPS 1)	8
2.5 Documentazione necessaria, assunzioni speciali e contenuti minimi della valutazione	8
2.5.1 Documentazione necessaria ai fini della valutazione	8
2.5.2 Assunzioni speciali	9
2.5.3 Contenuti minimi del report di valutazione	9
3 Aspetti inerenti all'ubicazione	10
3.1 Ubicazione e descrizione del contesto di inserimento	10
3.1.1 Ubicazione	10
3.1.2 Contesto	10
3.1.3 Accessibilità	10
3.1.4 Caratterizzazione demografica	10
3.1.5 Economia locale e nazionale	10
3.2 Catchment Area	11
3.2.1 Bacino di utenza	11
3.2.2 Analisi della concorrenza presente e futura	12

4	Descrizione dell'immobile: superfici	13
4.1	Descrizione dell'immobile: relazione tecnica	13
4.1.1	Descrizione	13
4.1.2	Standing e stato di manutenzione	14
4.1.3	Situazione catastale	14
4.1.4	Situazione urbanistica	14
4.2	Superfici e dimensioni dell'immobile	14
5	Rent-roll (stato locativo)/reddito	15
5.1	Stato locativo/flusso di reddito	15
5.2	Fonti documentali	15
5.3	Analisi	15
6	Costi	19
6.1	Costi non recuperabili	19
6.1.1	Gestione ordinaria	19
6.1.2	Gestione straordinaria	19
6.2	Spese comuni e costi recuperabili (service charges)	19
7	Mercato	20

Linee guida professionali RICS

Standard internazionali

Oggi i principi e le definizioni generali accettati a livello internazionale nelle valutazioni sono raccolti negli International Valuation Standards (IVS), pubblicati dall'International Valuation Standards Council (IVSC). Da tempo RICS sostiene lo sviluppo di questi standard universali, e oltre a condividerne appieno lo spirito ne promuove attivamente l'adozione da parte di altri operatori su scala mondiale.

Gli Standard professionali di valutazione RICS 2014, meglio noti come "Red Book", recepiscono e riconoscono formalmente gli standard IVS, prescrivendone la conformità ai membri RICS. Il Red Book integra inoltre gli standard IVS con una serie di linee guida dettagliate e requisiti specifici per la loro implementazione pratica.

La condotta dei membri e delle aziende si fonda sull'applicazione del codice deontologico e degli standard etici e professionali globali, oltre che su un consolidato sistema di regolamentazione. Tali requisiti consentono ai membri RICS e alle società di valutazioni regolate da RICS di collocarsi fra i principali fornitori globali di valutazioni conformi agli standard IVS.

Linee guida RICS

Il presente documento è teso a offrire delle linee guida. Le raccomandazioni ivi contenute per specifiche mansioni professionali rappresentano la "best practice", ovvero l'approccio che, secondo RICS, garantisce uno standard elevato di professionalità.

Pur non essendo tenuti a osservare le raccomandazioni descritte, i soci devono senz'altro considerare gli aspetti indicati di seguito.

Laddove un valutatore venga accusato di negligenza, il tribunale competente potrebbe emettere il proprio verdetto in merito alla professionalità del socio avvalendosi dei contenuti di qualsivoglia guida rilevante pubblicata da RICS.

A parere di RICS, un socio che abbia agito nel pieno rispetto delle procedure illustrate in questa guida dovrebbe essere in grado di difendersi – almeno parzialmente – da eventuali accuse di tale natura. Ad ogni modo, l'osservanza delle linee guida è a discrezione del singolo socio, che si assume ogni responsabilità in proposito.

Per qualsiasi circostanza professionale, ciascun socio è libero di scegliere la procedura più adeguata, ma il mancato rispetto delle presenti raccomandazioni deve fondarsi su giustificazioni valide. In caso di controversie legali, il tribunale competente potrebbe invitare il soggetto

interessato a giustificare la propria scelta di non adottare la procedura raccomandata.

In caso di inchieste disciplinari avviate da RICS, i soci che non si sono attenuti alle presenti indicazioni saranno parimenti invitati a motivare il proprio comportamento: le loro dichiarazioni potrebbero essere oggetto di valutazione da parte della Commissione preposta.

In alcuni casi, potrebbero esistere standard nazionali prevalenti rispetto alle presenti linee guida. Gli standard nazionali possono essere definiti come standard professionali imposti dalla legge o da normative regionali/comunali, oppure sviluppati in collaborazione con altri organi competenti.

L'importanza delle linee guida ai fini della professionalità è altresì riconducibile al fatto che ciascun socio deve essere sempre aggiornato, dimostrando un'adeguata conoscenza delle raccomandazioni entro un arco di tempo ragionevole rispetto all'entrata in vigore.

Il presente documento è teso a riflettere la giurisprudenza e le leggi applicabili alla data di pubblicazione: è responsabilità del socio stabilire in quale misura eventuali modifiche occorse dopo la data di pubblicazione possano influire su linee guida o informazioni di cui al presente documento.

Definizione dello status dei documenti

In tema di linee guida e standard professionali, RICS pubblica diversi documenti, definiti nella seguente tabella. Il presente documento costituisce un esempio di linee guida.

Tipo di documento	Definizione	Status
Standard		
Standard internazionale	Standard internazionale di alto profilo basato su criteri di valutazione, sviluppato in collaborazione con altri organi competenti.	Obbligatorio
Indicazioni professionali		
Indicazioni professionali RICS	Documento che illustra i requisiti necessari o le norme cogenti che un membro o un'azienda sono tenuti a rispettare. Rientrano in questa categoria le indicazioni operative, gli standard professionali del Red Book, le indicazioni operative di valutazione globali, le normative, il codice deontologico RICS e i codici professionali ufficiali.	Obbligatorio
Guide		
Codice della professione RICS	Documento approvato da RICS e avallato da un ente professionale/stakeholder terzo, che contiene raccomandazioni relative alle buone pratiche consolidate, adottate dai professionisti più scrupolosi.	Buona pratica obbligatoria o raccomandata (secondo quanto specificato nel documento stesso).
Linee guida (LG) RICS	Documento contenente raccomandazioni o metodologie relative alle buone pratiche consolidate, adottate dai professionisti più competenti e scrupolosi.	Best practice raccomandata. In caso di negligenza dovuta alla mancata osservanza delle best practice, si applicano i consueti principi.
Information Paper (IP) RICS	Documento informativo relativo alle procedure, volto a fornire dati sugli ultimi sviluppi tecnici, sulle ricerche più recenti e sulle novità di pubblica utilità emerse dalle revisioni delle normative.	Informazioni e/o buone pratiche raccomandate. Laddove le informazioni tecniche siano già note sul mercato, in caso di negligenza si applicano i consueti principi.

1 Introduzione

1.1 Antefatti

In Italia, la modernizzazione del settore commerciale ebbe inizio con le leggi sulle liberalizzazioni introdotte alla fine degli anni Novanta, in concomitanza con l'evoluzione del mercato degli investimenti immobiliari nel settore commerciale.

Successivamente, la Direttiva UE in materia di servizi nel mercato europeo comune (2006/123/CE, meglio nota come Direttiva Bolkestein) e le nuove leggi sulle liberalizzazioni (riguardanti, ad esempio, gli orari di apertura) contribuirono all'abrogazione delle ultime norme regionali e locali ancora in vigore, basate sulla pianificazione quantitativa degli insediamenti commerciali (in termini di quote di mercato). I legislatori, di conseguenza, si orientarono verso una nuova normativa qualitativa, determinando un'ulteriore apertura del mercato.

La metamorfosi del quadro normativo nazionale ha coinciso con gli effetti del recente periodo di crisi e recessione finanziaria di portata internazionale. Tali circostanze potrebbero continuare a influire sulle dinamiche riguardanti consumatori locali e potere d'acquisto, con conseguenti effetti sulla solvibilità dei locatari e sulla sostenibilità delle spese di affitto, oltre ad annessi cambiamenti sostanziali nel mercato immobiliare dei centri commerciali.

Alla luce di queste considerazioni, RICS Italia invita ad analizzare i fattori che incidono sulle valutazioni dei centri commerciali e i rischi dell'investimento in maniera più dettagliata e organica.

Affermandosi progressivamente come un settore a sé stante, il mercato immobiliare dei centri commerciali rappresenta ormai un ramo specializzato che, in quanto tale, richiede analisi più particolareggiate e conoscenze più approfondite, al fine di includere le molteplici informazioni da considerare nella valutazione di un centro commerciale.

Prendendo le mosse dai principi del Red Book, il presente documento nasce come strumento di riferimento per il mercato locale dei centri commerciali, e si pone l'obiettivo di migliorare la qualità delle informazioni accessibili ai professionisti del settore (valutatori, consulenti, investitori, imprenditori e finanziatori, attivi come società, agenzie od operatori singoli) che si accingono a valutare i centri commerciali, così da incrementare la trasparenza del mercato e la conoscenza del panorama. Le linee guida si propongono altresì di agevolare il confronto con i centri commerciali in territorio estero, definendo tra l'altro i parametri di riferimento in termini di informazioni, valore e redditività, tesi a mettere l'accento sui dati degni di considerazione secondo RICS.

1.2 Obiettivo del documento

Il presente documento, redatto dal gruppo di lavoro RICS Italia per la valutazione dei centri commerciali, nasce per offrire assistenza ad aziende e professionisti del settore immobiliare che si apprestano a valutare un centro commerciale e il relativo investimento, illustrando loro le best practice e le procedure raccomandate per standardizzare la valutazione specialistica di simili immobili.

La divisione europea dell'International Council of Shopping Centres (ICSC – www.iscs.org) offre la seguente definizione di centro commerciale:

“immobile adibito alla vendita al dettaglio che viene progettato, costruito e gestito come un'unica entità, comprese le singole unità e le aree comuni”.

Ai fini del presente documento, si è scelto di adottare la definizione di cui sopra, unitamente alla terminologia e alle definizioni di carattere tecnico fornite dallo stesso ICSC e dal suo omologo italiano CNCC (*Consiglio Nazionale Centri Commerciali*).

Il CNCC (www.cncc.it) è un'Associazione trasversale che riunisce in un unico organismo tutti i soggetti privati e pubblici collegati, a vario titolo, all'industria dei centri commerciali, dei parchi commerciali e dei factory outlet. Il CNCC è inoltre rappresentante unico per l'Italia dell'International Council of Shopping Center (ICSC, www.iscs.org), l'organizzazione mondiale che raggruppa oltre 38.000 soci in 75 diversi Paesi.

Ai fini del presente documento, la tipologia di centro commerciale di riferimento è il Centro Commerciale Tradizionale, così come definito dal CNCC, ovvero un immobile con una superficie affittabile lorda (GLA) superiore ai 5.000 metri quadri (criterio che esclude i centri commerciali di vicinato o di quartiere).

Per quanto concerne le tematiche generali, le raccomandazioni contenute nel presente documento possono essere estese anche alle altre tipologie di strutture commerciali pianificate (centri commerciali a tema, factory outlet center, parchi commerciali, lifestyle center), per le quali si rimanda alle specifiche definizioni del CNCC.

1.3 Decorrenza

La data di decorrenza della presente guida è fissata a dicembre 2015, ma, ove opportuno, i professionisti coinvolti sono invitati ad adottare le procedure illustrate appena possibile.

2 Aspetti valutativi chiave

2.1 L'oggetto della valutazione

L'oggetto della valutazione a cui si applicano le presenti linee guida è un centro commerciale esistente (il bene immobile). Ai fini valutativi, il centro commerciale si considererà conforme nella sua destinazione d'uso alle previsioni vigenti degli strumenti urbanistici generali e particolareggiati. Il centro commerciale si considererà inoltre dotato di tutte le autorizzazioni amministrative (si veda definizione di "licenza commerciale"), necessarie all'esercizio delle attività di vendita al dettaglio in sede fissa, di somministrazione, di intrattenimento e svago, ecc.

In assenza di diversa indicazione da parte del cliente, che qualora ritenuto opportuno dal valutatore si esplicherà attraverso un'assunzione speciale (si veda definizione al paragrafo 2.5), si assumerà che la licenza commerciale sia intestata o riconducibile – anche attraverso una società veicolo di scopo (Special Purpose Vehicle) – alla proprietà immobiliare del centro commerciale.

Pertanto, ai fini del presente documento, il valore di mercato determinato in sede di valutazione è comprensivo del vantaggio derivante dal possesso della licenza/autorizzazione commerciale, come previsto dalla prassi di settore. A fronte di ciò, le presenti linee guida non prendono in considerazione le valutazioni delle licenze/autorizzazioni commerciali a sé stanti.

2.2 Glossario

Ai fini del presente documento, si fornisce la definizione dei seguenti termini:

Ancore, locomotive, unità trainanti (CNCC)

“Si tratta delle attività commerciali, o di servizio, che rappresentano il principale punto di attrazione del Centro e che provvedono in misura determinante alla generazione di traffico di clientela. La loro natura si modifica in funzione del tipo di Centro in quanto può trattarsi di medie o grandi superfici despecializzate, di grandi/medie superfici specializzate, di attività di ristorazione, di attività per il tempo libero”.

Immobilie (unità immobiliare/complesso immobiliare/portafoglio immobiliare)

L'immobile – o una porzione dello stesso o l'insieme di più immobili (terreni, fabbricati, impianti fissi e opere edili esterne) – oggetto della valutazione, comprensivo delle relative licenze commerciali, con esclusione di ogni altro e diverso bene immateriale.

Licenza commerciale

L'attività immateriale relativa all'immobile oggetto della valutazione, consistente nell'insieme dei titoli autorizzativi necessari all'esercizio dell'attività di vendita al dettaglio in sede fissa. Tipicamente, per i centri commerciali, ci si riferisce a un'autorizzazione per grande struttura di vendita organizzata in forma unitaria (Art. 9 Decreto Legislativo 31 marzo 1998, n. 114).

Catchment Area (CNCC)

“L'area dalla quale proviene la maggior parte della clientela che frequenta il Centro. La sua dimensione ed estensione varia in funzione della natura e dell'importanza delle attività presenti nel Centro, della densità demografica della zona, dell'esistenza o meno di barriere naturali o artificiali, della viabilità che serve il Centro, della presenza di concorrenti”.

Superficie affittabile lorda o GLA (CNCC)

“Si tratta della superficie commerciale lorda affittabile del Centro. Essa è la somma delle superfici commerciali lorde, compresi quindi – oltre alla superficie di vendita – i magazzini, le aree di movimentazione merci, le aree di lavorazione e gli uffici delle singole attività presenti nel Centro. Sono esclusi i locali tecnici e di servizio. Si esprime in mq.”

Come da prassi del settore, la GLA non comprende le parti comuni.

Parti comuni (CNCC)

“Tutte le aree e le strutture del centro che non sono di esclusivo godimento di nessuna delle attività presenti, ma che sono utilizzate congiuntamente da tutte le attività e dal pubblico. Possono essere sia interne al centro, si tratta pertanto dei mall, delle aree di accesso, di eventuali piazze, sia esterne al centro, riferendosi dunque in questo caso ai parcheggi, alle aree di circolazione veicolare e pedonale esterne, al verde comune, ad altri elementi decorativi e di segnalazione del centro, totem, insegne esterne, cartellonistica del centro ecc.”

In genere, tra le parti comuni si annoverano le toilettes, gli uffici di direzione del centro, i locali tecnici, ecc. Seppur escluse dal calcolo della GLA, alcune componenti delle parti comuni rappresentano superfici potenzialmente generatrici di reddito (ad esempio locazioni temporanee, banner pubblicitari, ecc.).

Footfall

Indica il numero di frequentatori che visitano un negozio o un'attività aperta al pubblico in un determinato periodo di tempo. Essendo correlato al volume d'affari dell'attività, l'andamento del footfall può rappresentare un importante indicatore della crescita, aiutando gli investitori a comprendere la ragione dell'incremento (o del calo) del fatturato.

(Per valutare gli effetti potenziali sui fatturati, è importante correlare lo scontrino medio con la frequentazione dei visitatori. In alcune localizzazioni diverse dai centri commerciali non urbani e caratterizzate da intenso passaggio, quali ad esempio le high-street o le strutture commerciali inserite in centri di interscambio modale (stazioni ferroviarie, aeroporti, porti, ecc.), il dato di scontrino medio per singolo visitatore può scendere significativamente.)

Merchandising mix

Rappresenta la suddivisione in diverse categorie di tutte le attività (commerciali, di somministrazione, di servizi, ecc.) di un centro commerciale, in funzione del formato distributivo e delle categorie merceologiche.

In sintesi, il termine "formato distributivo" si riferisce a:

- grandi superfici di vendita despecializzate alimentari (ipermercato, superstore, supermercato, ecc.)
- grandi superfici di vendita specializzate
- superfici di vendita di medie dimensioni
- unità di vendita al dettaglio/di somministrazione/di servizio/di altra natura.

Per gli esercizi di vendita al dettaglio in sede fissa, tale classificazione si basa su differenti soglie di superficie di vendita, come indicate nell'Art. 4 del Decreto Legislativo 31 marzo 1998, n. 114 (riforma della disciplina relativa al settore del commercio, ex Art. 4, comma 4, della legge 15 marzo 1997, n. 59), salvo diverse prescrizioni normative regionali.

Occorre tuttavia segnalare che, nella prassi locale del mercato specialistico degli immobili commerciali, i formati distributivi sopra indicati vengono definiti – in prevalenza – sulla base della GLA, considerando soglie diverse da quelle stabilite per legge, secondo logiche di sinergia e omogeneità di funzionamento commerciale, nell'ambito dello schema distributivo del centro commerciale.

A titolo esemplificativo, le categorie merceologiche (unità di vendita/somministrazione/servizio) possono essere:

- abbigliamento, calzature e accessori
- ristorazione e somministrazione
- elettronica di consumo
- articoli sportivi

- bricolage
- arredamento
- articoli da regalo e oreficeria (beni per la persona)
- salute e benessere (beni per la persona)
- specializzate (telefonia, giochi, librerie)
- casalinghi e arredo (beni per la casa)
- intrattenimento
- servizi.

Nella progettazione di un centro commerciale, la suddivisione in categorie merceologiche deve essere calibrata in base alla propensione al consumo della popolazione compresa nel bacino d'utenza.

Dalla suddivisione e dal mix tra formati distributivi e categorie merceologiche dipende in misura significativa la capacità di attrazione del centro.

Canone minimo garantito lordo annuo o CMG

L'ammontare del canone fisso, relativo sia ai contratti di affitto d'azienda sia ai contratti di locazione, al lordo dei costi non recuperabili (costi a carico dell'immobile, si veda paragrafo 6) e del tasso di sfritto strutturale (ove applicabile, per la definizione si rimanda al sottoparagrafo 6.1.1). Per sua natura, questa componente è indipendente dal fatturato, e quindi dall'andamento del centro.

Canone variabile (o turnover rent)

La componente di canone, variabile in funzione del fatturato, di un'unità commerciale soggetta a contratto d'affitto di ramo d'azienda, laddove da questo prevista. Il canone variabile può essere aggiuntivo al CMG, laddove il canone derivante dal calcolo della percentuale di incidenza sul fatturato superi il CMG. Per alcuni conduttori caratterizzati da maggiore potere contrattuale o per alcune tipologie di strutture commerciali (quali ad esempio i factory outlet center), i canoni possono essere esclusivamente variabili e mancanti di una componente di CMG.

Locazioni temporanee (CNCC)

"Locazioni temporanee o precarie: si definiscono locazioni temporanee tutte le attività espositive, o in qualche caso di vendita, realizzate su aree comuni di modesta estensione della galleria commerciale o dei parcheggi, o su unità sfitte. Generalmente hanno una durata di 2-3 settimane e sono regolamentate da un contratto di concessione".

Rent roll

Documento attestante la situazione locativa di tutte le unità che compongono un centro commerciale (come di seguito definito) attive alla data di valutazione.

Centro commerciale tradizionale (CNCC)

“Un complesso architettonicamente e funzionalmente omogeneo di attività commerciali, pianificato e realizzato da uno o più soggetti con criteri unitari, integrato con attività paracommerciali, di somministrazione alimenti e bevande e di servizi, dotato comunque di spazi o di servizi comuni e che si avvale permanentemente di una gestione unitaria funzionale alla generazione di sinergie determinanti un valore aggiunto rispetto alle singole unità che lo compongono”.

“Un **centro commerciale** deve quindi presentare e soddisfare i seguenti requisiti:

- minimo di GLA definito in funzione della tipologia del centro
- criterio unitario di ideazione, sviluppo, concezione architettonica
- pluralità di insegne commerciali e/o servizi diversificati
- esistenza di superfici despecializzate o specializzate che agiscano da unità trainanti tali da assicurare forza di attrazione permanente
- esistenza di un parcheggio le cui caratteristiche siano rapportate alla tipologia, dimensione e affluenza prevista
- composizione e organizzazione di un’offerta commerciale e di servizi diversificati, stabilita a priori in relazione all’intorno di riferimento da un unico soggetto a cui può essere demandata la commercializzazione, il controllo sul merchandising mix e il suo adeguamento
- gestione unitaria espletata da un soggetto ad hoc preposto, che garantisca tutte le prestazioni e i servizi collegati alla gestione immobiliare, alla gestione commerciale, alla direzione del centro e alla promozione continuativa dell’immagine comune
- presenza di un ‘Consorzio’ o una ‘Associazione’ degli operatori presenti nel complesso e/o comunque di un soggetto che svolga un ruolo di interlocutore unico con la P.A. ai fini autorizzativi.”

2.3 Basi di valore (valore di mercato, canone di mercato, ecc.) e metodi valutativi

2.3.1 Basi di valore

In linea generale, i centri commerciali vengono valutati in rapporto al valore di mercato. Le basi del valore di mercato e, ove necessario, del canone di mercato devono essere conformi alle definizioni contenute negli *Standard professionali di valutazione RICS – Gennaio 2014*. Le presenti linee guida si applicano parimenti alle valutazioni basate sul fair value, in osservanza di quanto previsto

dagli International Financial Reporting Standards (IFRS). (Per ulteriori indicazioni sull’applicazione del concetto di “massimo e miglior utilizzo” in materia di centri commerciali, si rimanda al paragrafo 2.4.2.)

• Valore di mercato: paragrafo 1.2, VPS 4

Le valutazioni basate sul valore di mercato adottano la definizione e la struttura concettuale fornite dall’International Valuation Standards Council (IVSC).

Valore di mercato: “L’ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni”.

• Canone di mercato paragrafo 1.3, VPS 4

Per “canone di mercato” si intende “l’ammontare stimato a cui l’interesse in una proprietà dovrebbe essere locato, alla data di valutazione, da un locatore a un conduttore privi di legami particolari, entrambi interessati alla transazione, sulla base di termini contrattuali adeguati e a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni”.

2.3.2 Metodi valutativi

Per quanto esistano diversi metodi e approcci valutativi, è prassi consolidata nel settore commerciale utilizzare il metodo reddituale-finanziario (DCF), ritenuto un approccio valutativo ottimale per la determinazione del valore di mercato di un centro commerciale.

L’analisi dei flussi di cassa attualizzati (discounted cash flow analysis) sconta alla data di valutazione, attraverso un opportuno tasso di sconto che rappresenti il rischio/rendimento dell’investimento immobiliare, i futuri flussi di cassa netti generati dall’immobile e attesi in un determinato periodo temporale (che è in genere stabilito in 10/15 anni). Alla fine del periodo, si assume che la proprietà venga venduta (valore di uscita) a un valore ottenuto dalla capitalizzazione del reddito relativo all’anno successivo al termine del periodo attraverso un tasso di capitalizzazione di mercato, ritenuto appropriato anche sulla base di investimenti simili a quello in questione.

L’orizzonte temporale sopra citato, esulando dalle strategie dei players opportunistici che usualmente hanno tempistiche di investimento/disinvestimento molto più compresse, permette in genere agli operatori di mercato di effettuare un’opportuna attività di Asset Management, ivi compresa la ricomercializzazione delle unità, oltre a eventuali capex per migliorarne la redditività, al fine di giungere sostanzialmente alla messa a regime dell’immobile e al suo disinvestimento.

I tassi di attualizzazione e di capitalizzazione devono essere coerenti con il grado di aleatorietà insito nei flussi di canone che vengono attualizzati o capitalizzati, in particolare per ciò che attiene alle locazioni temporanee e le componenti di canone variabile sul fatturato. (La condizione di centro a regime è da ritenersi un'assunzione, in quanto, in considerazione dell'elevato numero di unità commerciali che compongono un centro commerciale e quindi dell'elevato numero di contratti aventi ciascuno una diversa durata, è pressoché impossibile identificare il momento in cui un centro può essere considerato a regime.)

Per conoscere le disposizioni generali in materia di DCF, consultare la guida *Discounted cash flow for commercial property investments, 2010*.

2.4 Assunzioni e limiti della stima

2.4.1 Assunzioni della stima

Nella determinazione del valore di mercato di un centro commerciale, le assunzioni valutative formulate rivestono un'importanza fondamentale.

Come per le altre "commercial properties", la specificità di un centro commerciale è insita nella sua capacità di produrre reddito, derivante dalla locazione dei suoi spazi affittabili. Tale reddito è direttamente o indirettamente (canone variabile e canone minimo garantito) correlato al fatturato ritraibile dalle attività commerciali insediate nel centro commerciale, secondo una logica di soglia di sostenibilità del canone immobiliare rispetto al fatturato, superata la quale viene meno la convenienza economica dell'attività medesima.

Di conseguenza, il centro commerciale è un immobile estremamente complesso e caratterizzato da un ampio numero di variabili tra loro connesse a influenzarne le prestazioni economiche. A titolo esemplificativo e non esaustivo, i fattori che determinano in maniera sostanziale le performance sono:

- la location (visibilità, accessibilità, dominanza rispetto al proprio bacino d'utenza)
- la geografia dei competitor
- l'esistenza di nuove iniziative con capacità di penetrazione nel bacino di riferimento
- il bilanciamento del merchandising mix
- la localizzazione delle ancore
- l'appetibilità commerciale dei conduttori
- lo standing progettuale
- gli aspetti che attengono alla gestione e al marketing.

In linea generale, il valore di mercato viene determinato nell'ipotesi di una compravendita in blocco dell'immobile, considerando che nella maggior parte dei casi è presente

un unico proprietario o un numero limitato di proprietari (tipicamente due, suddivisi tra l'ancora alimentare e il proprietario della galleria). Qualora il numero dei proprietari fosse più ampio, può essere presa in considerazione l'ipotesi di una compravendita frazionata; una simile suddivisione richiede considerazioni specifiche circa le sinergie/opportunità o problematiche gestionali scaturenti dalla suddivisione dell'immobile.

Inoltre, come riportato nella definizione dell'oggetto della valutazione, nel valore di mercato di un centro commerciale è insito il valore delle autorizzazioni commerciali, senza le quali viene meno l'operatività del centro stesso.

La definizione del valore di mercato di cui al paragrafo 1.2, VPS 4, fa riferimento a un'"adeguata commercializzazione" quale preconditione al perfezionamento della transazione. Le vendite di immobili non adeguatamente commercializzati potrebbero sfociare in "**valutazioni che rispecchiano una limitazione alla commercializzazione effettiva o prevista e vendite forzate**", una condizione non necessariamente considerata come assunzione speciale (si veda paragrafo 4, VPS 4).

La valutazione di un centro commerciale, pur dovendo contenere una descrizione di massima della situazione urbanistica rilevabile alla data della stima, assume generalmente la conformità dell'immobile alla destinazione d'uso impressa dallo strumento urbanistico vigente. La prassi di settore per la stesura di una relazione valutativa non presuppone un approfondimento specifico urbanistico: questo di norma attiene alle *due diligence*. Paesi e macroscopiche incongruenze dell'azionamento urbanistico con l'attuale destinazione d'uso dovrebbero essere messe in evidenza anche nell'analisi valutativa.

2.4.2 Massimo e miglior utilizzo

Si tratta di un principio (richiamato dall'IVSC – International Valuation Standards Committee, paragrafi 32-34 dell'IVS Framework) secondo cui con il "massimo e miglior utilizzo" di una proprietà si intende – tra tutti gli usi tecnicamente possibili, legalmente consentiti e finanziariamente fattibili – soltanto quello potenzialmente in grado di conferire al bene il massimo valore. Questo utilizzo può non coincidere con l'uso corrente della proprietà.

La valutazione di un centro commerciale si basa normalmente sulla situazione dell'immobile in termini di contratto di locazione, lay-out distributivo, merchandising mix, ecc., riferita alla data di valutazione.

Conformemente a tale principio, si dovrebbero altresì considerare i potenziali ampliamenti (ad esempio su un terreno adiacente facente parte della proprietà), avendo cura di eseguire valutazioni distinte.

Fatti salvi i casi di richieste specifiche, le valutazioni non dovrebbero prevedere eventuali assunzioni speciali (si veda al paragrafo 2.5) che possano dar luogo a modifiche e/o miglioramenti (upside) del centro, derivanti da importanti

interventi di trasformazione del lay-out distributivo e del merchandising mix, tali da determinare idealmente un riposizionamento strategico del centro sul mercato. Tali aspetti, infatti, attengono tipicamente agli studi di fattibilità. Laddove si esegua una valutazione volta a rispecchiare simili assunzioni speciali, queste devono essere chiaramente definite. Conformemente allo scopo della stima, è buona norma descrivere gli aspetti che differenziano le valutazioni contenenti assunzioni speciali da quelle che le escludono.

2.4.3 Sintesi dei limiti e delle assunzioni da includere nei termini dell'incarico [VPS 1]

- Data a cui si riferiscono opinioni e conclusioni in merito al valore.
- Scopo della stima.
- Conformità agli standard di valutazione.
- Qualifiche professionali del valutatore.
- Valutazione effettuata in modalità "full" (con sopralluogo) o analisi "desktop", senza ispezione dell'immobile.
- I valori indicati sono IVA esclusa.
- L'opinione fornita in merito al valore si basa sulle condizioni di mercato e sul potere d'acquisto della valuta alla data di riferimento.
- Assunzione delle superfici e delle dimensioni dei beni dal committente o verifica delle stesse da parte del valutatore. Si noti che la prassi di mercato, salvo mandato specifico di verifica, considera le consistenze dell'immobile sulla base delle informazioni fornite dalla committenza. Ne consegue che i dati dimensionali ricevuti vengono assunti come completi e veritieri, escludendo quindi la loro verifica mediante rilievo e misurazione in loco.
- Le indicazioni concernenti le superfici e le dimensioni dell'immobile vengono fornite al solo scopo di consentire l'identificazione dei beni in esame. Esse non avranno valore ai fini di atti di trasferimento di proprietà o in qualsiasi altro documento legale, senza la preventiva accurata verifica da parte di un notaio o legale.
- Si presuppone la conformità dell'immobile a quanto previsto dalle vigenti regolamentazioni in materia ambientale.
- Non si effettuano analisi del terreno.
- Si presuppone la conformità urbanistica e autorizzativa del bene immobile.
- Si presuppone che il diritto di proprietà sia esercitato nell'ambito dei confini e che non esista violazione del diritto di proprietà altrui né sconfinamento.
- Non vengono generalmente considerati i costi (ivi compresi quelli fiscali) emergenti dalla compravendita dell'immobile. In particolare – salvo asset acquistati o detenuti da soggetti quali fondi immobiliari di diritto italiano, che usufruiscono di una tassazione agevolata nell'acquisto dell'immobile – si segnala come elemento preponderante della prassi di settore

l'acquisto/cessione di tali asset attraverso quote di una SPV (Special Purpose Vehicle), effettuando quindi la transazione come "share deal". Tale modalità non è evidentemente soggetta alla tassazione ipotecaria e catastale di cui sopra, ma a tassazione differente e sostanzialmente in funzione del *capital gain* maturato nell'ambito della cessione. Data la pluralità delle strutture fiscali e tributarie che caratterizzano gli attori coinvolti nella compravendita, è praticamente impossibile determinare una DTL (Deferred Tax Liability) ordinaria. Pertanto appare giustificata l'esclusione di tali componenti nella stima del valore di mercato dell'immobile, in coerenza con la prassi di mercato vigente in Italia.

- Non si esprime opinione circa l'integrità strutturale dell'immobile, inclusa la sua conformità a speciali requisiti quali la prevenzione degli incendi, la resistenza ai terremoti, la sicurezza dei lavoratori, o per difetti fisici che non siano palesi per il valutatore.

2.5 Documentazione necessaria, assunzioni speciali e contenuti minimi della valutazione

2.5.1 Documentazione necessaria ai fini della valutazione

A titolo esemplificativo, si riporta un elenco di massima della documentazione da richiedere al committente per effettuare la valutazione. È essenziale inserire nella relazione di stima un disclaimer sulla correttezza dei dati ricevuti dal cliente, acquisiti dal perito e assunti per validi senza procedere, a meno di esplicita richiesta, a una verifica autonoma (si veda paragrafo 7, punti g e h, VPS 3).

- Tabella riassuntiva della situazione locativa (rent-roll) e copia dei contratti di locazione tipo
- altre fonti di ricavo (locazioni temporanee, pubblicità, canoni variabili, ecc.)
- superfici e dimensioni dell'immobile (con particolare riferimento alla GLA)
- planimetrie dell'immobile
- dati di frequentazione (footfall) e fatturato, distinti per singolo operatore
- costi non recuperabili: imposta municipale, assicurazione, ecc.
- capex sostenute e programmate
- spese condominiali
- *due diligence* *pregresse*
- altra documentazione pertinente.

La documentazione necessaria alla valutazione di un centro commerciale comprende, oltre a quanto previsto per immobili a reddito con altre destinazioni d'uso, i dati relativi alla performance economica di ciascuna unità commerciale. È quindi necessario riuscire a identificare l'esatta superficie e

categoria merceologica di ciascuna unità, mediante l'ausilio di una planimetria esplicativa del centro con indicazione delle singole unità e relativa numerazione allineata con la rent-roll, l'effettiva superficie commerciale (GLA) occupata da ciascun locatario e la relativa categoria merceologica, oltre al brand (insegna, marchio). Tale identificazione consente di analizzare il posizionamento commerciale del centro attraverso l'analisi della distribuzione percentuale delle diverse categorie merceologiche.

I dati relativi al footfall sono particolarmente rilevanti, in quanto specifici dei centri commerciali. Tali informazioni permettono a proprietari/gestori di analizzare orari e periodi di maggior frequentazione (per rafforzare i periodi di minor affluenza con promozioni ed eventi), e al tempo stesso consentono al valutatore di verificare:

- se la capacità attrattiva del centro è in crescita/in diminuzione nel tempo
- se l'eventuale calo di fatturato possa essere associato a un calo dell'affluenza piuttosto che a una minor propensione ai consumi.

Ai fini della valutazione, ulteriori dati significativi sono quelli riguardanti le superfici. Come da prassi in uso nel settore, i dati relativi alle singole superfici dell'immobile vengono forniti direttamente dal cliente. Assumono invece importanza secondaria (ai fini valutativi, ma non descrittivi) le superfici complessive dell'immobile, se non per la determinazione del costo di ricostruzione a nuovo (rilevante come riferimento per stimare i costi assicurativi e gli accantonamenti per le manutenzioni straordinarie).

2.5.2 Assunzioni speciali

Come da VPS 4, le assunzioni e le assunzioni speciali devono essere concordate e confermate per iscritto al cliente prima della presentazione del rapporto. Tali assunzioni possono essere formulate solo se si possono ragionevolmente considerare realistiche, pertinenti e valide rispetto alle circostanze particolari della valutazione.

A titolo esemplificativo, spesso nelle valutazioni di immobili commerciali (come del resto per altre tipologie immobiliari) non vengono analizzati in dettaglio aspetti quali:

- titolarità e provenienza
- regolarità catastale
- conformità urbanistica
- disponibilità di tutte le autorizzazioni amministrative necessarie all'esercizio delle attività commerciali
- condizioni ambientali.

Tutte le verifiche e analisi per gli aspetti di cui sopra vengono demandate alle *due diligence* tecniche. Questo implica che il report di valutazione dovrà contenere delle assunzioni specifiche, evidenziando la mancata analisi piuttosto che l'esistenza di eventuali *due diligence* effettuate e alle quali si rimanda.

Altro aspetto che spesso viene sottovalutato è quello relativo a eventuali morosità/insoluti: non di rado si registrano casi di ritardi nei pagamenti e/o vere e proprie morosità croniche. Tali aspetti risultano piuttosto difficilmente inseribili in ambito valutativo se non considerando uno specifico accantonamento medio annuo. A questo proposito, la prassi di settore considera un dato aggregato medio degli insoluti del centro, da riflettersi in eventuali assunzioni cautelative, ad esempio sul tasso di sfritto fisiologico da applicare ai ricavi lordi annui da canoni di locazione.

2.5.3 Contenuti minimi del report di valutazione

I report di valutazione devono essere conformi allo standard VPS 3; oltre a prevedere gli aspetti di cui al paragrafo 2.4, devono fare riferimento ai seguenti punti (ove applicabile):

- data della valutazione, scopo della valutazione, conformità agli standard valutativi, requisiti professionali
- sopralluogo/analisi desktop
- documenti presentati ai fini valutativi
- assunzioni speciali
- ubicazione dell'immobile
- catchment area
- descrizione dell'immobile
- dati sulle superfici
- ricavi
- costi
- mercato degli investimenti immobiliari nel settore commerciale (e comparables, se disponibili)
- SWOT Analysis dell'immobile [la SWOT analysis richiama le caratteristiche del centro commerciale valutato, descrivendo ed argomentando le assunzioni effettuate nella valutazione; mette in evidenza in particolare i punti di forza (Strength), di debolezza (Weaknesses), le opportunità (Opportunities) e le minacce (Threats) relative all'immobile oggetto di stima.]
- criteri e considerazioni valutative
- sviluppo della procedura di valutazione
- conclusioni sul valore.

3 Aspetti inerenti all'ubicazione

3.1 Ubicazione e descrizione del contesto di inserimento

3.1.1 Ubicazione

Come per qualsiasi altro immobile, l'ubicazione di un centro commerciale è il primo fattore da considerare in un'ottica di mercato. Nell'arco della vita economica di un centro commerciale, infatti, rappresenta l'unico aspetto invariabile, dal momento che l'immobile non può essere trasferito altrove; in altre parole, gli edifici e i terreni su cui sorgono sono entità inscindibili.

Pur rappresentando un semplice indirizzo, l'ubicazione di un centro commerciale è un elemento dinamico piuttosto che statico: fattori quali il miglioramento dell'accessibilità, la costruzione di complessi adiacenti e la penetrazione di schemi concorrenti possono incidere in maniera diretta sulla valutazione di un centro commerciale in termini di "qualità" del posizionamento.

La situazione descritta dovrebbe riflettere le condizioni riscontrate alla data di valutazione, ma un'analisi di questo stampo dovrebbe parimenti considerare i potenziali sviluppi futuri.

Di seguito si illustrano gli aspetti più rilevanti ai fini della stima di un centro commerciale in termini di ubicazione; per valutarne l'adeguatezza, ad ogni modo, il punto essenziale è capire se l'area in oggetto rappresenti una destinazione commerciale consolidata o meno. Per essere classificato come tale, l'immobile deve presentare un'insieme di caratteristiche commerciali (fisiche, occupazionali e perfino emozionali) adatte ad attirare numerosi fruitori nella catchment area. Si noti che un certo luogo può configurarsi come meta commerciale consolidata sulla base dell'esistenza di un singolo centro commerciale, il quale in quasi tutti i casi può ritenersi un centro di rilievo.

3.1.2 Contesto

In quasi tutti i casi, il contesto di inserimento di un centro commerciale è fortemente correlato alla tipologia del centro. In linea di massima, i centri commerciali regionali sorgono in aree periferiche o extraurbane, mentre quelli di dimensioni inferiori e le gallerie (definite dall'ICSC "centri di vicinato") sono tipicamente ubicati in territorio urbano.

I principali criteri adottati per delineare il contesto in cui si inserisce un centro commerciale possono essere suddivisi in:

- Descrizione geografica: area costiera, entroterra, area insulare.
- Posizionamento: area urbana, periferica o suburbana, extraurbana.

- Descrizione dell'area di riferimento:...usi attuali (residenziale, occupazionale, commerciale, industriale, turistico, ecc.); centro abitato di tipo rurale (paesi, frazioni, ecc.); area rurale (prati, campi coltivati, ecc.); zona ibrida; nuovo complesso residenziale.
- Identificazione di qualsiasi altro aspetto rilevante che possa considerarsi un valore aggiunto per descrivere il contesto di inserimento, o per giustificare addirittura un flusso aggiuntivo di visitatori al centro commerciale (prossimità di monumenti, luoghi di pellegrinaggio, infrastrutture per il tempo libero, ecc.).

3.1.3 Accessibilità

L'accessibilità di un centro commerciale si esprime mediante la descrizione dei collegamenti che permettono di raggiungere agevolmente l'immobile in oggetto.

In genere, gli aspetti che concorrono alla descrizione dell'accessibilità sono:

- rete stradale locale e collegamenti con le principali autostrade
- mezzi di trasporto pubblico (autobus, linee metropolitane e ferroviarie, porti e aeroporti).

È altrettanto raccomandabile considerare e delineare gli sviluppi futuri a breve e medio termine.

3.1.4 Caratterizzazione demografica

La caratterizzazione demografica serve a tracciare il profilo della popolazione presente nella potenziale catchment area del centro commerciale. Valutando il contesto in cui sorge un centro commerciale, si attribuisce grande importanza a fattori quali il numero di abitanti (della regione e del comune) o la percentuale relativa alla densità di popolazione. Aspetti quali età media, sesso e numero di stranieri residenti nel comune/nella regione costituiscono ulteriori elementi utili a caratterizzare la popolazione compresa nella catchment area.

3.1.5 Economia locale e nazionale

Fornendo tutte le coordinate economiche rilevanti, l'inquadramento dell'economia locale e nazionale permette di determinare il profilo della popolazione compresa nella catchment area in termini di reddito. L'analisi dei dati economici deve mettere in luce i seguenti aspetti:

- principali settori di attività (settori tradizionali, attuali o emergenti)
- tasso di disoccupazione locale confrontato con la media nazionale
- analisi del PIL relativamente alla popolazione locale e nazionale

- numero di aziende attive nella provincia
- qualsiasi altro dato economico rilevante al fine di caratterizzare la popolazione locale.

L'analisi dell'economia a entrambi i livelli serve non soltanto a rilevare il potere d'acquisto della popolazione compresa nel bacino d'utenza (e di conseguenza a valutare in modo più accurato il potenziale occupazionale del centro commerciale), ma anche a determinare il livello di interesse da parte del mercato degli investimenti su scala nazionale e internazionale.

3.2 Catchment Area

3.2.1 Bacino di utenza

Per Catchment Area di un centro commerciale esistente si intende l'area geografica (o bacino di utenza) su cui si ritiene che il centro commerciale in esame possa esercitare la propria influenza, considerandone dimensioni, offerta merceologica e densità dell'offerta commerciale esistente.

Nell'ambito del presente documento ci si riferirà a "bacino di utenza" e "catchment area" in forma indistinta, considerando i due termini e i due concetti come coincidenti.

Esaminando la Catchment Area di un centro commerciale, è possibile determinare il numero di potenziali clienti.

La stima del bacino di utenza di un centro esistente si basa, in genere, sulla definizione di alcune isocrone le quali, in base all'ubicazione del centro e a tempi di percorrenza prestabiliti, delimitano le aree dalle quali è possibile raggiungere la struttura in esame nello stesso tempo. A titolo esemplificativo, si riportano di seguito le isocrone generalmente adottate per i diversi tipi di centro commerciale.

Sviluppo commerciale programmato	GLA [secondo la classificazione del CNCC]	Isocrone di riferimento [minuti veicolari]
Factory Outlet Center		60-90
Big boxes [grande superficie specializzata]		fino a 60
Centri commerciali regionali	> 80.000 m ²	45-60
Grandi centri commerciali	40.000-79.999 m ²	30-50
Centri commerciali di medie dimensioni	20.000-39.999 m ²	25-40
Centri commerciali di piccole dimensioni	5.000-19.999 m ²	20-30

Una volta tracciate le isocrone, avvalendosi di software specifici di tipo GIS (Geographic Information System),

si tratterà di verificare il numero di residenti in ciascuna isocrona, per ottenere un'indicazione della consistenza dei potenziali consumatori. I software di geomarketing più evoluti consentono di stimare con maggiore esattezza non soltanto il numero di potenziali consumatori dell'area, ma anche la propensione al consumo degli stessi, nonché le quote di mercato potenziali del centro.

In linea generale, i principali elementi da considerare nella stima della capacità attrattiva di un centro commerciale possono essere così riassunti:

- **La dimensione del centro e la sua offerta merceologica:** un centro regionale o un grande centro commerciale sarà in grado di attrarre visitatori da distanze maggiori rispetto a un piccolo centro di vicinato, caratterizzato da un'offerta merceologica più limitata.
- **L'esistenza di barriere naturali o artificiali**, quali fiumi, catene montuose, grandi vie di comunicazione, ecc., che potrebbero rendere più difficili gli spostamenti e, pertanto, il raggiungimento del centro da parte dei residenti di determinate zone.
- **La struttura viaria esistente**, che favorisce o meno la rapidità dei collegamenti.
- **L'offerta merceologica del centro rispetto ai principali concorrenti:** la presenza di grandi/medie strutture specializzate, di marchi innovativi e di superfici dotate di insegne caratterizzate da grande appeal favorisce la capacità attrattiva del centro.
- **La presenza, o meno, all'interno del centro di elementi in grado di migliorarne la capacità attrattiva:** la presenza di un cinema multisala o di altre attività dedicate all'intrattenimento, alla ristorazione e al tempo libero, ad esempio, sono fattori di potenziale estensione degli orari di fruizione del centro.
- **La propensione alla mobilità dei residenti.**
- **L'esistenza di eventuali barriere psicologiche nel raggiungimento del centro**, ad esempio nel caso di centri commerciali ubicati in aree socialmente problematiche o ritenute poco sicure.

Il bacino di utenza potenziale di un centro commerciale non coincide con la sola popolazione residente, ma potrebbe comprendere anche visitatori occasionali, come turisti, residenti in seconde case, addetti in centri direzionali, studenti fuori sede, fruitori di grandi funzioni urbane (impianti sportivi, ospedali, tribunali, centri di ricerca, ecc.).

Tra gli aspetti da considerare ci sono anche quei fattori che, in futuro, potrebbero modificare il bacino di utenza del centro (quali la realizzazione di una nuova viabilità di accesso alla struttura commerciale, o l'apertura di nuove strutture commerciali concorrenti i cui bacini di utenza potrebbero sovrapporsi a quella stimata per il centro in esame, dando luogo al cosiddetto *overlapping* e riducendo quindi la capacità attrattiva dell'immobile).

Una volta definita la dimensione del bacino di utenza in

termini di numero di potenziali consumatori, è consigliabile svolgere un'analisi dei principali indicatori socio-economici dell'area, quali:

- la struttura anagrafica della popolazione, volta a stabilire qual è il peso delle fasce di età caratterizzate da una maggiore capacità di spesa all'interno del bacino di utenza stimato
- il reddito pro-capite dell'area
- i consumi pro-capite
- il tasso di disoccupazione.

3.2.2 Analisi della concorrenza presente e futura

Per "analisi della concorrenza" si intende l'identificazione delle principali strutture commerciali (già esistenti e previste) che per ubicazione, dimensioni e offerta merceologica potrebbero esercitare la propria capacità attrattiva sulla medesima zona in cui è ubicato l'immobile in analisi, o su parte della stessa. Per tutte le strutture commerciali, gli elementi da considerare nell'analisi comprendono:

- **Dimensione del centro e portata del merchandising mix:** l'analisi dovrebbe essere circoscritta a progetti commerciali comparabili a quelli del centro in esame in termini di dimensione e numero di punti vendita. I centri commerciali di grandi dimensioni e caratterizzati da una ricca offerta merceologica, infatti, godono in genere di una maggiore capacità attrattiva rispetto ai piccoli centri di vicinato, la cui capacità di attrazione è per lo più limitata al quartiere o al contesto urbano di prossimità in cui sono ubicati.
- **Merchandising mix predominante:** l'analisi dovrebbe focalizzarsi prioritariamente verso progetti commerciali che hanno un merchandising mix comparabile a quello del centro in esame. Un centro vocato all'intrattenimento e al tempo libero e che si rivolge pertanto a specifici target di mercato, ad esempio, non può paragonarsi a un centro commerciale tradizionale, volto a soddisfare diverse esigenze e abitudini di acquisto. Lo stesso vale per i Factory Outlet Centre, i quali soddisfano necessità di acquisto molto specifiche.
- **Qualità del merchandising mix:** in questo caso va analizzato il merchandising mix del progetto commerciale concorrente, esaminando la presenza, o meno, di grandi/medie superfici specializzate, di insegne di maggiore o minore richiamo, di brand di rilevanza nazionale o internazionale.
- **Capacità attrattiva dell'ancora alimentare (se presente):** va monitorato l'appeal commerciale dell'ancora alimentare, che potrebbe essere rappresentata da un'insegna di grande richiamo ed elevata capacità attrattiva.
- **Ubicazione della struttura concorrente e distanza dal centro commerciale in esame:** va considerata l'ubicazione della struttura concorrente rispetto al bacino di utenza stimato e rispetto al centro in esame, la distanza da quest'ultimo e la distanza rispetto

al principale polo abitativo di riferimento all'interno dell'area.

- **Struttura viaria esistente ed eventuali interventi sulla viabilità previsti per il futuro:** vanno considerati i tempi di percorrenza all'interno del bacino di utenza stimato e l'eventuale maggiore facilità di raggiungimento della struttura concorrente rispetto al centro in esame.

Nel caso di centri commerciali ubicati in ambito periferico urbano, il "**centro storico**" si configura come uno dei competitor da prendere in considerazione nell'analisi della concorrenza, soprattutto per quelle aree urbane dove gli addensamenti commerciali, di somministrazione e di servizi configurano polarità di forte capacità attrattiva. In particolare nelle città più grandi (caratterizzate da una pluralità di addensamenti commerciali), i centri commerciali urbani competono con le "high-street" di più diretta prossimità.

4 Descrizione dell'immobile: superfici

4.1 Descrizione dell'immobile: relazione tecnica

4.1.1 Descrizione

La seguente check-list, stilata nel modo più completo ed esaustivo possibile, riunisce i contenuti da includere nella descrizione di un centro commerciale in sede di stesura della relazione valutativa.

- **Oggetto della valutazione**
Indicare in modo dettagliato le eventuali inclusioni ed esclusioni (ad es. multisala sì/no, ecc.).
- **Data del sopralluogo**
- **Cliente**
- **Indirizzo**
Indicare il comune, la provincia, la località, la via o piazza con numero civico e la denominazione del centro commerciale (insegna).
- **Contesto e descrizione del lotto**
Indicare la conformazione del lotto sul quale insiste l'edificio e le coerenze, specificando i dettagli dell'intorno della proprietà (ad es. vie confinanti, destinazione d'uso delle aree limitrofe, presenza di complessi residenziali nelle vicinanze). Riportare ulteriori elementi specifici ritenuti rilevanti per la tipologia di immobile in esame (ad es. presenza di altre unità commerciali nelle immediate vicinanze).
- **Superficie del lotto**
Indicare la superficie scoperta.
- **Descrizione del centro commerciale**
Breve descrizione con richiamo al lay-out del centro commerciale e commenti sulla zona esterna. La descrizione deve fornire tutti gli elementi necessari per consentire al lettore di formarsi un giudizio sulla "qualità" dell'immobile.
- **Anno di costruzione o ultima ristrutturazione**
Indicare se si tratti di ristrutturazione integrale o parziale.
- **Caratteristiche edilizie**
Fondamenta, struttura portante, copertura, tamponamenti, serramenti, pavimentazione, controsoffittatura, finiture interne, ecc.
- **Sistemi e impianti**
Impianto idrico-sanitario, impianto elettrico e forza motrice, impianto di climatizzazione, eventuale impianto fotovoltaico, impianto antincendio, impianti di elevazione, impianto antintrusione, impianto di comunicazione, impianto di videosorveglianza, impianto antitaccheggio, ecc.
- **Superficie lorda e GLA dell'edificio**
Suddivisa per piani.
- **Numero di piani**
Numero di livelli fuori ed entro terra, indicando la destinazione prevalente per ciascun piano.
- **Collegamenti**
Orizzontali e verticali, indicando con precisione il numero di tapis roulant, scale mobili, ascensori e montacarichi.
- **Composizione e organizzazione spaziale dell'offerta commerciale**
Merchandising mix; analisi critica considerando gli accessi (parcheggi e collegamenti verticali), la posizione dell'ancora e delle grandi e medie strutture specializzate (anche nel caso non siano oggetto della stima).
- **Servizi comuni per la clientela**
Aree del connettivo orizzontale, uffici informazioni, toilettes, aree giochi, aree scoperte attrezzate, ecc.
- **Numero di negozi**
Suddivisi per piano e raggruppati per classi dimensionali.
- **Brand chiave**
Suddivisi per categoria merceologica.
- **Numero di ingressi**
Dall'esterno o dai parcheggi, indicando la tipologia di ingresso e l'orientamento rispetto ai flussi.
- **Numero di casse (ipermercato o ancore alimentari)**
Specificare il numero di casse rapide, casse self e casse per disabili e/o gestanti.
- **Zone di preparazione e deposito (ipermercato o ancore alimentari)**
Aree di lavorazione (carni, prodotti ittici, salumi, prodotti da forno, ecc.), magazzini, celle frigorifere, zone filtro, ecc.
- **Numero di posti auto**
Specificare coperti (indicare il tipo di collegamento con il centro commerciale) e scoperti (indicare se con tettoia).
- **Attività commerciali esterne**
Vivai, officine, stazioni di servizio, edicole, fast food, ecc.
- **Intrattenimento**
Presenza all'interno del centro commerciale di multisala, sale giochi o FEC (Family Entertainment Center): specificare posizione e distanza, eventuali accessi comuni, parcheggi comuni, ecc.
- **Potenziale espansione**
A livello urbanistico e di opportunità.
- **Note e commenti.**

Allegati:

- Planimetria generale
- Planimetrie per piano
- Mappa del sito (panoramica)
- Mappa del sito (dettagliata)
- Aerofoto (panoramica)
- Aerofoto (dettagliata)
- Fotografie dall'esterno
- Fotografie dall'interno
- Fotografie particolareggiate.

4.1.2 Standing e stato di manutenzione

- **Livello qualitativo delle finiture**
- **Stato di manutenzione**
- **Standing generale.**

4.1.3 Situazione catastale

- **Comune**
- **Catasto terreni:**
 - foglio
 - particella
 - consistenza
- **Catasto fabbricati:**
 - foglio
 - particella
 - subalterno
 - categoria
 - classe
 - rendita
 - consistenza
 - note e commenti

Allegati:

- Estratti mappa
- Visure catasto terreni
- Planimetrie catastali
- Visure catasto fabbricati.

4.1.4 Situazione urbanistica

Coerentemente con l'incarico e le informazioni ricevute, occorre fornire un quadro della situazione urbanistica dell'immobile, indicando le fonti da cui sono tratti i dati.

- **Estremi di approvazione dello strumento urbanistico vigente e/o adottato**
- **Stralcio delle norme tecniche**
- **Stralcio della tavola di piano**
- **Convenzioni urbanistiche**
- **Vincoli e servitù**
- **Note e commenti.**

4.2 Superfici e dimensioni dell'immobile

- **Modalità di acquisizione dei dati di superficie**

Indica la fonte da cui sono tratte le informazioni sulle superfici utilizzate e il limite dell'indagine (ad es. se sono state verificate le superfici, anche a campione, mediante misurazione di planimetrie in scala; se sono state verificate le superfici delle planimetrie mediante misurazioni in loco), in conformità con il livello di analisi previsto nell'incarico.

- **Superficie fondiaria del lotto**

Termine normalmente riferito alla superficie catastale, escluse eventuali porzioni espropriate e non ancora formalizzate.

- **Superficie lorda utile (SLU)/Superficie lorda di pavimento (SLP)**

Indica la misura degli spazi agibili rilevante ai fini della dotazione dei carichi urbanistici; ogni strumento generale di pianificazione urbanistica comunale definisce le modalità di misura e le esclusioni dal computo.

- **Superficie lorda**

È la superficie misurata per ciascun piano entro il profilo esterno delle pareti perimetrali del fabbricato e alla mezzeria delle murature confinanti verso proprietà di terzi.

Oltre alla GLA della galleria e di eventuali ancore, la superficie lorda di un centro commerciale comprende generalmente le aree del connettivo orizzontale ("mall"), i locali tecnici, gli uffici direzionali del centro e le superfici di parcheggio.

- **Superficie commerciale lorda (GLA) (si veda definizione al paragrafo 2.2).**

- **Superficie di vendita o SV (D. Lgs. 31 marzo 1998, n. 114, Art. 4, comma 1, lett. c)**

Con "superficie di vendita" di un esercizio commerciale si intende l'area destinata alla vendita, compresa quella occupata da banchi, scaffalature e simili. Sono esclusi gli spazi destinati a magazzini, depositi, locali di lavorazione, uffici e servizi.

È la superficie che viene legalmente autorizzata nell'ambito delle licenze commerciali per medie o grandi superfici di vendita; essa influenza altresì la dimensione del centro, in quanto la GLA è determinata in sede di progetto incrementando la SV, secondo logiche funzionali all'esercizio delle attività di vendita (incidenza dei magazzini, delle aree di lavorazione, ecc.), o in base a limiti percentuali fissati da alcune normative regionali di settore.

- **Rapporto tra SV e GLA**

Nel caso di un centro commerciale classico, soglie inferiori al 70% denotano generalmente un'incidenza eccessiva di superfici non autorizzabili per la vendita al dettaglio in sede fissa (ad esempio aree a servizi, artigianali, di somministrazione, svago, ecc.).

- **Rapporto tra GLA e posti auto**

Questo rapporto viene calcolato dividendo la GLA (espressa in metri quadrati) per il numero di posti auto disponibili.

5 Rent-roll (stato locativo)/reddito

5.1 Stato locativo/flusso di reddito

Nella valutazione di un centro commerciale, lo stato locativo dell'immobile assume un'importanza fondamentale in quanto bene capace di produrre reddito.

Il valore di un centro commerciale dipende in larga parte dal flusso di reddito generato dall'immobile e dalla sicurezza e stabilità di tale flusso nel tempo.

5.2 Fonti documentali

È necessario citare le fonti documentali da cui provengono i dati richiesti. Nei centri commerciali, in particolare, il documento imprescindibile è lo stato locativo (o *rent-roll*), che per ciascun bene riporta le seguenti informazioni:

- locatario
- marchio
- tipologia merceologica
- GLA
- tipo di contratto (locazione, affitto d'azienda, comodato, ecc.)
- decorrenza
- prima scadenza
- seconda scadenza
- canone in vigore alla data di valutazione
- canone a regime
- incremento ISTAT
- canoni scalettati
- facoltà di recesso anticipato (break options)
- altri introiti (locazioni temporanee, corner, cartellonistica, antenne, pannelli fotovoltaici, circuiti radio/televisivi, stazioni di rifornimento carburante, ecc.).

5.3 Analisi

Nell'analizzare lo stato locativo di un centro commerciale esistente, particolare attenzione deve essere posta agli elementi che seguono:

Tenant Mix

È bene verificare il mix merceologico del centro, il corretto bilanciamento tra le varie categorie merceologiche (merchandising mix) e il profilo delle insegne (per marchio e tipologie). Rispetto a tale profilo, in particolare, va analizzata

la presenza di insegne di rilevanza nazionale e internazionale all'interno del centro e il peso degli operatori locali nella galleria. Il commento sul tenant mix deve riguardare la qualità dei conduttori e la loro capacità attrattiva sul consumatore.

Tipologia di operatori che compongono il centro

Una prima classificazione degli operatori può essere fatta sulla base della rilevanza nazionale, internazionale o locale del loro marchio:

- Marchio internazionale: presente sul territorio nazionale e internazionale.
- Marchio nazionale: presente esclusivamente sul territorio nazionale.
- Marchio locale: operatore noto a livello regionale, provinciale o comunale. Solitamente ha pochi punti vendita e in genere è conosciuto in un bacino di utenza ristretto.

Un centro con un numero maggiore di operatori nazionali e internazionali è generalmente considerato come più attrattivo e solido di un centro con un numero elevato di operatori locali. Tale considerazione è spesso confermata dalle performance dei conduttori. Certi operatori locali, ad ogni modo, sono molto conosciuti nel bacino di utenza considerato e la loro capacità attrattiva può contribuire alla buona performance del centro.

Una seconda classificazione degli operatori può essere effettuata in base al fatto che i conduttori operino con un marchio proprio o avvalendosi di un contratto di franchising. In base a tale criterio è possibile distinguere:

- Gli operatori diretti, nel caso in cui un punto vendita appartenente a una catena venga gestito direttamente dalla casa madre. Tali operatori vengono in genere percepiti con un profilo di rischio meno elevato e beneficiano di economie di scala negli approvvigionamenti della merce e nella gestione.
- Gli operatori in master franchisee o franchisee, nel caso in cui un punto vendita appartenente a una catena venga gestito da un affiliato. Tali operatori, in genere, presentano un profilo a rischio intermedio, in quanto, sul canone di locazione, possono gravare le *royalties* da versare alla casa madre come costo supplementare. Alcuni master franchisee beneficiano, in misura minore, degli stessi vantaggi riguardanti gli operatori diretti.
- Gli operatori indipendenti, ovvero i commercianti che non appartengono a una catena di punti vendita.

Dimensione delle unità

Durante il processo di valutazione, occorre analizzare

l'incidenza sulla GLA complessiva del centro esercitata dalle unità di vendita e di somministrazione, dalle medie e grandi superfici e dalle ancore.

Il rischio locativo, in genere, è minore se prevale la concentrazione di unità di piccole dimensioni (più facilmente affittabili). In un parco commerciale, l'appetibilità del prodotto valutato è superiore se la proporzione di ancore è maggiore.

Profilo contrattuale e profilo delle scadenze

Per le unità a reddito, l'analisi deve riguardare:

- La tipologia di contratto utilizzata (contratto di affitto d'azienda o contratto di locazione), ricordando che il contratto di affitto di ramo d'azienda è la tipologia più comunemente impiegata all'interno dei centri commerciali e, in genere, ha una durata che varia dai 5 ai 7 anni (per **ramo d'azienda** si intende un complesso di beni organizzati per l'esercizio di un'impresa commerciale; generalmente rappresenta l'insieme dell'immobile e della relativa licenza commerciale). Tale tipologia contrattuale può essere impiegata solo nel caso in cui la proprietà dell'immobile possieda anche le licenze commerciali. L'utilizzo di questo contratto garantisce alla proprietà dell'immobile un maggior controllo sullo stato locativo del centro, consente di rinegoziare più frequentemente i canoni di affitto (potenzialmente dopo 5 e non dopo 12 anni, come nel caso dei contratti di locazione) e non prevede il pagamento dell'indennità di avviamento che il proprietario dell'immobile deve riconoscere al conduttore in caso di mancato rinnovo di un contratto di locazione. I contratti di locazione sono generalmente utilizzati per le attività diverse dalla vendita al dettaglio in sede fissa o dai ristoranti (servizi, artigianato di servizio e simili, quali parrucchieri, centri estetici, ecc.). Oltre a queste due tipologie di contratti, in alcuni casi viene utilizzato anche il contratto in comodato d'uso gratuito, con cui si concede l'uso gratuito di un bene per un periodo di tempo determinato. Questa tipologia contrattuale viene spesso utilizzata per sportelli bancomat, uffici postali, baby parking, ecc. A seconda della tipologia di contratto (locazione o ramo d'azienda), il canone minimo garantito viene incrementato del 75% o del 100% dell'indice ISTAT, salvo specifiche diverse nel contratto analizzato.
- L'esistenza di eventuali **break options**, che conferiscono all'affittuario la facoltà di recedere anticipatamente dal contratto. L'esistenza di diritti di recesso anticipato deve essere valutata caso per caso. Il valutatore deciderà se assumere, nel DCF, l'esercizio della break option da parte del conduttore in base alle performance registrate dall'inquilino. Performance scarse o insoddisfacenti comportano una maggiore probabilità che il conduttore, non appena possibile, decida di esercitare la facoltà di recedere dal contratto.
- Scadenza dei contratti di locazione. I contratti di locazione possono prevedere una durata con una

scadenza intermedia (ad esempio 5 anni, rinnovabili automaticamente di ulteriori 5 anni). In questo caso, come nel caso della break option, ogni situazione dovrà essere valutata caso per caso e, a seconda della solidità e delle caratteristiche dell'affittuario, si deciderà se mantenere l'attuale conduttore per tutta la durata del contratto oppure se farlo uscire al termine della prima scadenza utile;

- Durata media residua dei contratti. A seconda dei casi specifici, potrebbe essere interessante stimare la cosiddetta "Weighted Average Unexpired Lease Term" (WAULT), ovvero la durata media residua dei contratti in vigore rispetto alla data di valutazione, che esprime il periodo residuo in cui il reddito generato dai contratti può considerarsi sicuro. Un grafico può accompagnare tale analisi illustrando l'importo del canone minimo garantito che arriva a scadenza nei singoli anni.
- La concessione di eventuali incentivi alla scadenza dei contratti. In centri commerciali in sofferenza, caratterizzati da performance negative, le scadenze contrattuali potrebbero tradursi in una possibile riduzione del flusso di cassa del DCF. In occasione delle scadenze dei singoli contratti, infatti, potrebbe essere necessario prevedere canoni di locazione più bassi, la concessione di sconti, periodi di free rent, o contributi per l'allestimento dei punti vendita, a favore degli inquilini già presenti del centro (e con cui, pertanto, si tratterebbe di rinnovare il contratto in scadenza) o di nuovi operatori. Nell'ambito di una valutazione, tale rischio dovrebbe essere preso in considerazione, prevedendo, all'interno del DCF, riduzioni di canone o costi a carico della proprietà dell'immobile.

Unità sfitte/tasso di sfitto

Il numero di unità sfitte è un buon indicatore della salute del centro commerciale.

L'analisi deve evidenziare la quantità di unità sfitte e la superficie da esse occupata in termini di GLA, nonché il "peso" di queste rispetto alla galleria nel suo complesso. Per ogni unità sfitta vanno analizzate, laddove possibile, le ragioni della mancata commercializzazione dell'unità, che potrebbero dipendere da:

- infelice ubicazione dell'unità nella galleria in termini di visibilità
- ampiezza del fronte vetrina, accessibilità, ecc.
- dimensioni del locale
- layout del locale, che potrebbe rendere difficile lo sfruttamento dell'unità ai fini commerciali
- situazione delle licenze, in base alla quale, ad esempio, un'unità potrebbe disporre di una superficie di vendita autorizzata troppo limitata rispetto alla superficie lorda del locale.

Nella maggior parte dei casi, un elevato tasso di unità sfitte è indicativo di uno stato di sofferenza dell'intero centro commerciale.

Tuttavia, è bene ricordare che, a seconda delle ragioni dello sfitto, è possibile distinguere:

- un tasso di sfitto che si protrae da lungo tempo, che potrebbe rappresentare uno sfitto “cronico” o “strutturale” dell’immobile
- un tasso di sfitto che può considerarsi “strategico” e di medio-lungo termine, quando ha come obiettivo quello di consentire una revisione del layout o l’ampliamento della galleria
- un tasso di sfitto che può essere “congiunturale”, dovuto a una temporanea difficoltà economica del centro commerciale.

Da un punto di vista valutativo, è possibile classificare le unità sfitte in vari modi. L’approccio da utilizzare varia da centro a centro e va attentamente soppesato in base alla situazione specifica. Laddove non si tratti di uno sfitto cronico, è possibile attribuire, all’interno di un DCF, una data di locazione futura e un canone di mercato alle singole unità sfitte assumendo, pertanto, che ad un certa data le unità sfitte verranno messe a reddito. In alcuni casi specifici, è anche possibile differenziare i tassi tra le unità sfitte e occupate, così da soppesare con più precisione il rischio correlato.

Ricavi

Nella maggior parte dei casi, la struttura contrattuale impiegata all’interno dei centri commerciali prevede che l’inquilino corrisponda un **canone minimo garantito (CMG)**, ovvero l’ammontare annuo di canone fisso, indipendente dal fatturato del conduttore, e una componente di **canone variabile (o turnover rent)**, la quale varia in funzione del fatturato e delle performance del conduttore. Le due componenti di reddito sono, per loro natura, caratterizzate da un diverso grado di rischio e, pertanto, andranno trattate in maniera diversa ai fini valutativi.

Canone minimo garantito (CMG) (si veda definizione al paragrafo 2.2).

L’importo, rivalutato annualmente sulla base della variazione dell’indice ISTAT, costituisce un flusso di cassa relativamente sicuro per tutta la durata del contratto. Tuttavia, il canone minimo garantito può presentare un grado di rischio più o meno elevato a seconda dei seguenti elementi:

- il livello di affitto (CMG/m²), in rapporto al mercato di riferimento
- il tasso di sforzo (si veda di seguito la definizione)
- la tipologia contrattuale dell’affittuario e la sua solidità finanziaria
- il conto riscossioni e perdite
- le garanzie contrattuali a sostegno del canone
- la durata contrattuale e la presenza di eventuali clausole

di recesso nel contratto

l’ubicazione dell’unità all’interno del centro (se l’unità si trova in una posizione defilata o meno), il suo layout (se la conformazione dell’unità permette l’ottimizzazione degli spazi e una eventuale rifungibilità) e la sua dimensione.

Inoltre è importante sottolineare che, in coincidenza dei rinnovi contrattuali e in genere limitatamente ai centri *prime più* performanti, l’importo della componente fissa (CMG) viene di norma incrementato a fronte della sottoscrizione di un nuovo contratto. (La tendenza all’incremento del CMG al rinnovo contrattuale è tipicamente ciclica, in funzione del momento di rinnovo rispetto al quadro economico generale.)

In un modello DCF, al fine di proiettare il canone sui vari anni del flusso di cassa, vanno stimati i futuri tassi di inflazione. Gli indicatori da prendere a riferimento sono gli indicatori ufficiali pubblicati dall’ISTAT (indice FOI) e dalla Banca d’Italia. Per le previsioni future, si può ricorrere a fonti internazionali (OCSE, Banca Centrale Europea, FMI e Economic Forecast), oppure calcolare la media dell’inflazione sugli anni passati (media sui 5 o 10 anni precedenti).

Canoni scalettati

Si tratta dei cosiddetti “stepped-rent”, ovvero canoni progressivamente crescenti, su diversi anni, fino a raggiungere il canone a regime. L’affittuario paga un canone ridotto nei primi anni del contratto (in fase di start-up dell’attività), in modo da poter mantenere un rapporto CMG/fatturato sostenibile, nell’attesa che l’attività dell’affittuario si consolidi in termini di fatturato. Gli importi scalettati sono considerati come canone minimo garantito per la durata concordata.

Riduzioni straordinarie sul canone e free-rent

Come nel caso dei canoni scalettati, le riduzioni straordinarie vengono detratte dal CMG. Le riduzioni relative ai periodi di free-rent vengono considerate in deduzione del CMG lordo.

Canone a regime

Corrisponde al CMG atteso a scadenza delle scalette o dei periodi di free rent. Si tratta del livello massimo di canone atteso sulla base dei contratti di locazione in essere alla data di stima.

Canone variabile (o turnover rent)

Alcuni contratti di locazione possono includere il pagamento di un canone variabile, che offre al proprietario la possibilità di ricevere da ogni affittuario un canone supplementare equivalente a una percentuale calcolata sul suo fatturato, IVA esclusa. Questo canone variabile si applica solo se il fatturato annuale, moltiplicato per una data percentuale (concordata tra le parti e contrattualizzata), è superiore

al canone minimo garantito indicizzato. In questo caso, l'importo eccedente il CMG rappresenta il canone variabile. Nella durata di un DCF, va considerato che ogni incremento del CMG potrebbe tradursi in una riduzione o, in alcuni casi addirittura in un azzeramento, del turnover rent.

In particolare, il turnover rent, essendo legato al fatturato realizzato dal conduttore, presenta una rischiosità maggiore e potrebbe essere soggetto a grandi variazioni nel corso della durata del DCF. Potrebbe essere presa in considerazione l'ipotesi di applicare tassi più elevati rispetto a quelli utilizzati per la componente "fissa" del canone, al fine di considerare il maggior rischio intrinseco della voce di ricavo.

In alcuni casi, il contratto potrebbe prevedere esclusivamente il pagamento di un canone variabile, proporzionale al fatturato. Tale fattispecie presenta un elevato grado di rischio, poiché i ricavi dipendono completamente dalle performance dell'affittuario. In tal caso, nel DCF il valutatore può considerare un progressivo consolidamento di una parte del canone variabile.

Canone di mercato

Alla fine di ogni contratto di affitto, e una volta considerati periodi appropriati di rinegoziazione, si suppone che ogni contratto venga rinnovato al canone di mercato. Il canone di mercato è il valore al quale si ritiene che il bene preso in considerazione potrebbe essere affittato alla data di valutazione. La stima del canone di mercato tiene generalmente conto di fattori macroeconomici, come la tendenza del mercato, e di fattori più specifici quali: l'ubicazione del centro e dell'unità all'interno di esso, la dimensione dell'unità, la categoria merceologica, le performance dell'inquilino e l'analisi del coefficiente di sforzo.

Altri introiti

In linea di massima, un centro commerciale esistente è in grado di generare fonti di reddito aggiuntive rispetto ai singoli contratti relativi alla locazione delle unità della galleria. Tra le altre fonti di reddito più diffuse si ricordano le seguenti:

- locazioni temporanee in galleria (si veda definizione al paragrafo 2.2)
- locazione di antenne
- impianti fotovoltaici
- cartelloni pubblicitari
- locazione di aree esterne (stazioni di rifornimento, autolavaggi)
- gestione dei parcheggi da parte di società terze.

Trattandosi, come nel caso del turnover rent, di componenti di reddito caratterizzate da un'elevata volatilità e da una maggiore rischiosità, è necessario analizzare la loro durata contrattuale (spesso un anno o anche meno) e la loro ricorrenza, nonché l'andamento registrato negli ultimi 3/5

anni. Su questa base, nell'ambito di una valutazione è possibile stabilire se adottare un tasso più elevato rispetto a quanto utilizzato per la capitalizzazione del CMG.

Andamento del giro d'affari (trend su più anni)

Si raccomanda l'analisi del giro d'affari del centro su un minimo di 2 anni, considerandolo al netto dell'IVA su un perimetro costante (like for like). Questa analisi deve mettere in risalto il rendimento al mq del negozio, in quanto si tratta di un ottimo indicatore se rapportato ai benchmark di riferimento per tipologia di insegna, categoria merceologica, metratura del negozio, ecc. Il trend delle vendite va analizzato anche per ciascun inquilino, così come le ragioni che possono aver causato delle variazioni significative nei fatturati (settore in calo, congiuntura, cambio di insegna, incremento della concorrenza, difficoltà specifiche dell'operatore, ecc.).

Rapporto tra canone e vendite ed effort rate

Per completare l'analisi, è prassi analizzare l'effort rate (tasso o coefficiente di sforzo), che corrisponde al rapporto tra il CMG (in caso di canoni scalettati si prende in considerazione il canone a regime), a cui si sommano il canone variabile (turnover rent) e i *service charges*, e il giro d'affari annuale – al netto dell'IVA – realizzato dal singolo conduttore. Questo coefficiente varia a seconda della dimensione dell'unità e della categoria merceologica del conduttore.

La soglia di rischio, variabile e specifica per ciascun format distributivo/categoria merceologica, rappresenta il livello di canone massimo sostenibile da parte dell'affittuario, considerando il suo giro d'affari. Superata questa soglia, l'attività entra in sofferenza ed è a rischio di default.

Il rapporto tra canone e vendite viene calcolato considerando esclusivamente il CMG e il turnover rent rispetto al giro d'affari, mentre il coefficiente di sforzo viene calcolato sulla base del CMG, del turnover rent e dei *service charges* rispetto al giro d'affari. È utile, infatti, aggiungere al CMG i *service charges*, trattandosi di costi direttamente a carico dell'affittuario che possono gravare sul giro d'affari in maniera rilevante. L'analisi del coefficiente di sforzo è determinante per valutare il canone di mercato che verrà applicato alla scadenza del contratto in corso, al momento della valutazione.

Ultime transazioni locative

Può essere utile analizzare le ultime transazioni locative del centro valutato. Quest'analisi permette di capire quale rotazione hanno i conduttori, come evolve il CMG nel centro specifico e se è ancora possibile ottenere plusvalenza locativa o meno sulle unità del centro. Tale analisi rinforzerà le scelte operate in termini di stima del canone di mercato.

6 Costi

6.1 Costi non recuperabili

Il presente paragrafo tratta i costi non recuperabili di gestione ordinaria e i costi non recuperabili di gestione straordinaria gravanti sul bene immobile.

La gestione della tematica è demandata a strutture interne ovvero esterne alla proprietà/gestore, attraverso un'attività di asset management che copre la componente amministrativa e quella tecnica, dalle quali scaturiscono i costi.

Per "costi non recuperabili" si intendono tutti i costi a carico della proprietà, che si articolano come da seguente classificazione.

6.1.1 Gestione ordinaria

- IMU (Imposta Municipale Propria o Imposta Municipale Unica): imposta del sistema tributario italiano che si applica sulla componente immobiliare del patrimonio. L'IMU è un importo annuo con cadenza semestrale generalmente fornita dalla proprietà.
- TASI (Tassa sui Servizi Indivisibili), entrata in vigore nel 2014: l'importo è dovuto soltanto in parte dal proprietario, poiché una percentuale dell'imposta è a carico del conduttore.
- Assicurazione: a seconda della tipologia di proprietà/gestore, tale polizza può comprendere coperture assicurative aggiuntive rispetto a quelle standard (ad es. rimborso per mancati canoni nel periodo di ricostruzione immobile a causa di calamità naturale/incendio). Si tratta, come per l'IMU, di un importo annuo, generalmente fornito dalla proprietà.
- Spese di amministrazione e gestione (riscossione canoni): si esprime tipicamente come percentuale del canone minimo garantito (CMG) lordo annuo.
- Spese di amministrazione e gestione del canone variabile: si esprime come percentuale del canone variabile annuo percepibile.
- Spese di amministrazione e gestione del canone delle locazioni temporanee: si esprime tipicamente come percentuale dell'importo delle locazioni temporanee e/o con importi fissi.
- Imposta di registro: la legge n. 248 del 4 agosto 2006 prevede l'applicazione di un'imposta di registro dei contratti di locazione pari all'1% del canone annuale importo trattato in percentuale (0,5% a carico della proprietà) del CMG lordo. Si applica generalmente sui contratti di locazione, in quanto la maggioranza degli affitti d'azienda ribalta l'intero costo sull'affittuario.
- Accantonamento per crediti insoluti: tale perdita di ricavi rappresenta la perdita potenziale sul reddito legata ai crediti insoluti e ai contenziosi in atto. Si esprime come percentuale del CMG lordo annuo e viene in genere stimato dal valutatore in base alle informazioni ricevute sulla situazione debitoria degli inquilini.

- Spese comuni non recuperabili dalle unità sfitte: si tratta dell'ammontare a carico della proprietà quando un'unità è sfitta. Si calcola come costo per metro quadrato di superficie lorda affittabile per anno.
- Commissioni di agenzia (sui nuovi contratti di locazione/affitto d'azienda): si esprime come percentuale del canone di mercato.
- Commissioni di agenzia (sul rinnovo di contratti di locazione/affitto d'azienda in essere): si esprime come percentuale del canone di mercato.
- Commissioni di agenzia su locazioni temporanee.
- Mancato reddito (periodo di sfitto): importo assunto come mesi di mancato canone, considerando eventuali periodi a canone scontato.
- Accantonamento per manutenzione straordinaria: percentuale del CMG lordo annuo, ovvero recepimento di un piano di manutenzione straordinaria a 3/5 anni.
- Tasso di sfitto strutturale: contributo pensato per fronteggiare situazioni di sfitto croniche che possono derivare dall'assenza protratta di conduttori e/o da concessioni in uso gratuito, eventuali canoni scalettati alla scadenza dei contratti di locazione e periodi di sfitto futuri. Normalmente si esprime come una percentuale dei ricavi lordi totali derivanti dal canone, che variano in base al tasso di sfitto medio in un arco di tempo significativo.

6.1.2 Gestione straordinaria

- Spese in conto capitale (capex): si tratta degli investimenti sul centro commerciale a carico della proprietà, al fine di un miglioramento delle performance. Nel quadro delle valutazioni, tali spese vengono fornite dalla proprietà o dal gestore.
- In alcuni casi, in presenza di interventi strutturali programmati sul centro, l'asset management/l'azienda (qualora esterni alla proprietà) percepiscono una quota per l'attività di controllo/monitoraggio dei lavori (Dog Watching Fee), quale percentuale sui lavori di manutenzione straordinaria.

6.2 Spese comuni e costi recuperabili (service charges)

Sono da intendersi come tutte le spese di carattere ordinario e straordinario, come quelle relative al mantenimento della galleria e delle aree esterne, nonché le spese di amministrazione e gestione che sono solitamente recuperabili tramite l'addebito di una quota di spese comuni a ciascun inquilino, in genere stabilite sulla base di tabelle millesimali.

Per alcune ancora, come ad esempio quelle alimentari e/o di medie dimensioni (MSU), possono esistere accordi di "cap sulle spese" o "massimale delle spese comuni", dove la quota eccedente viene riassorbita dalla proprietà dell'asset.

7 Mercato

Nel quadro di un report valutativo su un centro commerciale, il contesto di mercato costituisce un fattore chiave, poiché identifica l'ambiente economico e politico che contraddistingue la situazione nazionale e internazionale a una certa data di valutazione. Il contesto di mercato mostra i principali indicatori di un Paese, offrendo in definitiva esempi comparabili di transazioni avvenute di recente (nel mercato degli investimenti e del lavoro), che possano supportare qualsiasi assunzione e stima necessaria ai fini della valutazione di un centro commerciale.

L'intelligibilità e il grado di sviluppo di un Paese sono direttamente proporzionali all'interpretabilità e alla funzionalità del contesto di mercato ai fini di determinare il valore di mercato di un immobile.

L'analisi del contesto di mercato deve trattare i seguenti aspetti chiave:

Prospettive economiche

- sul piano europeo e internazionale
- sul piano nazionale.

Prospettive politiche (stabilità, riforme attuate di recente, elezioni imminenti, ecc.), panoramica dell'economia di consumo (tratti essenziali dell'andamento commerciale)

- PIL
- prezzi al consumo
- disoccupazione
- fiducia dei consumatori
- vendita al dettaglio (alimentare o meno).

Mercato immobiliare specializzato nei centri commerciali

Prodotto:

- ammontare della GLA e crescita su base annua
- nuovi sviluppi e confronto con l'esercizio precedente
- confronto con altri Paesi europei in merito ai suddetti aspetti
- suddivisione per aree locali o macro-aree (Nord, Sud, Centro, Isole).

Attività commerciali e valori locativi di mercato:

- nuove aperture/attività commerciali nel mercato
- domanda commerciale per tipo di progetto (primario o secondario) e per regione

- valore locativo medio primario (per unità di medie dimensioni) e confronto con l'esercizio precedente
- incentivi locativi.

Mercato degli investimenti commerciali:

- volume degli investimenti commerciali su base annua e semestrale (a livello nazionale ed europeo)
- breve descrizione di transazioni recenti, con particolare riferimento a investimenti commerciali comparabili all'immobile analizzato (in termini di ubicazione, volume e tipo di contratto), possibilmente classificati secondo i parametri di riferimento previsti dalla consueta prassi di mercato, contemplando (in un mercato sviluppato e trasparente) i seguenti aspetti:
 - provenienza e caratterizzazione degli investitori
 - tendenze di investimento
 - rendimento (lordo e netto) del centro commerciale negli ultimi 5/10 anni.

Prospettive:

- previsioni sull'economia di consumo
- settore delle attività commerciali
- mercato degli investimenti (focus e trend tra gli investitori).



Fiducia negli standard professionali

RICS promuove e adotta i più elevati standard e le massime qualifiche professionali per lo sviluppo e la gestione di terreni, immobili, costruzioni e infrastrutture. Il nostro nome è sinonimo di implementazione coerente degli standard e affidabilità per i mercati che serviamo.

RICS esprime 118.000 professionisti accreditati e ogni persona o impresa registrata presso RICS è soggetta al nostro processo di controllo qualità. La loro esperienza spazia dalla valutazione alle pratiche per immobili commerciali, dalla finanza e dall'investimento immobiliare al project management, dalle attività di pianificazione e sviluppo ai computi metrici, al facility management.

Che si tratti di valutazioni ambientali o compravendite immobiliari, se sono coinvolti membri RICS, saranno sempre applicati gli stessi standard professionali ed etici.

Con circa il 70% della ricchezza mondiale legata a terreni e immobili, il nostro settore è essenziale per lo sviluppo economico e contribuisce a stimolare una crescita e investimenti stabili e sostenibili in tutto il mondo.

I nostri uffici sono dislocati nei principali centri politici e finanziari internazionali: ecco perché godiamo di un buon posizionamento per influenzare le decisioni politiche e integrare gli standard professionali. Operiamo a livello intergovernativo, applicando, a beneficio di tutti, standard internazionali che sostengono un mercato sicuro e dinamico nel settore immobiliare, dell'edilizia e delle infrastrutture.

Siamo orgogliosi della nostra reputazione e la difendiamo, affinché i clienti che si affidano a un professionista RICS possano contare su un servizio all'insegna dell'etica e della qualità.

Italia

9 Via Abricci
IT 20122 Milano
t +39 02 72 00 60 90
ricsitalia@rics.org
rics.org/italia

Svizzera

220 Haufen
CH 9426 Lutzenberg
t +41 71 888 6963
ricsswitzerland@rics.org
rics.org/switzerland

Europa

67 Rue Ducale
BE 1000 Bruxelles
t +32 2 733 10 19
ricseurope@rics.org
rics.org/europe

Regno Unito – RICS HQ

Parliament Square
SW1P 3AD London
t +44 (0)24 7686 8555
contactrics@rics.org
pressooffice@rics.org