

# Note sui valori di vendita forzata e cauzionale

Rubina Canesi\*

parole chiave: valore di vendita forzata, valore cauzionale, aste immobiliari

## Abstract

*Il quadro teorico dell'Estimo, accanto ai ben noti aspetti economici o tipi di valore che ne costituiscono uno dei fondamenti, definisce alcuni valori denominati speciali o non convenzionali, generalmente trascurati in letteratura. Fra questi vi sono il valore cauzionale e il valore di vendita forzata. Il primo è necessario supporto al sistema bancario per l'erogazione del credito, mentre il secondo rappresenta il valore della garanzia immobiliare nel particolarissimo mercato delle aste giudiziarie. Risulta evidente, già a prima vista, lo stretto nesso fra questi due tipi di valore.*

*Obiettivo del presente lavoro è quello di fornire un quadro teorico di sintesi sul concetto di valore di vendita forzata e di valore cauzionale. Il loro ruolo e la loro definizione diventano cruciali in un contesto italiano di costante aumento delle procedure esecutive iscritte relative al mercato immobiliare delle aste (15-18% annuo negli ultimi dieci anni). È infatti di sostanziale importanza, per il sistema bancario, poter definire con precisione il limite di finanziabilità di prestiti a sottostante garanzia immobiliare, la cui soglia tende a coincidere con la definizione di valore cauzionale. Un'errata o imprecisa definizione di*

*questo aspetto economico potrebbe infatti incidere negativamente sulla solidità dell'istituto erogante (in caso di sovrastima), oppure restringere l'accesso al credito all'investitore privato o commerciale (in caso di sottostima). Definire in modo coerente quindi il "vero-giusto" valore dell'immobile a garanzia (valore di vendita forzata), e raffrontarlo con il valore di mercato, è un punto essenziale che rafforza pertanto la credibilità della garanzia stessa.*

*A fronte di una necessità di chiarezza anche metodologica su tali aspetti (resa più urgente dall'attuale crisi del settore immobiliare che aumenta esponenzialmente i casi di sofferenza), vi è una sostanziale assenza di indicazioni riguardanti prassi e metodi nel circoscrivere la grandezza dei due tipi di valore sopra indicati.*

*Alla luce di tali considerazioni, il presente contributo si focalizza sui concetti di valore di vendita forzata e cauzionale in relazione all'attuale congiuntura economica nazionale e ai risvolti conseguenti agli aggiornamenti normativi introdotti dalla Riforma delle esecuzioni immobiliari attuata con la Legge 52/2006.*

## 1. INTRODUZIONE

Nella tradizione estimativa italiana trovano riscontro, accanto ai tradizionali aspetti economici che da sempre l'estimo classico affronta, due tipi di valori, il valore di vendita forzata (FV, Forced Value<sup>1</sup>) e il valore di vendita cauzionale (MLV, Mortgage Landing Value<sup>2</sup>). Essi godono di autonomia tassonomica ma spesso, sia nella pratica sia nella teoria, il confine che li separa è alquanto sottile e fuggevole.

<sup>1</sup> Traduzione inglese.

<sup>2</sup> Traduzione inglese.

In questo scritto si propone una rilettura critica di questi due concetti, in una duplice ottica: metterne in luce peculiarità, differenze, similitudini, e confrontarle con il panorama internazionale.

Il labile divario che intercorre tra queste due tipologie di valore è reso maggiormente sensibile, in primis, dalla difficoltà da parte della normativa, che regola il mercato delle aste immobiliari e quello del credito fondiario, nel recepire concretamente i principi base dell'estimo classico. Le basi della disciplina estimativa fondandosi, infatti, sul concetto di valore di stima nella sua più ampia interpretazione e variabilità, asseriscono che lo stesso bene nello stesso istante, possa avere diverse destinazioni economiche e

quindi essere valutato in misura differente. A diversi scopi di stima corrispondono differenti valori del bene da stimare. Per poter quindi cogliere le variazioni che il concetto di valore stesso può assumere, è necessario inquadrare il tema a partire da due mercati di riferimento, alquanto dissimili, ma confinanti: il mercato del credito fondiario e il mercato delle vendite forzate.

Va da subito sottolineata la rilevanza di tale tematica nel contingente momento storico. Negli ultimi dieci anni si è registrato, infatti, a livello nazionale un aumento notevole, pari circa al 15-18% annuo, delle procedure esecutive iscritte relative al mercato immobiliare delle aste. Tale impennata è causata in primo luogo dalla crisi economica che ha reso difficile, a molti soggetti, il reperimento delle risorse per il pagamento delle rate dei debiti contratti. La maggior parte dei casi corrisponde, infatti, ad azioni esecutive proposte dalle banche per tutelarsi da titolari di mutuo inadempienti. Le difficoltà creditizie in aumento sono confermate dalle indagini effettuate nell'ultimo periodo, dalle quali emerge una crescita di crediti bancari in sofferenza con un incremento medio circa pari al 13% annuo (Agenzia del Territorio, 2013). In tale quadro diventa di cruciale importanza per il sistema bancario poter definire con precisione il limite di finanziabilità di prestiti con sottostante garanzia immobiliare, soglia che tende a coincidere con la definizione di "valore cauzionale". Un'errata o imprecisa definizione di questo aspetto economico potrebbe infatti incidere negativamente sulla solidità dell'istituto erogante (in caso di sovrastima), oppure restringere l'accesso al credito all'investitore privato o commerciale (in caso di sottostima). Determinare quindi il "vero-giusto" valore dell'immobile a garanzia (valore di vendita forzata, FV) e raffrontarlo con il valore di mercato (MV, Market Value<sup>3</sup>) è un punto essenziale che permette di rafforzare la credibilità della garanzia.

Per quanto riguarda la situazione attuale del settore dei pignoramenti immobiliari, consultando l'ultima rilevazione disponibile, primo semestre 2014, si riscontra però un'inflessione negativa dei procedimenti registrati, andamento che non ci si aspetterebbe analizzando il trend crescente degli ultimi anni. Nello stesso periodo, però, il tasso di default dei mutui è salito dall'1,6% all'1,9%, segno che la discesa dei pignoramenti non è dovuta alla migliorata qualità del credito, ma ai tentativi delle banche di percorrere strade alternative. Il calo dell'accesso al credito è stato determinato sia da fattori di domanda sia di offerta. I primi sono legati soprattutto alla debolezza del mercato immobiliare e alla fase negativa del ciclo economico, caratterizzata dall'aumento del tasso di disoccupazione e dalla riduzione dei redditi delle famiglie. Nel contempo, le condizioni di offerta da parte degli intermediari hanno registrato un irrigidimento, connesso al peggioramento delle condizioni di accesso alle fonti di finanziamento e all'inaspri-

<sup>3</sup> Traduzione inglese.

mento dei vincoli di bilancio, oltre che al deterioramento della qualità dei prestiti. Questa tendenza rispecchia quanto avviene nel macro-settore del mercato immobiliare.

Di grande efficacia e impatto è l'analisi<sup>4</sup> della durata media delle procedure esecutive immobiliari in Europa e in Italia, prima dell'introduzione della nuova normativa<sup>5</sup>. Nel 2005, in Finlandia la durata media si aggirava attorno a 4 mesi e mezzo, in Germania 9 mesi, in Francia 17 mesi, in Portogallo 27 mesi e infine in Italia la media è di 90,18 mesi cioè 7 anni e mezzo. Tale divario evidenzia come, in Italia, la macchina esecutiva sia amministrativamente più lenta e come le caratteristiche stesse del mercato italiano delle aste siano profondamente differenti dal resto d'Europa, sia sotto il profilo di domanda-offerta sia sotto il profilo del canale stesso di vendita.

Per quanto riguarda la durata dei processi di esecuzione, già alla fine del 2006, a poco più di un anno dall'entrata in vigore della nuova legge, si è registrata una sensibile diminuzione della tempistica di aggiudicazione. È quanto emerge dall'incontro di studio sul tema organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura, nel corso del quale è stata presentata l'analisi dei dati relativi alle procedure esecutive immobiliari nei principali uffici giudiziari. In particolare, nei tribunali sedi di capoluogo di regione, o con circondario con popolazione superiore a 500mila abitanti (rispetto al 2001 quando la media degli uffici censiti toccava quota 67 mesi), il risultato raggiunto a fine 2006 è di 52 mesi. Nonostante questo miglioramento, la performance italiana rimane comunque molto lontana da quelle medie europee, pari a un anno circa. Bisogna in ogni modo sottolineare che a oggi risulta difficile effettuare una comparazione adeguata, rispetto al periodo ante riforma, a causa della complessiva situazione di stasi generale del mercato delle compravendite immobiliari in Italia. In questo momento storico di crisi, infatti, si è dilatata in modo diffuso la tempistica di vendita per ogni tipo di transazione immobiliare. La nuova normativa, introdotta dal 2006, ha cercato di fluidificare le tempistiche, ma tale intento non ha avuto però un riscontro così immediato ed evidente. Questa discrepanza è dovuta al fatto che la riforma sia stata emanata in un periodo di inasprimento della crisi economica globale, in particolar modo del settore immobiliare. Tale sovrapposizione temporale rende perciò difficile analizzare oggettivamente i miglioramenti attuati dalla riforma in un mercato di decrescita.

A fronte di una necessità di chiarezza metodologica sul concetto di valore di vendita forzata e di valore cauzionale, il quale ruolo diventa cruciale in un contesto italiano di

<sup>4</sup> Dati reperiti dal sito: [www.astegiudiziarieroma.it](http://www.astegiudiziarieroma.it).

<sup>5</sup> Importanti riforme in materia sono quelle introdotte da:

- Legge 14/5/2005, n. 80 (di conversione del D.L. 14/3/2005 n. 35);
- Legge 28/12/2005, n. 263 ("Interventi correttivi alle modifiche in materia processuale civile introdotte con il D.L. 35/2005, convertito con modificazioni dalla Legge 80/2005");
- Legge 24/2/2006, n. 52 ("Riforma delle esecuzioni mobiliari").

costante aumento delle procedure esecutive iscritte relative al mercato immobiliare delle aste, si deve sottolineare una sostanziale assenza di indicazioni di prassi e di metodo in grado di circoscrivere la misura di questi due tipi di valore.

Obiettivo del presente lavoro è quindi quello di fornire un quadro teorico di sintesi sul concetto di valore di vendita forzata (FV) e di valore cauzionale (MLV).

Alla luce di tali considerazioni il presente contributo si focalizza sui concetti di valore di vendita forzata e di valore cauzionale attraverso un'analisi sia della letteratura nazionale sia di quella internazionale, mettendone a confronto similitudini e differenze. Tale contributo cercherà infine di individuare ed evidenziare possibili correlazioni intercorrenti tra questi due tipi di valore.

## 2. IL VALORE DI VENDITA FORZATA E I PROCEDIMENTI DI STIMA

Definire in modo chiaro e univoco il concetto di valore di vendita forzata non risulta semplice e immediato, a causa del marginalismo riservato a codesto tema dalla letteratura di settore. In primo luogo, ci si domanda per quali ragioni tale tematica non abbia destato nel corso degli anni il dovuto interesse da parte dei grandi teorici dell'Estimo sia nazionali che internazionali. L'estrema settorialità di tale argomento potrebbe essere una delle possibili risposte, come anche la difficile collocazione di tale tipologia valore all'interno degli aspetti economici fondamentali<sup>6</sup> ricordati dalla letteratura specialistica nazionale. Famularo (1963) sosteneva che il valore di capitalizzazione non potesse rientrare negli aspetti economici di un bene, poiché non si differenziava dal più probabile valore di mercato. Questa stessa considerazione può essere riferita anche al concetto di valore di vendita forzata. Il valore di vendita forzata, effettivamente, può esser fatto rientrare nell'aspetto economico del più probabile valore di mercato in quanto anch'esso, con un'adeguata specificazione della peculiarità del mercato di appartenenza, non può assurgere, individualmente, ad aspetto economico autonomo. È necessario quindi, in questo caso, modificare la nozione di mercato, assimilata ormai dalla disciplina estimativa, che sottintende

<sup>6</sup> Gli aspetti economici individuati dal Medici (1962) sono, infatti, il più probabile valore di mercato, di produzione, di trasformazione, di surrogazione e complementare. Tra i diversi aspetti economici di un bene la letteratura estimativa italiana annovera talvolta anche il valore di capitalizzazione (si vedano ad esempio tra gli altri Grillenzoni e Grittani, 1994; Orefice, 1995). Il Michieli (1987) lo eleva ad aspetto economico specificando che deve esser considerato quale «valore autonomo per la ricerca di un conveniente investimento sulla base dell'accumulazione iniziale dei suoi redditi futuri», precisando però che «quando la capitalizzazione dei redditi di un immobile comporta la determinazione del relativo più probabile valore di mercato, questo aspetto economico perde la sua autonomia, per diventare un procedimento dell'aspetto economico del valore di mercato».

implicitamente il concetto di libera concorrenza. Già il Michieli (1987) aveva accennato a questa precisazione qualitativa scrivendo che «in sintesi e in linea generale, il più probabile valore di mercato di un bene si può definire come quel valore che con ogni probabilità si realizzerebbe su un determinato mercato e in quel dato momento», senza però puntualizzare né il tipo di mercato di riferimento né dandone specificazione temporale.

Viene quindi confermato come il valore di vendita forzata non costituisca un aspetto economico indipendente, in quanto esso si propone come specificazione di una condizione sotto la quale ha luogo la vendita e non come un distinto obiettivo da quantificare. Il Codice delle Valutazioni Immobiliari, già nel 2005, descrive congiuntamente il valore di liquidazione e di vendita forzata<sup>7</sup> definendoli come «la somma ricavabile dalla vendita di un bene, entro un intervallo più breve di quello definito dal valore di mercato» (AA.VV., 2005, p. 7). Già da questa enunciazione si può notare una leggera confusione che si è insinuata nella concezione comune, cioè l'errata interscambiabilità tra questi due tipi di valore<sup>8</sup>. A convalidare tale indeterminazione, nella definizione di FV, concorre la stessa normativa italiana. Il Codice di Procedura Civile, infatti, nel Libro III<sup>9</sup>, *Del Processo di Esecuzione*, non fa mai riferimento al concetto di valore di vendita forzata. Secondo l'art. 568, il Giudice può discrezionalmente nominare un ausiliario esperto valutatore che delinei il profilo estimativo del bene oggetto di pignoramento. Secondo la norma è però il giudice stesso a determinare infine il valore del bene immobile e quindi il prezzo a base d'asta, in base alle indicazioni del perito e agli elementi da lui fornitigli<sup>10</sup>. Si deve evidenziare che il Codice italiano non propone alcuna indicazione su quale tipo di valore l'esperto debba adottare per poi esprimere il suo giudizio di stima. Nella prassi si riscontra che il valore stimato dall'ausiliario nominato dal tribunale è quel-

<sup>7</sup> Si trova, infatti, riportata la dicitura: «...il valore di liquidazione o di vendita forzata...» (AA.VV., 2005, p. 7).

<sup>8</sup> Il valore di liquidazione descrive una situazione nella quale un gruppo di asset, utilizzati congiuntamente in una attività, siano offerti in vendita separatamente, usualmente a seguito della cessazione di attività. Sebbene spesso associato al termine Vendita Forzata, questi due termini hanno significato distinto. Non vi è infatti motivo perché degli asset non possano essere liquidati attraverso una vendita ordinaria che segua una appropriata commercializzazione.

<sup>9</sup> Capo IV «Dell'espropriazione Immobiliare», articoli dal 555 al 601 del C.P.C., testo aggiornato alla Legge 24/12/2012, n. 3 in vigore dall'1 gennaio 2013.

<sup>10</sup> Articolo 568, Determinazione del valore dell'immobile: «Agli effetti dell'espropriazione il valore dell'immobile si determina a norma dell'art. 15 primo comma. Per il diritto del direttario, il valore, agli effetti indicati, si determina in base agli otto decimi di quello calcolato a norma dell'art. 13 ultimo comma. Se il bene non è soggetto a tributo diretto verso lo Stato o se per qualsiasi ragione il giudice ritiene che il valore determinato a norma delle disposizioni precedenti sia manifestamente inadeguato, il valore è determinato dal giudice stesso sulla base degli elementi forniti dalle parti e di quelli che gli può fornire un esperto da lui nominato».

lo di libero mercato. A tal proposito il Tribunale di Treviso ha redatto, nel giugno 2013, delle *Linee Guida per le procedure di Esecuzione Immobiliare* che sottolineano come ad oggi in Italia non esista uno standard unico nella determinazione del valore di vendita forzata. Il Tribunale di Treviso (2013) propone, per ovviare a tale lacuna normativa, la possibilità da parte del valutatore esperto di indicare in perizia entrambi i valori cioè il MV e il FV, in ragione della *ratio aestimationis* della valutazione.

Concorde con la necessità di differenziare i due tipi di valori che concorrono in un processo di esecuzione immobiliare, il Tribunale di Treviso riprende le Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia, proposte dall'ABI (2011). Tali indicazioni fanno attenzione nella distinzione dei principali valori, diversi dal valore di mercato, che possono essere richiesti al perito. Tali valori vengono, infatti, classificati nelle Linee Guida in valore cauzionale, valore assicurabile, valore di mercato futuro e infine valore di vendita forzata.

Anche a livello internazionale, nelle esposizioni creditizie, l'interscambiabilità di questi due tipi di valori sembra ormai superata. L'*International Valuations Standards* (IVSC, 2013) e l'*European Valuations Standards* (EVS, 2012) oltre al valore di mercato, indicano infatti una serie di altri valori<sup>11</sup>, tra i quali annoverano anche il valore di vendita forzata.

Sia in letteratura, sia a livello normativo, per definire il FV si trovano la comparazione e il riferimento costante al concetto di valore di mercato. È quindi doveroso fare una breve specificazione, già in parte precedentemente affrontata, riguardante il valore di mercato. L'IVSC (2013), dopo aver definito il Market Value, ne esplica la definizione analizzando i significati intrinseci. Specifica, infatti, a tal riguardo, che i soggetti interessati al libero scambio debbano essere incentivati, motivati e liberi da costrizioni. Più dettagliatamente, analizzando il concetto di *willing seller*, l'IVSC ne delinea il profilo, specificando che il venditore non può essere costretto da restrizioni temporali né deve essere indotto ad accettare prezzi inferiori alla sua curva di offerta. Sottolinea, inoltre, come tale venditore debba essere libero di contrattare nel libero mercato dopo un'adeguata strategia di marketing<sup>12</sup>. Tale specificazione chiarisce quindi la necessità, affinché si possa parlare di valore di

<sup>11</sup> Valore di uso (*value in use*), valore di investimento (*investment value*), valore speciale (*special value*), valore di fusione (*marriage value*), valore cauzionale (*mortgage lending value*), valore di realizzo (*salvage value*), valore di liquidazione (*liquidation value*), valore di vendita forzata (*forced value*), valore assicurabile (*insurable value*) e valore accertato o imponibile (*assessed o taxable value*).

<sup>12</sup> «[...] is neither an over-eager nor a forced seller, prepared to sell at any price, nor one prepared to hold out for a price not considered reasonable in the current market. The willing seller is motivated to sell the property at market terms for the best price attainable in the (open) market after proper marketing, whatever that price may be. The factual circumstances of the actual property owner are not a part of this consideration because the 'willing seller' is a hypothetical owner» (IVSC, 2013).

mercato, di un'adeguata commercializzazione sia metodologica sia temporale. Queste ulteriori puntualizzazioni individuano le differenze che disgiungono l'appena decritto valore di mercato dal valore di vendita forzata che, infatti, si presenta in antitesi rispetto a tali determinazioni.

Come nella letteratura nazionale, anche per l'estimo internazionale tale valore non può assurgere a valore autonomo indipendente, ma riflette solo la condizione diversa del mercato di riferimento. L'EVS scrive, infatti, che il FV è una specificazione del cosiddetto valore di mercato che sottostà a particolari condizioni di restrizione temporali di commerciabilità<sup>13</sup>.

Mitchell *et al.*, (2009) confrontano le condizioni di vendita forzata con quelle di libero mercato cercando di quantificare il rapporto. Le principali differenze che essi riscontrano sono in parte già state espone nel presente lavoro: la non adeguata tempistica e metodologia di commercializzazione congiunta all'assenza di libera volontà da parte dei contraenti. Essi affiancano inoltre il concetto di valore di vendita forzata a quello di *sconto*, rispetto al *market value*, non arrivando però ad una sua reale quantificazione.

Un quarto di secolo prima, LoPucki (1982) aveva sollevato il problema del significato del concetto di "adeguata commercializzazione" e della soggettività che tale aggettivo potesse assumere a seconda della motivazione dei soggetti coinvolti e che la condizione di sufficienza, a livello normativo, non sarebbe stata tale in un mercato di libera concorrenza<sup>14</sup>.

A livello internazionale, anche l'EVS definisce il valore di vendita forzata, inserendolo nel Capitolo "*Commentary*" al valore di mercato, introducendo alcuni concetti non presenti nella definizione dell'IVSC e di Mitchell *et al.*, (2009). Suggestisce, oltre alle caratteristiche e ai vincoli già enumerati precedentemente, la presenza di una possibile influenza sui potenziali offerenti (che conoscono la situazione di costrizione della vendita) che potrebbe indurli a formulare offerte più moderate e contenute rispetto a una situazione di libero mercato. Tale strategia si potrebbe definire un comportamento speculativo e lucrativo. Dopo aver specificato tali vincoli, l'EVS suggerisce una linea guida metodologica in cui consiglia al valutatore di approssimare la stima ponendosi come scopo il valore di mercato secondo specifiche assunzioni ed ipotesi, da specificare caso per caso. Tali vincoli, che riguardano il tempo di commercia-

<sup>13</sup> «[...] forced sale value is an example of a market value on a special assumption as to the period for marketing» (EVS, 2012, p. 30).

<sup>14</sup> «The advertising is [...] done in a very perfunctory manner, usually in the legal notices column of a newspaper. The manner of advertising is calculated not to attract bidders but to satisfy formal requirements. Property to be sold at execution sale need only be described with reasonable certainty, so as to enable prospective purchasers in the exercise of ordinary diligence, to identify it. Thus, descriptions which fail to give the typical reader sufficient information to know whether he is interested in the property are nevertheless legally sufficient» (LoPucki, 1982).

lizzazione e le condizioni del venditore, porteranno a stimare un valore differente rispetto al MV, un valore che non basa le sue assunzioni su un venditore "volontario" ma su un venditore "reale", condizionato dalle restrizioni reali del mercato in cui opera<sup>15</sup>.

Vengono così introdotti il concetto di comportamenti strategici da parte degli attori in gioco e la necessità, da parte dello stimatore, di conoscere le specificità del mercato, riguardanti le tempistiche e i vincoli del "gioco". Più in generale diventa, quindi, rilevante la necessità da parte del valutatore di descrivere dettagliatamente le ipotesi di partenza.

Nella letteratura nazionale e internazionale si riscontrano dei tentativi di quantificazione del valore di vendita forzata sia come valore autonomo sia in dipendenza al MV.

L'ABI (2011) cerca di individuare un approccio valutativo per lo stimatore che valuta un immobile in vendita forzata. Nonostante l'intento iniziale non riesce però a definire un procedimento estimativo o almeno un approccio metodologico di indagine chiaro ed efficace. L'ABI dichiara subito che il FV è atteso essere minore del prezzo di mercato e che non può essere calcolato con una semplice decurtazione percentuale del valore di mercato. Cerca poi di dare alcune direttive asserendo che esso deve fare riferimento a specifiche assunzioni, in quanto «non è realistico che il perito determini il valore senza conoscere la ragione delle limitazioni esistenti» (ABI, 2011, p. 65). Sempre nelle stesse linee guida, l'ABI precisa inoltre che tali assunzioni possono riguardare l'applicazione di un criterio convenzionale basato sulla simulazione del processo di formazione del prezzo riferito alle caratteristiche immobiliari. Dopo queste poche e vaghe indicazioni però non approfondisce il tema, né indagando i possibili approcci alla materia né circoscrivendo il campo di applicazione reale. Anche il Tribunale di Treviso (2013) propone vaghe indicazioni sulla determinazione del FV, suggerendone la computazione in termini di decurtazione percentuale rispetto al MV. Le linee guida del Tribunale indicano come probabile sconto da effettuarsi sul valore di mercato una percentuale compresa tra il 15% e il 30%. Le stesse linee guida esortano l'esperto stimatore ad esplicitare il FV, da ottenersi mediante opportune detrazioni al valore di mercato dello stesso. Tale sconto è da implicare e da determinarsi in relazione alla difficoltà di visionare l'immobile; al pagamento dell'imposta per il trasferimento del bene determinata sul prezzo di aggiudicazione<sup>16</sup>; all'indisponibilità provvisoria di utilizzo del bene dall'aggiudicazione all'effettiva entrata in possesso dell'immobile e la sua conseguente svalutazione; all'assenza di garanzia per i vizi sul bene ed infine alla carenza di manutenzione e al cattivo utilizzo dalla data di visita e valutazione preliminare all'acquisto.

<sup>15</sup> «[...] the result will not be a Market Value as it is not based on a hypothetical willing seller but a real seller under actual constraint» (EVS, 2012).

<sup>16</sup> Non determinata sulla rendita rivalutata.

Anche nella letteratura internazionale si trovano tentativi di quantificazione del FV; Mitchell *et al.*, (2009) scrivono, a tal proposito, che la vendita all'asta ottiene prezzi significativamente al di sotto di quelli di mercato e che ciò è ormai accettato e interiorizzato dalla giurisprudenza statunitense<sup>17</sup>.

Nonostante la buona norma di letteratura, appena analizzata, che giustappone la definizione di FV a quella di MV, né a livello nazionale né a livello internazionale si è arrivati a definire in modo chiaro e univoco metodologie di indagine e di stima del valore di vendita forzata.

### 3. IL VALORE CAUZIONALE E I PROCEDIMENTI DI STIMA

Come anticipato nell'introduzione, di primaria importanza risulta essere il tema delle garanzie a sottostante in questo momento storico in cui la crisi, iniziata nel 2007, non prospetta a finire. Essendo salito il tasso di default dei mutui ed essendo contemporaneamente irrigiditesi le condizioni di accesso alle fonti di finanziamento, si può facilmente intuire la rilevanza della credibilità delle garanzie offerte a sottostante. È evidente l'attuale importanza della determinazione di tale valore a garanzia, poiché ad essa è strettamente connessa la sostanza stessa dell'operazione finanziaria principale e anche la correttezza stessa della procedura. Se il valore cauzionale della garanzia riuscisse a interpretare al meglio il "vero" valore che essa assumerebbe in caso di default, gli istituti di credito non avrebbero bisogno di garanzie aggiuntive e non sarebbero in parte così cauti e restii a concedere prestiti ipotecari.

A livello nazionale, nel 1929, compare per la prima volta nella legislazione italiana il termine valore cauzionale con il Decreto Regio del 23 Gennaio. L'articolo 19<sup>18</sup> citava infatti: «[...] Quando il mutuo è garantito da ipoteca sul fondo non può eccedere il 60% della somma corrispondente al valore cauzionale del fondo prima dei miglioramenti, aumentato del valore dei miglioramenti, a giudizio dell'istituto mutuante...».

Successivamente, nell'estimo classico, con il Medici (1962) e il Famularo (1963) ricompare il concetto di stima cauzionale. Essi infatti affermano che:

«Le stime cauzionali sono quelle intese a valutare beni offerti in garanzia dell'adempimento di determinate obbligazioni. Tipica è

<sup>17</sup> «[...] in many areas of the law it is well accepted that an asset sold at a forced sale will likely sell for a price significantly below the asset's fair market value» (Mitchell *et al.*, 2009, p.595).

<sup>18</sup> Il termine valore cauzionale si ritrova anche in alcuni articoli successivi. Art. 20: «[...] I mutui per acquisto di terreni a scopo di miglioramento non possono eccedere i tre quarti del valore cauzionale dei terreni da acquistare [...]». Art. 22: «I mutui per costruzione [...] Il mutuo non può, in nessun caso, eccedere il costo della costruzione o del riattamento, né superare i tre quarti della somma complessiva risultante dal detto costo aumentato del valore di stima cauzionale del terreno su cui sorge la costruzione, o che è a questa particolarmente annesso».

quella richiesta per la stipulazione dei contratti per mutui fondiari. In questo caso si tratta di valutare i beni fondiari offerti in garanzia con l'istituto dell'ipoteca, per la concessione di prestiti [...]».

Il Medici (1962) specifica, sempre a riguardo delle stime del valore cauzionale, che il Testo Unico<sup>19</sup> non precisa il tipo di valore da determinarsi (in percentuale del quale concedere il prestito) né quali norme si debbano adottare per la sua concreta valutazione. Fa un'ulteriore riflessione, affermando che

«[...] quando si dice valore, senza alcuna altra specificazione, di solito si intende quello di mercato e che in caso di insolvenza del debitore è in sostanza a questo che bisogna ricorrere per dare concretezza alla garanzia, può concludersi che in questo caso valore significhi valore venale e, con maggiore proprietà, il più probabile valore di mercato del bene fondiario oggetto di stima».

Ci si domanda quindi quale possa essere la giusta collocazione del concetto di valore cauzionale. Famularo (1963) dedica a questa questione un intero capitolo del suo testo convalidando la legittima e doverosa prudenza adottata dagli istituti di credito che tengono conto di valori minimi assumibili, detti valori cauzionali. La necessità di determinare il valore cauzionale ha portato i trattatisti italiani dell'estimo a consigliare stime in cui si tenga conto del criterio dell'attualità invece che dell'ordinarietà, se il primo desse luogo a benefici minori del secondo, e di tener conto di quest'ultimo solo nel caso contrario (Famularo, 1963).

Il Michieli (1987) approfondisce tale tematica inoltrandosi anche nel campo della metodologia estimativa. Egli individua nella stima cauzionale il momento più rilevante nella procedura di concessione di un mutuo, puntualizzando che l'immobile deve essere valutato esclusivamente in base al reddito ritraibile dal canone di affitto ritenuto sicuro e continuativo per quel tipo di immobile sito in quel determinato ambiente. Egli continua specificando che:

«l'immobile non viene normalmente mai valutato in base al costo, neanche se di nuova costruzione, né in relazione ad un recente valore di compravendita».

Il valore cauzionale si determinava solo tramite capitalizzazione dei redditi<sup>20</sup>, dove il saggio<sup>21</sup> veniva ovviamente scelto in dipendenza della sicurezza, della durata e del tipo di investimento. Tale saggio variava quindi in base alle caratteristiche dell'immobile su cui doveva essere accesa l'ipoteca. La scelta del criterio di capitalizzazione dei redditi trovava coonestamento nella necessità da parte dell'istituto mutuante di cedere in affitto il cespite in caso di eventuale accollo dell'immobile per mancata vendita all'asta<sup>22</sup>. Michieli (1987) prosegue poi cercando di fornire una quantificazione approssimativa del valore cauzionale, a causa delle difficoltà nella determinazione di redditi sicuri e saggi opportuni, e vi affianca per la prima volta il concetto di valore di mercato. Egli, infatti, tenta di determinarlo in relazione al più probabile valore prudenziale di mercato. Afferma che la stima cauzionale, tenuti presenti gli elementi prudenziali relativi al canone d'affitto, porta in definitiva a una valutazione dell'immobile che si aggira di solito attorno alla metà del valore che si può realizzare in una libera contrattazione di compravendita. Egli in seguito specifica:

«Si rivela per altro che attualmente, non esistendo più, nella maggior parte dei casi, un rapporto proporzionale fra il reddito e il valore, tecnici degli Istituti mutuanti calcolano di solito il valore cauzionale per via comparativa e in base a realistici parametri, sulla base del più probabile valore prudenziale di mercato. In caso di beni affittati, tale valore viene normalmente ridotto del 20%-30% per i fondi rustici e del 10%-20% per gli immobili urbani».

Grillenzoni (2009) più recentemente ci ricorda cosa affermava il Selleri in uno scritto del 1967. Egli, infatti, sosteneva come all'istituto di credito non interessasse tanto conoscere il valore di mercato attuale dell'immobile, bensì il prezzo minimo ritraibile da esso in un momento qualsiasi della durata del mutuo. Soltanto conoscendo tale valore

<sup>19</sup> All'epoca vi era ancora una distinzione tra credito immobiliare e credito fondiario. L'esercizio del credito fondiario era regolato, in Italia, dal T.U., approvato con R.D. 1905/646, e dal relativo regolamento approvato con R.D. il 5 Maggio 1910, n. 472. Vi era quindi una distinzione anche tra mutuo fondiario e mutuo edilizio. Il mutuo fondiario consisteva in operazioni di finanziamento diretti all'acquisto di una proprietà immobiliare già esistente (fabbricati ultimati) e produttiva di reddito, mentre il mutuo edilizio consisteva in un'operazione di finanziamento diretta all'acquisto di una proprietà immobiliare e alla realizzazione di opere di edilizia abitativa non di lusso. Entrambi i casi erano garantiti da ipoteca. Attualmente, con la regolamentazione data dal Testo unico bancario, in termini giuridici, non esiste alcuna differenza tra mutuo fondiario e mutuo edilizio, in quanto entrambi sono regolati dalla stessa disciplina sul credito fondiario. Allora, il mutuo fondiario era un mutuo immobiliare con particolari caratteristiche di durata, superiore a 18 mesi, e il rapporto tra somma mutuata e valore della garanzia non poteva superare l'80% del valore stimato della garanzia (un tempo pari invece al 50%). Attualmente Banca d'Italia ha stabilito il massimo importo concedibile in relazione, indistintamente, al valore o al costo di costruzione o ristrutturazione del fabbricato, pari all'80% con possibilità di elevarlo al 100% con garanzia supplementare rappresentata da fidejussione bancaria.

<sup>20</sup> «Il reddito che va, comunque, per differenza tra il canone d'affitto e l'ammontare delle spese gravanti la proprietà, capitalizzato ad un saggio di interesse che non può essere di norma inferiore al 5%. Tale saggio, infatti, varia generalmente dal 5 al 7 % per i negozi, botteghe, uffici ecc.; si aggira intorno al 7% per alberghi, ristoranti, caffè, cinema e immobili a destinazione industriale commerciale in genere; rimane, invece, pressoché costante sul 5% per fondi rustici e fabbricati di civile abitazione; solo per i fabbricati civili di tipo popolare e economico il saggio di capitalizzazione può anche essere discrezionalmente superiore al 5%» (Michieli, 1987, p. 639).

<sup>21</sup> Famularo (1963) specifica come tale saggio non sia quello di mercato, quanto piuttosto un tasso fissato a priori o stabilito con riferimento a considerazioni cui è estranea la natura dei beni.

<sup>22</sup> Il Michieli scrive: «L'immobile viene venduto all'asta nel caso di inadempimento da parte del mutuatario e qualora rimanga invenduto, l'immobile viene accollato all'istituto mutuante. In caso di vendita al mutuatario verrà restituita l'eventuale differenza tra il valore di realizzo diminuito delle spese relative, e il debito residuo del mutuatario stesso» (Michieli, 1987).

l'istituto infatti era certo di non dover subire alcuna perdita e di poter, in ogni evenienza, rientrare delle proprie esposizioni. Egli però, nello stesso scritto, non aveva quantificato il valore cauzionale come valore a sé stante, ma lo aveva, invece, esplicitato solamente come percentuale rispetto al valore commerciale del fondo, nella misura del 75%. Anch'egli aveva quindi affiancato al concetto di valore cauzionale quello di mercato. Sempre Grillenzoni scrive in aggiunta che ragioni di prudenza hanno suggerito agli istituti di credito di adottare a scopo cautelativo diversi artifici volti a deprimere sia gli elementi di reddito, sia il valor capitale, per *"tener conto dei valori minimi che possono venire assunti, nel periodo di durata del mutuo"* dalle citate grandezze (Medici, 1962)<sup>23</sup>.

L'accostamento del valore di vendita cauzionale al valore di mercato è rafforzato dalle stesse linee guida dell'ABI (2011), dove si afferma che

«esistono notevoli differenze tra il valore di mercato e il MLV: [...] lo scopo del MLV è fornire un valore sostenibile a lungo termine, che consideri l'adeguatezza di un immobile a essere usato come garanzia per un prestito ipotecario, indipendentemente dalle future fluttuazioni del mercato e su una base più stabile. Il MLV indica un importo di solito inferiore al valore di mercato e quindi in grado di assorbire le fluttuazioni a breve termine, allo stesso tempo rispecchiandone con precisione il trend a lungo termine di fondo».

Anche in questa frase si può notare l'indeterminatezza della quantificazione di tale rapporto.

Il concetto di valore cauzionale è presente in una direttiva CE<sup>24</sup> del 98 che definisce le linee guida alle quali aderiranno poi gli *standards* internazionali<sup>25</sup>. Tale Direttiva si basa sulle proposte dell'*European Mortgage Federation* avanzate da un gruppo europeo di ricercatori<sup>26</sup> nel 1999 con l'intento di approfondire il concetto di MLV e di integrare differenti definizioni già esistenti in letteratura. Nonostante questo tentativo, anche la Direttiva Europea non riesce a delineare e a chiarire fino in fondo il concetto di valore cauzionale<sup>27</sup> (Bieneret e Brunauer, 2007). Viene data, quin-

di, la definizione a livello europeo del valore del sottostante del credito ipotecario descrivendolo come valore dell'immobile determinato da un perito in base ad un prudente apprezzamento della futura negoziabilità dell'immobile stesso, tenendo conto degli aspetti durevoli a lungo termine<sup>28</sup> dell'immobile, delle condizioni normali e locali del mercato, dell'uso corrente dell'immobile e dei suoi appropriati usi alternativi. Nella stima del valore del credito ipotecario non possono intervenire considerazioni di carattere speculativo. Il valore del credito ipotecario deve essere documentato in modo chiaro e trasparente<sup>29</sup> (Stöcker, 2005; RICS, 2003). A questa definizione si ispirano tutte le linee guida europee che classificano in maniera autonoma, nei testi di valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie, il concetto di MLV rispetto al MV, all'interno dei "valori diversi dal valore di mercato", riproponendo integralmente proprio la definizione della direttiva CE. In merito a ciò sottolineano come la definizione di valore cauzionale introduca una nozione che può essere descritta come attenuazione delle tendenze del mercato, dei canoni e dei tassi di capitalizzazione. Specificano inoltre che, per evitare dubbi sull'applicazione del valore cauzionale, esso non può essere calcolato con una semplice decurtazione percentuale dal valore di mercato e che le assunzioni, utilizzate per la stima del valore cauzionale, devono derivare dalla conoscenza approfondita dell'andamento storico del mercato immobiliare e da un esame critico delle condizioni attuali e delle tendenze del profilo del rischio. Anche nella letteratura internazionale il MLV afferma quindi la sua indipendenza rispetto al valore di mercato, facendo però anche qui difficoltà, come nella letteratura nazionale, a ritagliarsi un'individualità valutativa e metodologica slegata da quella del market value (Gondring e Lorenz, 2005). L'*European Mortgage Federation*<sup>30</sup> precisa che il MLV è utilizzato per fornire un limite al valore sostenibile a lungo termine, come guida alle scelte decisionali interne alle banche in merito alla concessione dei crediti<sup>31</sup> e per valutare se un immobile ipotecato offre una garanzia collaterale sufficiente a coprire un prestito di lungo periodo. Poiché il valore cauzionale ha lo scopo di stimare il valore di un immobile in un lasso di tempo prolungato, non può essere confrontato con altri approcci di valu-

<sup>23</sup> Così prosegue il Medici: «Le minuziose prescrizioni contenute nelle istruzioni per le stime, adottate dai nostri maggiori istituti, per determinare il cosiddetto valore cauzionale sono ispirate da quella preoccupazione. Se si aggiungono le cautele dei periti circa l'efficacia e la sufficienza della garanzia, che, di regola, viene fatta funzionare in condizioni di vendita coattiva, ci si rende conto della esiguità dei mutui concessi di fronte al valore di mercato attuale dei beni offerti in garanzia».

<sup>24</sup> Legislazione europea - Direttiva 98/32/CE del Parlamento Europeo, art. 1, e del Consiglio Europeo in data 22 giugno 1998.

<sup>25</sup> Il "White Book" dell'IVSC (International Valuation Standard Council), il "Blue Book" dell'EVS (European Valuation Standards) e l'Appraisal and Valuation Manual noto come "Red Book" della RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors).

<sup>26</sup> TEGoVA, The European Group of Valuers' Associations.

<sup>27</sup> «[...] did not really lead to more understanding of the value concept on an international, or at least European, level [...]» (Bieneret e Brunauer, 2007, p. 551).

<sup>28</sup> La validità a lungo termine richiede la conformità a un certo numero di procedimenti mirati a eliminare la volatilità a breve termine o le tendenze temporanee del mercato.

<sup>29</sup> Anche la Sezione 31 del BelWertV, ordinanza supplementare, rispetto alla Pfandbriefgesetz (Legge tedesca sui covered bonds e sui MLV), sulla valutazione dei prestiti ipotecari, definisce il valore cauzionale come: «[...] the value of a property which can according to experience probably be achieved on the occasion of the sale, independently of temporary, e.g. cyclical, fluctuations of value; on the applicable real estate market; and by eliminating speculative factors during the complete mortgage period [...]» (Verbandes deutscher Hypothekenbanken, VDH 1996).

<sup>30</sup> RICS (2003), Standard di Valutazione, VI Edizione, Appendice 4.3.

<sup>31</sup> A titolo esemplificativo: loan to value, struttura di finanziamento, durata dei prestiti.

tazione utilizzati per determinare il valore di mercato a una data prefissata<sup>32</sup>.

L'affiancamento del termine "valore cauzionale" alla dicitura "valore di mercato" si ritrova (come avevamo sottolineato anche per l'ABI) nell'IVSC dove sia il MLV che il Forced Sale Value vengono classificati come Non-Market-Value, tale affermazione rafforza quanto detto in precedenza dagli Standards Europei.

Come per il valore di vendita forzata, sia in letteratura nazionale sia in quella internazionale, si riscontrano tentativi di quantificazione del valore cauzionale sia come valore autonomo sia in dipendenza al MV.

Per quanto riguarda i possibili procedimenti di stima utilizzabili per la determinazione del MLV, l'ABI chiarisce che tutti i metodi di valutazione riconosciuti a livello internazionale si possono applicare anche al valore cauzionale, secondo la tipologia dell'immobile e le specificità del mercato in cui si trova (andamenti storici, aspetti legali, ecc.). Questi procedimenti sono il metodo della comparazione, quello del reddito e il metodo del costo di ricostruzione deprezzato. Accingendosi alla valutazione di tale tipo di valore, il valutatore deve prendere in considerazione alcuni elementi chiave quali la futura commerciabilità e vendibilità dell'immobile<sup>33</sup>. Egli deve quindi prendere in considerazione gli aspetti sostenibili a lungo termine dell'immobile, come la validità dell'ubicazione, la qualità della costruzione e il contesto circostante. Lo stimatore deve inoltre calcolare il reddito da locazione in base alle tendenze passate e presenti, a lungo termine, del mercato. L'applicazione dei tassi di capitalizzazione deve inoltre anch'essa basarsi su trend a lungo termine del mercato ed escludere le aspettative a breve termine riguardo al ritorno sul capitale investito. Il valutatore deve, in aggiunta, applicare le percentuali minime per i costi di amministrazione nella capitalizzazione dei canoni di locazione. Infine il MLV, fondandosi sull'uso corrente dell'immobile, deve essere calcolato sulla base di un migliore uso alternativo solo in determinate circostanze, cioè se esiste l'intenzione comprovata e legalmente realizzabile di rinnovare l'immobile o di adibirlo a altro impiego.

Nonostante queste specificazioni, si può notare quanto vaghe rimangano le indicazioni riguardo ai criteri da adottarsi per la valutazione. Le affermazioni "non può essere calcolato da una semplice decurtazione percentuale del

valore di mercato" e "applicazione di appropriati fattori correttivi" non indicano in alcun modo né come giungere in modo coerente e normato al valore cauzionale né quali siano gli obiettivi finali da perseguire né, tanto meno, introducono una possibile quantificazione dello stesso.

Sia in letteratura nazionale, appena delineata, sia in quella internazionale, nonostante una ricerca attenta nella quantificazione del rapporto intercorrente tra MLV e il valore di mercato, non ci si addentra nell'identificazione concreta dell'uno rispetto all'altro né in termini di dipendenza né attraverso valutazioni completamente autonome, per questo motivo le metodologie di determinazione rimangono ad oggi poco chiare<sup>34</sup> (Bieneret e Brunauer 2007). Gli stessi autori individuano nel MLV la proiezione della retta ideale sotto cui non deve mai scendere la previsione futura del MV<sup>35</sup>. Essi inoltre introducono il concetto "long term"<sup>36</sup>, nel quale risiede una delle differenze più spiccate e facilmente quantificabili fra questi due tipi di valore, da affiancare inderogabilmente al concetto di MLV. Secondo l'interpretazione del concetto di "long term", il valore cauzionale deve quindi confermare la sua stabilità e non variabilità lungo l'asse temporale della durata di concessione del finanziamento<sup>37</sup>. Tale concetto era stato precedentemente introdotto in letteratura da Low et al. (2003) e Milleker (2005). Proprio per questo motivo il MLV, rappresentato con una funzione lineare che mantiene il valore stimato costante nel tempo, risulta sempre inferiore al valore di mercato, raffigurato come oscillante ciclicamente lungo l'asse temporale, ma comunque sempre maggiore del *Loan-to-value Limit*.

I procedimenti di stima per la determinazione del MLV sono inoltre distinti da Bieneret e Brunauer (2007) in due grandi macro-sezioni:

- Calcolo indipendente, che considera fattori di input sia dipendenti che indipendenti dalla performance dell'investimento immobiliare<sup>38</sup> (VDH, 1996).
- Calcolo percentuale di sconto dal MV<sup>39</sup> (non considerato idoneo né dall'ABI né dall'EVS).

Se si considera l'applicazione di quest'ultima metodologia di indagine, si deve però tenere presente che lo sconto da applicare al MV di riferimento deve essere proporzionato e stimato in relazione alla rischiosità stessa del-

<sup>32</sup> Oltre a ciò, il MLV può essere usato come strumento di gestione del rischio in modi diversi nel contesto di: a) fabbisogno di capitale degli istituti di credito come descritto in dettaglio in Basilea I e II; b) finanziamento di prestiti ipotecari tramite covered bond garantiti da proprietà immobiliari come beni di garanzia; c) sviluppo di prodotti del mercato finanziario che convertono proprietà immobiliari e garanzie collaterali rappresentate da immobili in beni commerciabili (per esempio, mortgage backed securities).

<sup>33</sup> Deve essere stabilita con cura e cautela la prospettiva temporale di fondo la quale va oltre il mercato a breve termine e copre un periodo di tempo prolungato.

<sup>34</sup> «[...] comprehensive studies of foreign publications show that the relation to the MV and how the MLV should be calculated are still unclear [...]» (Bieneret e Brunauer, 2007, p. 553).

<sup>35</sup> Richiamando la definizione data dall'EVS.

<sup>36</sup> Presente nella definizione della Direttiva CE, analizzata precedentemente.

<sup>37</sup> «[...] on a macroeconomic level the concept of MLV should also support the stability of the finance system in general [...]» (Bieneret e Brunauer, 2007, p. 545).

<sup>38</sup> L'unica metodologia accettabile dalla normativa tedesca dopo l'approvazione *German PfandBG*.

<sup>39</sup> Usato come prassi in particolar modo da istituti di credito minori.



l'investimento<sup>40</sup> (Bieneret e Brunauer, 2007; vedi anche Ruchardt, 2001; Kullig and Walburg, 2003). Si deve inoltre evidenziare che, nella maggior parte dei paesi Anglo-Americani, il concetto di valore cauzionale non esiste separatamente da quello di mercato. Ci si domanda quindi quali siano state le motivazioni che hanno spinto i codici internazionali di valutazione a non considerare accettabile la decurtazione percentuale dal valore di mercato. La risposta risiede nella facilità con la quale spesso, in passato, gli istituti di credito hanno concesso finanziamenti nei periodi di boom economico causando una sopravvalutazione dei beni ipotecati, disattendendo a lungo termine le attese di previsione (Bieneret e Brunauer, 2007).

Tale affermazione trova riscontro ovviamente nelle situazioni di crisi e stagnazione del mercato immobiliare in cui i beni a garanzia non sono più in grado di coprire e assicurare l'intero ammontare dell'ipoteca stessa. La sovrastima degli immobili e l'eccessiva fiducia trasmessa agli intermediari da parte delle società di rating sono state le principali concause della crisi americana dei mutui subprime. Sempre parlando del rapporto esistente tra valore di mercato e valore cauzionale è facile intuire che maggiore è la durata del prestito, maggiori sono i rischi attribuibili sia all'insolvenza sia a caratteristiche specifiche dell'immobile stesso, come ad esempio la vetustà. Proprio per questo motivo all'aumentare della durata del finanziamento anche lo sconto percentuale adottato per la determinazione del MLV da MV deve aumentare proporzionalmente (Bieneret e Brunauer, 2007).

Il divario esistente tra questi due tipi di valore, interiorizza inoltre la volatilità e l'incertezza che riguarda il settore del mercato immobiliare, aggravato ulteriormente di un delta costante dovuto alla contingenza di questo particolare momento storico di inasprimento della crisi finanziaria ed economica. La somma di tali componenti rendono quindi questo delta non costante nel tempo. Bieneret e Brunauer (2007), riesaminando degli studi antecedenti proposti da Werth (1998) e da Adair e Hutchison (2005), propongono un modello di valutazione del MLV che catturi l'incertezza del mercato futuro rispetto alla data della valutazione in quanto il valore cauzionale deve poter mantenere la sua validità di stima per un periodo più lungo rispetto al MV e proporzionale alla durata della concessione. Bieneret e Brunauer (2007) analizzano il mercato immobiliare proponendo un Value-at-Risk (VaR) proprio del MLV rispetto all'andamento del mercato immobiliare e quindi rispetto anche al valore di mercato stesso. Assumendo inoltre delle ipotesi fondamentali di partenza<sup>41</sup>, arrivano a quantificare

numericamente l'oscillazione del valore cauzionale nell'arco della durata del prestito. Gli obiettivi a cui vogliono giungere (ripresi successivamente da White e Turner, 1999; Kleiber *et al.*, 2002) sono quindi, in primis, quello di determinare la retta limite al di sotto della quale il valore cauzionale non possa scendere durante tutto il periodo del prestito e, successivamente, quello di quantificare il potenziale rischio di cicliche fluttuazioni del valore, in modo chiaro e trasparente. Secondo i dati da loro analizzati (che considerano l'arco temporale dal 1975 al 2004) il VaR permette quindi di individuare lo sconto (o delta di valore) da applicare al MV per ottenere il MLV, prendendo ovviamente in considerazione lo scenario peggiorativo e sapendo che tale divario non è costante nel tempo per tutte le diverse concause già elencate in precedenza. Tale studio è interessante per l'approccio utilizzato in quanto conferma che un semplice sconto costante al valore di mercato non può essere applicato come metodologia valutativa. Nonostante ciò, non tiene in considerazione di uno degli aspetti più importanti e intrinseci alla definizione stessa di valore cauzionale: il realizzo di tale valore non avverrà in un mercato concorrenziale, come per il MV, ma in uno di vendita forzata (esso è, infatti, un *non-market-value*).

Riassumendo né la prassi né la norma sono chiari nella determinazione del valore cauzionale. Si deve sottolineare, comunque, che il compito del valutatore è quello di determinare il più probabile valore che quel bene, in quella determinata situazione e con quelle date caratteristiche, avrebbe per quello scopo richiesto. Spetta viceversa all'istituto di credito far proprie le risultanze della stima ed operare un calcolo di convenienza economica per definire l'esatto ammontare della somma mutuabile (Grillenzoni, 2009). Ai fini di questo lavoro non è rilevante analizzare gli studi che affrontano il rapporto tra l'ammontare di mutuo concedibile e il valore della garanzia a sottostante<sup>42</sup>, anche se le modalità della concessione potrebbero in parte interessare il valutatore, ad esempio sotto l'aspetto della durata del mutuo e quindi del periodo previsionale a cui deve sottostare la stima.

#### 4. POSSIBILE CORRELAZIONE TRA VALORE DI VENDITA FORZATA E VALORE CAUZIONALE

Interessante è ora analizzare come e se la letteratura estimativa metta a confronto e relazioni questi due tipi di valori.

<sup>40</sup> "The greater the property's risk of change in value the higher the discount" (Bieneret e Brunauer, 2007, p. 547).

<sup>41</sup> «1) The valuer should start by using the results of a market valuation and then derive on this basis a derivative MLV; 2) for this purpose percentage discounts from the market value are necessary, which reflect the market and object risk of the property and may not be a lump-sum; 3) the discount method should be connected with the rating idea; 4) modern risk assessment techniques like simula-

tions methods or the value-at-risk concept should be integrated when identifying or assessing the down-side risk of the property value; 5) because uncertainty is of course connected with probabilities, the integration of the density function of future outcome might be helpful; 6) MLV is a value concept which must 'last' since the repayment of the credit will not take place the very moment the credit is granted. Still MLV may not be viewed as a figure which is constant over time». (Bieneret e Brunauer, 2007, p. 562).

<sup>42</sup> «[...] it is clear that this question cannot be answered by an appraiser [...]» (Bieneret e Brunauer, 2007, p. 558).

Una delle prime e poche testimonianze di questa interrelazione la ritroviamo nel testo di Michieli (1987) che scrive, parlando di credito fondiario e stime cauzionali:

«La stima cauzionale, quindi, tenuti presenti gli elementi prudenziali relativi al canone di affitto, alle spese da dedurre e al saggio di capitalizzazione, porta in definitiva ad una valutazione dell'immobile che si aggira di solito intorno alla metà del valore che si può realizzare in una libera contrattazione di compravendita. Comunque sia, il valore cauzionale di un immobile dovrebbe corrispondere in linea di massima, al valore che si può realizzare da una sua eventuale vendita all'asta» (Michieli, 1987, pp. 638-640).

Gallerani *et al.*, (2004), introducendo il significato di valore cauzionale e riprendendo quanto detto da Michieli (1987), affermano che, data la finalità della valutazione, il valore da ricercare dovrebbe essere assimilabile a quello ricavabile dalla banca in caso di mancata restituzione del prestito (per esempio mediante la vendita all'asta degli immobili). Il valore cauzionale non dovrebbe pertanto essere superiore al valore di realizzo a breve termine di un immobile. Evidenziano però anche come non vi siano specifiche indicazioni e criteri di stima. Le Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie dell'ABI (ABI, 2011), nel capitolo riguardante il Rapporto di valutazione, affiancano il concetto di valore cauzionale espresso come "garanzia" a quello della possibile futura vendita all'asta: «L'identificazione dell'immobile offerto in garanzia di un finanziamento costituisce un elemento fondamentale ai fini della corretta procedura di pignoramento e conseguente vendita forzata».

Un'affermazione molto forte e rilevante che riprende le conclusioni tratte dal lavoro di Ong *et al.*, (2005), qualche anno addietro. In questo studio (dopo avere svolto un'indagine sull'influenza che le condizioni di mercato hanno sui risultati attesi nelle vendite di immobili all'asta, nel mercato di Singapore tra il 1985 e il 2000) gli autori affermano che gli istituti di credito dovrebbero considerare, a monte del finanziamento, che il risultato della vendita<sup>43</sup> dell'immobile e quindi l'importo retribuito da essa sarà condizionato non solo dall'attrattività del bene e di quella specifica asta, ma più in generale dalle condizioni particolari del mercato della vendita forzata all'attualità del pignoramento<sup>44</sup> (Ong *et al.*, 2005).

Successivamente Bienert e Brunauer (2007) sottolineano come questi due valori non debbano essere confusi<sup>45</sup>. Essi

<sup>43</sup> Tale vendita avverrà inevitabilmente tramite procedura forzata.

<sup>44</sup> «[...] banks or sellers should bear in mind that the previous empirical evidence on the size of auction discounts should be conditioned on a positive outcome or sale at the auction. In other words, the expected sum recoverable for a distressed property depends not only on the expected selling price at the auction, but also on the probability of an auction sale» (Ong *et al.*, 2005, p. 14).

<sup>45</sup> «The forced sale value is a transaction under time pressure and must not be confused with the MLV either» (Bienert e Brunauer, 2007, p. 555).

riportano, quindi, quanto affermato quasi quindici anni prima da Rüchardt (1993, p. 162), dichiarando che il MLV non coincide esattamente con il valore ottenuto dalla vendita forzata del bene oggetto di stima, e allo stesso tempo che il prezzo di realizzo della vendita all'asta coincide con il momento della verità, con il quale il MLV inevitabilmente deve confrontarsi.

Nonostante sia quindi evidente la stretta correlazione esistente tra questi due *Non-Market-Value*, la quantificazione numerica di tale rapporto non è ancora stata determinata, vista, probabilmente, l'aleatorietà stessa delle singole definizioni, evidenziata nel presente lavoro.

## 5. CONCLUSIONI

Obiettivo principale del presente lavoro è fornire un quadro teorico di sintesi sul concetto di valore di vendita forzata e di valore cauzionale, il quale ruolo diventa cruciale in un contesto italiano di costante aumento delle procedure esecutive iscritte relative al mercato immobiliare delle aste. È infatti di sostanziale importanza, per il sistema bancario, poter definire con precisione il limite di finanziabilità di prestiti con a sottostante garanzia immobiliare, soglia che tende a coincidere con la definizione di valore cauzionale. Un'errata o imprecisa definizione di questo aspetto economico potrebbe infatti incidere negativamente sulla solidità dell'istituto erogante (in caso di sovrastima), oppure restringere l'accesso al credito all'investitore privato o commerciale (in caso di sottostima). Definire in modo coerente il "verogiusto" valore dell'immobile a garanzia (valore di vendita forzata) e raffrontarlo con il valore di mercato è un punto essenziale che rafforza pertanto la credibilità della garanzia stessa.

La disamina della letteratura scientifica italiana e internazionale ha evidenziato come, sebbene vi sia stato un dibattito teorico sui concetti di valore di vendita forzata e di valore cauzionale, sia presente una sostanziale carenza di contributi significativi in merito alla formazione e alla definizione del valore stesso sia in termini indipendenti, sia in relazione ad altri tipi di valore, quale ad esempio il valore di mercato. Nonostante questa effettiva lacuna, è comunque riconosciuto in letteratura un legame imprescindibile fra questi due valori, che ne mette in luce declinazioni e differenze. Il presente contributo analizza infine il rapporto qualitativo che intercorre tra questi valori e gli aspetti economici classici dell'estimo, sia a livello nazionale che internazionale.

In particolare, è interessante evidenziare il carattere più dinamico del valore cauzionale, legato alle prospettive future di evoluzione del mercato immobiliare. Il valore di vendita forzata è legato ad una possibile procedura esecutiva il cui inizio si colloca approssimativamente alla data della stima. Il valore cauzionale, invece, deve internalizzare le possibili evoluzioni future del mercato, in quanto la collocazione temporale della sofferenza del credito e, conseguentemente della vendita futura, non sono note al

momento della stima. Rispetto al contesto nazionale, negli altri Paesi il mercato delle aste è molto più attivo<sup>46</sup>, essen-

do in alcuni casi strumento ordinario di alienazione. In Italia, invece, tale mercato non è così trasparente e risulta essere alquanto circoscritto. Ciò ha inficiato la diffusione di modelli formalizzati interpretativi e previsivi della stima sia del FV che del MLV, facendo emergere la carenza di metodologie valutative in grado di determinare separatamente questi due valori non convenzionali.

<sup>46</sup> Si veda il caso dell'Irlanda (Stevenson e Young, 2004), Singapore (Ong et al., 2005), Taiwan (Lin, Tsai, Chang, 1997), Nuova Zelanda (Dotzour et al., 1998) e Australia (Lusht, 1996; Newell et al., 1993).

\* Rubina Canesi, Dipartimento di Ingegneria Civile, Edile ed Ambientale (DICEA), Università degli Studi di Padova.  
e.mail: rubina.canesi@unipd.it

## Bibliografia

AGENZIA DEL TERRITORIO, *Rapporto Immobiliare 2013. Il settore residenziale*, ABI, 2013.

AA.VV., *Codice delle valutazioni immobiliari*, Roma Tecnoborsa S.c.p.a, 2005.

ADAIR A., HUTCHISON N., *The reporting of risk in real estate appraisal property risk scoring*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 23, No. 3, 2005, pp. 254-68.

ABI (ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA), *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzie delle esposizioni creditizie*, ABI, Roma 2011.

BIENERT S., AND BRUNAUER W., *The mortgage lending value: prospects for development within Europe*. Journal of Property Investment and Finance, Vol. 25, n. 6, 2007, pp. 542-578.

EVS (THE EUROPEAN GROUP OF VALUERS' ASSOCIATION, TEGOVA), *2012 European Valuation Standards 2012*, London UK Estates Gazette Ltd, 2012.

DOTZOUR M.G., MOORHEAD E., WINKLER D.T., *The impact of auctions on residential sales prices in New Zealand*, Journal of Real Estate Research, 16(1), 1998, pp. 57-72.

FAMULARO N., *Teoria e pratica delle stime*, UTET Unione tipografico-editrice torinese, Torino, 1963.

GALLERANI V., Viaggi D., Zanni G., *Manuale di estimo*, McGraw-Hill, 2004.

GONDRING H., LORENZ T., *Basel II – Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft*, Akademie der Immobilienwirtschaft (ADI) (Hrsg), 31, Stuttgart, 2001.

GRILLENZONI M., *La valutazione degli investimenti ed i vincoli economico-estimativi nell'erogazione del credito*, Pubblicazioni Ce. SET, Vol. 18, 2009.

IVSC, *White Book, International Valuation Standard Council, 2013*.

KLEIBER W., SIMON J., WEYERS G., *Verkehrswertermittlung von Grundstücken*, 4th ed., Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Köln, 2002, pp. 2367.

KULLIG S., WALBURG C., *Der Pfandbrief am europäischen Kapitalmarkt*, Fact Book: Der Pfandbrief, Verband deutscher Hypothekenbanken, 2003, pp. 7-28.

LIN V. C.C., TSAI F.T., CHANG C.O., *The study of price factors*

*on the auction housing market in Taipei City*, Conference of Chinese Society of Housing Studies, Taipei, Taiwan, R.O.C., 1997.

LOPUCKI L.M., *General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, A. Wis. L. Rev., 311, 1982.

LOW S., SEBAG-MONTEFIORE M., DÜBEL A., *Study on the financial integration of European mortgage markets*, Mercer Oliver Wyman, London, October, 2003.

LUSHT K.M., *A comparison of price brought by English auctions and private negotiations*, Real Estate Economics, 24(4), 1996, pp. 517-530.

MEDICI G., *Principi di estimo*, Calderini, Bologna, 1962.

MICHIELI I., *Trattato di Estimo: Con elementi de economia, di matematica finanziaria e contabilità dei lavori*, Edagricole, Bologna, 1987.

MILLEKER D.F., *International housing markets: how difficult a return to normal?* Working Paper No. 37, Allianz Group, Frankfurt am Main, 2005.

MITCHELL T.W., MALPEZZI S., GREEN R.K., *Forced Sale Risk: Class, Race, and the Double Discount*, Florida. State University Law Review, Vol. 37, 2009, pp. 589-658.

NEWELL G., MACFARLANE J., LUSHT K, BULLOCH S., *Empirical analysis of real estate auction versus private sale performance*, University of Western Sydney, Sydney, 1993.

ONG S.E., LUSHT K., MAK C.Y., *Factors Influencing Auction Outcomes: Bidder Turnout, Auction Houses and Market conditions*, The Journal of Real Estate Research; Vol. 27, n. 2, 2005, pp. 177-191.

RISC, *Review of Capital Requirements: Working Document (CP3), Comments from RICS*, Royal Institution of Chartered Surveyors, Brussels, 2003.

RISC, *Professional Standards (the "Red Book")*, Comments from RICS, Royal Institution of Chartered Surveyors, 2014.

RÜCHARDT K., *Bewertung und Krediturteil*, Handbuch des Hypothekarkredits, 3, 1993, pp. 143-260.

STÖCKER O.M., *Die Eurohypothek, Struktur einer ökonomischen Analyse*, Immobilien & Finanzierung, Der langfristige Kredit, Frankfurt am Main, 2005, pp. 766-769.

TRIBUNALE DI TREVISO, *Linee Guida per le procedure di Esecuzione Immobiliare*, Treviso, 2013.



[

VDH, *Grundsatzpapier zum Beleihungswert von Immobilien*, Verband deutscher Hypothekenbanken, Berlin, 1996.  
WERTH A., *Vom Verkehrswert unabhängige Beleihungswerte im Blickfeld der Europäischen Union*, Grundstücksmarkt- und Grundstückswert, Vol. 5, 1998, pp. 257-266.

WHITE D., TURNER J., *Immobilienbewertung: Internationale Märkte verlangen internationale Verfahren – Beleihungsobjekte können Stichtagsbewertung sprengen*, Immobilien-Zeitung, 23 September, 1998.



# Notes on Forced Sale Value and Mortgage Lending Value

Rubina Canesi\*

*parole chiave:* forced sale value, mortgage lending value, market value, real estate auctions

## Abstract

*Real Estate appraisal theory defines some special and unconventional values, concepts usually neglected. These include Forced Sale Value (FV) and Mortgage Lending Value (MLV). The former represents the value of real estate collaterals in auction market, while the second is a support to the banking system for the provision of credit. At first sight, the close connection between these two kinds of value is clear.*

*Aim of this study is to provide a theoretical synthesis on the concept of FV and MLV, whose role is crucial in the Italian scenario, where the number of auctioned properties continue to increase (about 15-18% per year over the past decade).*

*From credit companies point of view, it is very important to carefully define the limit for eligibility of loans. This*

*threshold tends to coincide with the definition of mortgage lending value. An incorrect or inaccurate definition of this value could negatively affect the lender's solidity (in case of overestimation), or restrict access to credit for investors (in case of underestimation). Defining consistently the true value of a property as collateral (FV) and compare it with its market value is an essential point, which strengthens the credibility of the guarantee.*

*Considering literature and legislation deficiency in this field, national and international studies on these two values (FV and MLV) become necessary.*

*This paper focuses on concepts of FV and MLV in relation to the current international economic situation and on the consequences, in the Italian scenario, caused by the Law Reform n° 52/2006.*

## 1. INTRODUCTION

In the Italian appraisal tradition, two kinds of value, called Forced Sale Value (FV) and Mortgage Lending Value (MLV), exist in additions to traditional economic aspects. Both have independent classification but are often confused and used ambiguously and interchangeably, both in practice and in theory.

In this study we propose a critical reading of these two concepts, highlighting peculiarities, differences, similarities, both in the Italian and in the international scenario.

The legislation, which regulates auction market, has always had difficulties in adopting the basic principles of the Italian Real Estate appraisal theory. Due to this inconsistency, it is difficult to interpret the difference between MV and MLV.

The basic of Real Estate appraisal theory states that the

same good at the same time may have different economic uses and may be evaluated with different measure and also may have different values. Different appraisal purposes lead to different property values.

In order to highlight differences between these two types of value is necessary to define the two involved markets. These two markets are very dissimilar but, at the same time, closely related: mortgage credit market and auction market.

The analysis<sup>1</sup> of the average duration of real estate enforcement procedures in Europe and in Italy (before the introduction of the new Italian legislation<sup>2</sup>) is certainly

<sup>1</sup> [www.astegiudiziariaromea.it](http://www.astegiudiziariaromea.it)

<sup>2</sup> Legge 14/5/2005, n. 80, Legge 28/12/2005, n. 263; Legge 24/2/2006, n. 52.

striking. In Finland, the average duration is around 4 and a half months, 9 months in Germany, 17 months in France, 27 months in Portugal and finally in Italy the average is 90.18 months (about 7 years and a half). This gap highlights that administrative proceedings in Italy are very slow, it also suggests profound differences between the national market and those in Europe; both in terms of supply and demand, both in terms of auction market's characteristics.

In late 2006, only one year after the new law, the auction duration, in Italy, was reduced<sup>3</sup>. In particular, in courts of county towns (where in 2001 the average was 67 months) in 2006 the average was reduced to 52 months. We must emphasize that it is difficult to compare the current situation with the period before the reform. This difficult is due to the stagnation of the contemporary national real estate market. Actual crisis has prolonged timing for each type of transaction; despite new legislation's intentions.

This research approaches the concept of values in foreclosure auction market, studied as a guarantee, through an analysis of both the national and the international literature. It is necessary to distinguish two different types of values that are important for guarantees: forced sale value and mortgage lending. This specification and their relationship are important in order to clarify expectations that both the seller and the buyer might have from a property auction.

Finally we critically analyze the possible correlation between these two types of values.

## 2. FORCED SALE VALUE AND APPRAISAL PROCEDURES

It is not easy to define clearly and unambiguously the concept of forced sale value, because of the lack of literature and of peculiarity of this theme. We wonder, *in primis*, why this issue has not been discussed in detail by appraisal theorists. The first response may be the marginality of this argument. We can also assume a difficult placement, of this type of value, in the economic fundamentals of national and international specialized literature. What Famularo (1963) said about the capitalization value (ie, that it is no different from the most probable market value, MV) can also be said about the concept of forced sale value. FV, in fact, can be considered as a market value, specifying the peculiarities of that market. Therefore we have to change our concept of market, which is no more, in this particular case, a free competition market. Michieli (1987) had mentioned this specification writing that the most probably market value of an asset is the value that would be realized on a given market in a given moment, not specifying which kind of market. We have to consider different kind of markets for different kinds of values. We confirmed that FV is a

specific type of MV, because it is the specification of a condition under which the sale takes place and it is not a distinct objective to assessment. Codice delle Valutazioni Immobiliari (AAVV, 2005) describes jointly FV and MLV, defining them as the amount obtainable from a shorter sale. From this statement we can notice a subtle confusion, the wrong interchangeability between these two types of value, which are mentioned as if they were a the same concept. Also the Italian legislation does not clarify this concept and adds confusion to this definition. The *Codice di Procedura Civile (CPC)*, book III<sup>4</sup>, *Del Processo di Esecuzione*, never refers to the concept of forced sale value. According to Art. 568, Judge may appoint an auxiliary expert valuer to assess the property seized. According to the CPC, however, the Court finally determines the property value and the starting price of an auction, according to the recommendations made by the expert. It is important to underline that the Italian Code gives no indication of what kind of value the appraiser should determine. In practice, the appraiser determines the market value of a property at auction. In this regard, the Court of Treviso has prepared, in June 2013, some Guidelines for Real Estate Auctions. These Guidelines underscore that in Italy there is no standard in determining the FV. To address this gap, the Court of Treviso (2013) proposes to determinate and to suggest both values (MV and FV) in the valuer's evaluation.

To differentiate the values that contribute in an auction, the Court of Treviso (Tribunale di Treviso, 2013) incorporates some states of the *Guidelines for the assessment of property as collateral*, proposed by ABI (2011). Different kinds of values are classified: collateral value, insurable value, salvage value, hammer value and forced sale value.

Also in international literature the interchangeability of these two types of values seems outdated. The International Valuations Standards (IVSC, 2013) and the European Valuations Standards (EVS, 2012) in addition to market value, indicate, in fact, a series of values<sup>5</sup> among which include the forced sale value.

Both in national and in international literature, Forced Value is always described in comparison with the concept of Market Value. It is important to make a brief specification on the concept of market value. The IVSC (2013), after defining MV, analyzes its definition, specifying that stakeholders should be independently encouraged, motivated and free from constraints. Regarding the willing seller IVSC writes that "...is neither an over-eager nor a forced seller, prepared to sell at any price, nor one prepared to hold out for a price not considered reasonable

<sup>3</sup> Council of the Judiciary, 2008.

<sup>4</sup> Capo IV "Dell'espropriazione Immobiliare", art. 555-601, c.p.c., updated to Legge 24/12/2012, n° 3.

<sup>5</sup> Value in use, investment value, special value, marriage value, mortgage lending value, salvage value, liquidation value, forced value, insurable value, assessed and taxable value.

## Notes on Forced Sale Value and Mortgage Lending Value

in the current market. The willing seller is motivated to sell the property at market terms for the best price attainable in the (open) market after proper marketing, whatever that price may be. The factual circumstances of the actual property owner are not a part of this consideration because the 'willing seller' is a hypothetical owner." All these recommendations are not fully internalized by the Italian executive process, despite good intentions of the new regulation.

In the international literature, as well as in the national one, the FV cannot rise to an independent and autonomous value; it reflects the different condition of its market. The EVS, indeed, writes that "forced sale value is an example of a market value on a special assumption as to the period for marketing" (EVS, 2012, p.30). Mitchell et al. (2009) compare the conditions of forced sales market with those of competitive market, trying to quantify this relationship. They refer to FV as a "discount" compared to MV. Then they specify the reasons of this claim, asserting that "first, unlike a voluntary sale, under a forced sale the seller and/or buyer is not a willing participant in the transaction, so he or she cannot be described as typically motivated<sup>6</sup>". In addition they say that "the buyer at a forced sale is often not very informed about the property being sold. In many instances, prospective buyers have insufficient time to gather quality information about the property being sold. In other instances, the sale procedures those conducting the sale must follow by court order or by statute effectively prevent prospective buyers from gathering the type of information one would gather if the property were being sold on the open market" Mitchell et al., (2009, p. 602).

Earlier, in 1982, LoPucki (1982) had raised the issue of an appropriate marketing and had highlighted the subjectivity that the concept of "appropriate" could have, as it depends on the motivation of the stakeholders. Indeed, he wrote that "the advertising is...done in a very perfunctory manner, usually in the legal notices column of a newspaper. The manner of advertising is calculated not to attract bidders but to satisfy formal requirements. Property to be sold at execution sale need only be described with reasonable certainty, so as to enable prospective purchasers in the exercise of ordinary diligence, to identify it. Thus, descriptions which fail to give the typical reader sufficient information to know whether he is interested in the property are nevertheless legally sufficient".

At international level the EVS defines FV, in the chapter "Commentary" to the market value, (adding concepts which are not present in definitions written by IVSC and in Mitchell et al., 2009) : "...is a sum that could be obtained for the property where, for whatever reason, the seller is

under constraints requiring the disposal of the property. The need for a valuation may arise where the seller is under compulsion to sell, is desperate to sell or a strict time limit is otherwise imposed. This might most obviously arise where the period in which the property is to be sold is too short to allow the proper marketing needed to be confident of the best bids...". Potential buyers may be aware that the seller is under constraint and so they may moderate their bids, which could be lower than those they would have otherwise offered. The nature of these specific constraints determines the situation in which the hypothetical sale takes place. Without those constraints FV would be a MV. When all relevant constraints are identified, the valuation appears to be like a MV assessment with Special Assumptions: a short period for marketing and different stakeholders. Thus, the valuer should not consider a valuation on a forced sale basis but rather on a market value basis under stated specific special assumptions. The appraiser needs to know and state the time allowed and the relevant constraints on the seller. In his *Valuation Report* all those specific circumstances and assumptions must be quoted. The result of the valuation will not be a MV, as it is not based on a hypothetical willing seller, but it will be a FV as is based on a real seller under actual constraint.

The literature introduces the concept of strategic behaviors of involved stakeholders and it also introduces the need to know specific characteristics of the *datum* market, such as the timing and the constraints of the "game". Therefore the exact description, of all the auction assumptions, becomes very important for the valuer.

Both national and international literature try to identifying and determinate a way to quantifying the concept of Forced Sale Value, both in independent and dependent ways.

ABI (2011) attempts to identify an evaluation approach for the appraiser but, despite the original intent, it is not able to define a clear evaluation process both qualitatively and quantitatively. ABI says, however, that FV must be lower than the MV and that cannot be calculated with a simple deduction percentage from it. However ABI does not specify how to determinate this discount.

The Court of Treviso (Tribunale di Treviso, 2013) proposes vague indications on how to assess FV. Treviso's Guidelines suggest determining this value by percentage deduction from MV, this discount is between 15% and 30%. This discount is due to some sale's characteristics: difficulty of examine the property; payment of taxes for the transfer of the property (determined on the hammer price); unavailability of the property and its consequent devaluation; absence of liability for defects and finally lack of maintenance in the period between the expropriation until the acquisition of the property.

Even in the international literature we find attempts to quantify FV, Mitchell et al., (2009, p. 595) wrote that "in many areas of the law it is well accepted that an asset sold at a forced sale will likely sell for a price significantly below the asset's fair market value".

<sup>6</sup> Am Inst. of Real Estate Appraisers & Soc'y of Real Estate Appraisers, Real Estate Appraisal Terminology 160-161 (Byrl N. Boyce ed., rev. ed. 1981).

Both in practice and in theory and both at nationally and internationally level, approaches for estimating the value of forced sale properties have not been defined yet, in a clear and unambiguous way.

### 3. MORTGAGE LENDING VALUE AND APPRAISAL PROCEDURES

In the introduction we mentioned the importance of the topic of loan guarantees, which have become very significant at this historical moment of persistent crisis.

To date, default mortgage rates have increased and also the access restrictions to the credit line have hardened. The importance of underlying guarantees' credibility is evident. To correctly determine the guarantee value becomes necessary in order to ensure the accuracy of procedures.

If MLV could perform the "real" value of the guarantee, banks would not need additional securities and would not be so cautious and reluctant to grant mortgage loans.

For the first time in the Italian Legislation, in 1929, the term MLV was used in in Article 19 of the R.D.<sup>7</sup> 23 gennaio 1929. It quotes that, when a loan is secured by a mortgage, it cannot exceed 60 percent of the guarantee amount of the property (before its improvements), according to the lender institution.

We find the concept of MLV in some writings of Medici (1962) and Famularo (1963) which introduce the concept of MLV by relating it to mortgage of land assets.

Medici (1962) states that the law in force<sup>8</sup> does not specify how to determinate the MLV, it does not specify the percentage to grant a loan and what standards to adopt for its appraisal. Famularo (1963) writes an entire chapter on the appropriate and necessary prudence that lenders should consider granting a loan.

For Michieli (1987), MLV assessment is the most important moment in a mortgage procedure, and the property must be evaluated only by income derivable from the actual rent. He goes on specifying that the property should ever be evaluated neither using cost (even if it is a new construction) nor using market sale values. This underlines how much the stability of property's incomes is important for guaranteeing the asset's value. For Michieli, MLV must be determined using income capitalization technique, according to the reliability, the duration and type of investment, the valuer must choose the capitalization rate. The cap rate varies according to the characteristics of the mortgaged property. The choice of income capitalization technique is preferred because lending institutions are used to rent properties in case of failed auctions.

<sup>7</sup> Royal Decree

<sup>8</sup> T.U. approved by R.D. 1905, n. 646.

Michieli (1962) also tries to give an approximate quantification of MLV. Because of the difficulty in determining incomes and rates, he proposes to use, for the first time, the concept of market value to support the concept of MLV. He also tries to quantify MLV, saying that its value is usually half the value in a free competition.

Grillenzoni (2009) reports Selleri's writings. He argues that banks should not be interested in property's current market value, but in the minimum price obtainable from the property's sale at any time of loan term. Only by knowing this value banks are sure not to suffer any loss and are sure to be able to recover their exposures. In the same writing, Grillenzoni does not quantify MLV as an independent value, he quantifies it as a percentage of MV, corresponding to 75%. Even Sellieri (1967) associates MLV concept to MV. Grillenzoni (2009) adds that banks are still very conservative in their valuations, taking into consideration minimum values that assets might assume.

At the regulatory level, we find MLV in a CE Directive<sup>9</sup>, which defines some guidelines, joining the *international standards*<sup>10</sup>. This Directive is based on proposals made, in 1999, by a group of European researchers<sup>11</sup>, which belong to the European Mortgage Federation. Their intent is to deepen the concept of MLV, trying to integrate different definitions. Despite this, "*did not really lead to more understanding of the value concept on an international, or at least European, level*"<sup>12</sup> (Bieneret e Brunauer, 2007, p. 551).

MLV is described as "*the value of a property valued with a prudent assessment of the property future marketability, taking into account long-term sustainable aspects, normal and local market conditions and taking into account the current and its appropriate alternative uses. In the MLV assessment, are not allowed speculative considerations and this type of value shall be documented in a clear and transparent way*" (RICS, 2003)<sup>13</sup>. This definition inspired all European Guidelines.

Also this definition underlines conditions of long-term and that the MLV is not a simple deduction percentage

<sup>9</sup> 98/32/CE European Parliament, Art. 1, 22 June 1998.

<sup>10</sup> The "White Book" of IVSC (International Valuation Standard Council), the "Blue Book" of EVS (European Valuation Standards) and the Appraisal and Valuation Manual, called "Red Book" of RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors).

<sup>11</sup> TEGoVA, The European Group of Valuers' Associations

<sup>12</sup> "...Some experts from the UK, but also The Netherlands and France, which are countries without a MLV tradition, already are in favor of an elimination of the MVL from the EVS" (Bieneret e Brunauer, 2007, p.551).

<sup>13</sup> Also the 3I Section of BelWertV, (Pfundbriefgesetz; German Law on covered bonds and the MLV), defines the MLV as: "...the value of a property which can according to experience probably be achieved on the occasion of the sale, independently of temporary, e.g. cyclical, fluctuations of value; on the applicable real estate market; and, by eliminating speculative factors during the complete mortgage period".(VDH 1996)



## Notes on Forced Sale Value and Mortgage Lending Value

from MV. Even the international literature asserts the independence of MLV compared to MV. There are, as in the national literature, difficulties in defining clear and unambiguous assessment approaches, independent from the MV's one (Gondring and Lorenz, 2001).

The European Federation Mortgage states that banks use MLV to provide a long-term sustainable limit. They also use it as guide to decision-making and to assess whether a mortgaged property provides sufficient security to cover a long-term loan.

Also IVSC, as in ABI indications, describes MLV (classified as Non-Market-Value) using MV, reinforcing what European Standards said about MLV.

Both national and international literature try to identify and to determinate a way to quantify the concept of Mortgage Lending Value, both in independent and dependent ways.

Even ABI (2011) supports MLV with respect to MV, stressing however innumerable differences, for example valuers must consider MLV constant over time, regardless of future market fluctuations: "...the MLV<sup>14</sup> is always less than the MV and thus can compensate for fluctuations in the market in the short term..." (ABI, 2011).

ABI specifies that the same valuation approaches used for determining MV (i.e. market comparison approach, income approach, construction cost approach and depreciated replacement cost approach) can also be used for MLV. For assess MLV, valuer need to take into account all characteristics of the property and the specificity of the market in which the property is located (historical trends, legal issues, etc.). Appraiser should also pay attention to the future marketability and salability of the property, he should consider the property long-term sustainable aspects (such as location, quality of the building and surrounding context). He should calculate the rental income, based on past trends of long-term, excluding expectations of return on investment in short term.

Despite these specifications, data regarding criteria to be adopted for MLV's assessments remain very vague. The statements "cannot be calculated by a simple deduction percentage of the market value" and "application of appropriate correction factors" does not help valuers to quantify MLV.

Despite this, we can say that "comprehensive studies of foreign publications show That the relation to the MV and how the MLV Should be Calculated are still unclear" (Bieneret and Brunauer 2007, p. 553). The same authors quote the EVS' definition, underlying that "normally the MLV, in the sense of a definite bottom-line is lower than

the MV". They say that "on a macroeconomic level the concept of MLV should also support the stability of the finance system in general". Low et al. (2003) and Milleker (2005) previously treated this concept. For this reason MLV (represented with a function constant over time) is always less than the market value, represented cyclically oscillating along the time axis. In any case, MLV must always be greater than the Loan-to-value Limit. Bieneret and Brunauer (2007) distinct two different kinds of procedures for estimating the MLV<sup>15</sup>:

Independent calculation<sup>16</sup>: "a calculation with totally independent and especially for the mortgage lending valuation proven and adopted input factors is performed" (VDH, 1996);

Percentage calculation<sup>17</sup> (this is not considered appropriate by ABI and by EVS): "a MV is calculated and the MLV is derived from this MV through the application of appropriate security discounts"<sup>18</sup>.

If we apply this second approach, we must take into account that "the discount from MV must be oriented at the risk of the property; Following the general rule: The greater the property's risk of change in value, the higher the discount" (Bieneret and Brunauer 2007, p. 5547, see also Ruchardt, 2001, p. 22; Kullig and Walburg, 2003, p. 26).

In most Anglo-American countries, the concept of MLV does not exist separately from the MV.

We wonder, however, why percentage deduction from market value is not considered acceptable by International Valuation Standards. "Market valuations caused severe problems because in situations of a booming economy the credit availability increased a lot, additionally fuelling the economy. As a reaction, a lot of lenders tried to sue the valuers because of the overvaluation" (Bieneret e Brunauer 2007). Because of the crisis and the subsequent stagnation of the property market, their statement is confirmed when all properties no longer reflect (in the contemporary market) the value estimated at the time of the mortgage stipulation. Overestimation of property and overconfidence transmitted by rating companies to intermediaries were the main causes of the American subprime crisis.

Always talking about the relationship between MLV and MV, the longer the duration of the loan, the greater are risks attributable both to insolvency both to specific characteristics of the property. For this reason "the safety discount for a derivative calculation of the MLV has to be higher for longer periods" (Bieneret e Brunauer, 2007). The gap between these two types of values is due to volatility

<sup>14</sup> In PfandBG (a German law that governs the legal framework of mortgage bonds' issue), MLV is described as "...a value that must neither exceed the market value nor the value derived by prudent valuation."

<sup>15</sup> According to German and Austrian practice.

<sup>16</sup> This is the only suitable way to according to the new law, after the German PfandBG.

<sup>17</sup> Used in practice by smaller banks.

<sup>18</sup> Bieneret and Brunauer (2007).

and uncertainty of housing market, which is also affected by a constant delta due to the contingency of this particular historical moment of financial and economic crisis. Adair and Hutchison (2005) propose, therefore, an assessment model for MLV that captures the uncertainty of future market. MLV should be valid for a longer period than MV, not only at the evaluation time. This time would be proportional to mortgage duration (Werth 1998)<sup>19</sup> and therefore requires prudential measures. Bieneret e Brunauer (2007) propose a control measure for the MLV called Value-at-Risk (VaR), proportionated to the performance of housing market<sup>20</sup> and to MV itself. Assuming some postulations<sup>21</sup>, they quantify the oscillation of MLV over the length of the loan. They want to determine (quoting some studies written by White and Turner, 1999; Kleiber et al., 2002) the limit-function of MLV-line and they also want to quantify the potential risk of MLV's cyclical fluctuations, in a clear and transparent way.

According to the data analyzed (which cover the period between 1975 until 2004), the quantification of VaR allows therefore to identify the discount to be applied to MV, for obtaining MLV. This discount varies over years for different reasons, listed above, and does not remain constant. This study is interesting because it confirms, in fact, that a simple and constant discount to market value cannot be applied. Nevertheless, this study does not consider that the collateral property will not be sold in a competitive market but in a forced sale market.

Summarizing, neither practice nor norms are clear in determination of MLV. We must underline, however, that the valuer's task is to determine the most likely value that a property in that particular situation, with those characteristics and for that specific purpose required. On

<sup>19</sup> "This raises a discussion about the methods by which a MLV can be derived."

<sup>20</sup> Stressing however the uncertainty of the property market compared to the stock market: "Although there are national and regional differences concerning the transparency of real-estate market data, it can be stated that the transparency and availability of data of real estate markets is far from that of, e.g. stock markets. However, the quality of data increases continuously due to various activities in the field of data collection" (JLL, 2004; Daly et al., 2003; Gallimore, 2002).

<sup>21</sup> i.e.: 1) the valuer should start by using the results of a market valuation and then derive on this basis a derivative MLV; 2) for this purpose percentage discounts from the market value are necessary, which reflect the market and object risk of the property and may not be a lump-sum; 3) the discount method should be connected with the rating idea; 4) modern risk assessment techniques like simulations methods or the value-at-risk concept should be integrated when identifying or assessing the down-side risk of the property value; 5) because uncertainty is of course connected with probabilities, the integration of the density function of future outcome might be helpful; 6) MLV is a value concept which must "last" since the repayment of the credit will not take place the very moment the credit is granted. Still MLV may not be viewed as a figure which is constant over time" (Bieneret e Brunauer, 2007, p. 562).

the contrary, banks must interpret property's valuation and calculate loans' payback, in order to decide the loanable amount, which is not always equal to "half" of the value of the property offered as guarantee (Grillenzoni, 2009).

Aim of this study is not to analyze contributions which investigate the relationship between the amount of the loan and the respective MLV<sup>22</sup>; "... it is clear that this<sup>23</sup> question cannot be answered by an appraiser..." (Bieneret and Brunauer, 2007). Nevertheless some characteristics of the loan may be interesting for the valuer; for example, could be important knowing the mortgage's last and the duration of the period in which the estimated value must remain constant.

#### 4. POSSIBLE LINK BETWEEN FV AND MLV

We want to analyze if and how literature tries or have tried to compare these two types of values: mortgage lending value and forced sale value. Michieli (1987) proposes a kind of relationship, writing that MLV is evaluated about half the value it would have in competitive market, considering some elements relating to prudential rents, deduction expenses and capitalization rates. He adds that in any case MLV should correspond to the value that could be realized from a possible auction sell, so it should correspond to a forced sale value.

Gallerani *et al.*, (2004), introducing the meaning of collateral values and quoting Michieli (1987), argue that the evaluated value should be comparable to what banks could obtain in an auction sale, in case of borrower's failure. The MLV should therefore not be greater than the value that the property would have in a forced sale. They also underline, however, that there are no specific indications and estimation approaches. ABI Guidelines (2011) compare these two concepts and write that a guarantee assessment is necessary and important for future foreclosure and subsequent auction. Ong *et al.* (after a study on the influence of the market conditions on properties' forced sales in Singapore's market between 1985 and 2000) state that "...in particular, this study is relevant for banks that foreclosed properties, as most foreclosures occur when the real estate market is not performing well. The immediate implication is that the chances of selling a property successfully in an auction under poor market conditions are rather low. Hence banks or sellers should bear in mind that the previous empirical

<sup>22</sup> The loan-to-value ratios (LTV) in Germany refer to this MLV. To fund bonds the loan is a maximum of 60 per cent of the MLV which is in effect a senior loan. Junior loans can add up to this figure until the LTV ratio reaches 80 per cent. In general German mortgage banks are acting conservatively compared to 100 per cent-financing on the basis of MV which can be found, e.g. in the USA and also in Spain.

<sup>23</sup> The MLV assessment.

## Notes on Forced Sale Value and Mortgage Lending Value

evidence on the size of auction discounts should be conditioned on a positive outcome or sale at the auction. In other words, the expected sum recoverable for a distressed property depends not only on the expected selling price at the auction, but also on the probability of an auction sale" (Ong et al., 2005, p.14).

Subsequently Bienert and Brunauer underline that these two values must not to be confused and report what was stated, almost fifteen years earlier, by Rüchardt (1993): "...the MLV is not identical to the revenue realized in compulsory auctions, nevertheless "the revenues achieved in compulsory auctions are the moment of truth..." (Bienert and Brunauer, 2007, p. 162).

There is, therefore, a clear correlation between these two not-market values. Despite this, numerical quantification of this relationship has not been determined yet. The uncertainty of these values' definitions, highlighted in this study is a possible explanation to this gap.

### 5. CONCLUSIONS

Aim of this study is to provide a theoretical synthesis on the concept of forced sale value and of mortgage lending value: Theirs roles became crucial in the Italian scenario, where there is a constant increase in the number of forced sales, about 15 -18% per year over the past decade. It is necessary, for banks and finance corporations, to precisely define the limit of eligibility for loans with an underlying real estate collateral. This threshold often coincides with the concept of MLV and FV. An incorrect or inaccurate definition of this value could negatively

affect the lender's solidity (in case of overestimation), or could restrict access to credit for investors (in case of underestimation). Define consistently the *true* value of a property as collateral (FV) and compare it with its market value is an essential point, which strengthens credibility of the guarantee.

Italian and International literature has highlighted the theoretical debate on concepts of FV and MLV, but has also validated a lack of methodologies able to quantify these values. Despite this actual gap, we recognized a deep connection between these two values, highlighting similarities and differences. Finally, this paper analyzes the relationship, only from a qualitative point of view, between these two values, both at a nationally and an internationally level.

In particular, it is interesting to highlight the dynamism of MLV, linked to future prospects of development of the real estate market. Force sale value is related to a possible enforcement procedure, whose beginning coincides with the time of its assessment. On the other hand, mortgage lending value must internalize the possible future evolution of the market, the possibility of suffering credit and a possible auction.

Compared to the national context, in other countries auction market is much more active; it is, in some cases, an ordinary way to alienate a property. On the contrary, in Italy this market is more opaque and limited to cases of bankruptcy.

This has affected the spread of interpretative and forecasting models for estimation of forced sale value and of mortgage lending value.

\* Rubina Canesi, Department of Civil, Architectural and Environmental Engineering (DICEA), University of Padova.  
e.mail: rubina.canesi@unipd.it

### Bibliography

AGENZIA DEL TERRITORIO, *Rapporto Immobiliare 2013. Il settore residenziale*, ABI, 2013.

AA.VV, Codice delle valutazioni immobiliari, Roma Tecno-borsa S.c.p.a, 2005.

ADAIR A., HUTCHISON N., *The reporting of risk in real estate appraisal property risk scoring*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 23, No. 3, 2005, pp. 254-68.

ABI (ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA), *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzie delle esposizioni creditizie*, ABI, Roma 2011.

BIENERT S., AND BRUNAUER W., *The mortgage lending value: prospects for development within Europe*. Journal of Property Investment and Finance, Vol. 25, n. 6, 2007, pp. 542-578.

EVS (THE EUROPEAN GROUP OF VALUERS' ASSOCIATION, TEGOVA), *2012 European Valuation Standards 2012*, London UK Estates Gazette Ltd, 2012.

DOTZOUR M.G., MOORHEAD E., WINKLER D.T., *The impact of auctions on residential sales prices in New Zealand*, Journal of Real Estate Research, 16(1), 1998, pp. 57-72.

FAMULARO N., *Teoria e pratica delle stime*, UTET Unione tipografico-editrice torinese, Torino, 1963.

GALLERANI V., Viaggi D., Zanni G., *Manuale di estimo*, McGraw-Hill, 2004.

GONDRING H., LORENZ T., *Basel II – Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft*, Akademie der Immobilienwirtschaft (ADI) (Hrsg), 31, Stuttgart, 2001.

GRILLENZONI M., *La valutazione degli investimenti ed i vincoli economico-estimativi nell'erogazione del credito*, Pubblicazioni Ce. SET, Vol. 18, 2009.

IVSC, *White Book, International Valuation Standard Council*, 2013.

KLEIBER W., SIMON J., WEYERS G., *Verkehrswertermittlung von Grundstücken*, 4th ed., Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Köln, 2002, pp. 2367.

KULLIG S., WALBURG C., *Der Pfandbrief am europäischen Kapitalmarkt*, Fact Book: Der Pfandbrief, Verband deutscher Hypothekenbanken, 2003, pp. 7-28.

LIN V. C.C., TSAI F.T., CHANG C.O., *The study of price factors on the auction housing market in Taipei City*, Conference of Chinese Society of Housing Studies, Taipei, Taiwan, R.O.C., 1997.

LOPUCKI L.M., *General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, A. Wis. L. Rev., 311, 1982.

LOW S., SEBAG-MONTEFIORE M., DÜBEL A., *Study on the financial integration of European mortgage markets*, Mercer Oliver Wyman, London, October, 2003.

LUSHT K.M., *A comparison of price brought by English auctions and private negotiations*, Real Estate Economics, 24(4), 1996, pp. 517-530.

MEDICI G., *Principi di estimo*, Calderini, Bologna, 1962.

MICHIELI I., *Trattato di Estimo: Con elementi de economia, di matematica finanziaria e contabilità dei lavori*, Edagricole, Bologna, 1987.

MILLEKER D.F., *International housing markets: how difficult a return to normal?* Working Paper No. 37, Allianz Group, Frankfurt am Main, 2005.

MITCHELL T.W., MALPEZZI S., GREEN R.K., *Forced Sale Risk: Class, Race, and the Double Discount*, Florida State University Law Review, Vol. 37, 2009, pp. 589-658.

NEWELL G., MACFARLANE J., LUSHT K., BULLOCH S., *Empirical analysis of real estate auction versus private sale performance*, University of Western Sydney, Sydney, 1993.

ONG S.E., LUSHT K., MAK C.Y., *Factors Influencing Auction Outcomes: Bidder Turnout, Auction Houses and Market conditions*, The Journal of Real Estate Research; Vol. 27, n. 2, 2005, pp. 177-191.

RISC, *Review of Capital Requirements: Working Document (CP3), Comments from RICS*, Royal Institution of Chartered Surveyors, Brussels, 2003.

RISC, *Professional Standards (the "Red Book"), Comments from RICS*, Royal Institution of Chartered Surveyors, 2014.

RÜCHARDT K., *Bewertung und Krediturteil*, Handbuch des Hypothekarkredits, 3, 1993, pp. 143-260.

STÖCKER O.M., *Die Eurohypothek, Struktur einer ökonomischen Analyse*, Immobilien & Finanzierung, Der langfristige Kredit, Frankfurt am Main, 2005, pp. 766-769.

TRIBUNALE DI TREVISO, *Linee Guida per le procedure di Esecuzione Immobiliare*, Treviso, 2013.

VDH, *Grundsatzpapier zum Beleihungswert von Immobilien*, Verband deutscher Hypothekenbanken, Berlin, 1996.

WERTH A., *Vom Verkehrswert unabhängige Beleihungswerte im Blickfeld der Europäischen Union*, Grundstücksmarkt- und Grundstückswert, Vol. 5, 1998, pp. 257-266.

WHITE D., TURNER J., *Immobilienbewertung: Internationale Märkte verlangen internationale Verfahren – Beleihungsobjekte können Stichtagsbewertung sprengen*, Immobilien-Zeitung, 23 September, 1998.