

Valutazione Immobiliare

Giacomo Morri & Paolo Benedetto

EGEA, 2017

www.valutazione-immobiliare.it



Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria

Capitolo 8

Indice

- **Approccio e criteri applicativi**
- **Criterio Reddittuale**
- **Criterio Finanziario**
- **Procedimento di Trasformazione**



Approccio ai Criteri Applicativi

- La metodologia Economico-Finanziaria si basa:
 - **Principio di Sostituzione**
 - **Principio di Equilibrio tra domanda e offerta**
 - **Principio di Anticipazione**
- Il valore di un immobile è in funzione del:
 - Reddito atteso (benefici economici attesi derivati dal Mercato dello Spazio)
 - Rischio associato al suo conseguimento (rendimento richiesto derivato dal Mercato degli Investimenti)



Approccio ai Criteri Applicativi

- Il beneficio economico di un Immobile esistente è:
 - Il canone di locazione al netto dei costi operativi (separazione Proprietario/Utilizzatore)
 - Costo alternativo / opportunità dell'Uso dello Spazio (Utilizzatore coincidente con il Proprietario)
- Per stimare il beneficio economico è fondamentale
 - individuare la quantità di Reddito che il bene può generare
 - considerare il canone effettivo in funzione del contratto esistente
- Per l'individuazione del fattore di correzione temporale (rischio) occorre analizzare il Mercato degli Investimenti -> Rendimento atteso
- La metodologia, con le opportune varianti, è applicabile anche alla valutazione di Suoli e Sviluppi, dando origine al Processo di Trasformazione



Approccio ai Criteri Applicativi

- La Metodologia Economico-finanziaria si articola in due criteri applicativi:
 1. **Criterio Reddituale**
 2. **Criterio Finanziario**
- È importante la corretta scelta dell'orizzonte temporale e la stima di un valore finale:
 - l'edificio può avere una vita utile di decenni
 - il suolo presenta una vita utile infinita



Approccio ai Criteri Applicativi

- Differenze tra Criterio Reddittuale e Criterio Finanziario:
 - Diversa definizione di beneficio economico che il bene è in grado di produrre
 - Orizzonte temporale considerato
 - Algoritmo di calcolo
- La metodologia Economico-Finanziaria utilizza due tipi di tassi immobiliari:
 1. Tasso di Capitalizzazione o **Cap Rate** (Criterio Reddittuale)
 2. Tasso di attualizzazione o **Discount Rate** (Criterio Finanziario)



Critero Reddituale

- Si riferisce a espressioni sintetiche basate sulla quantificazione di un **Reddito periodale stabilizzato** (solitamente su base annuale)

Algoritmo di calcolo del criterio reddituale

- Il Criterio reddituale si ricollega al modello di Gordon per determinare il valore sulla base dei flussi monetari futuri secondo il quale il valore di un bene è dipendente dalla sua redditività (R= reddito stabilizzato) capitalizzata per un tasso «i»

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{R}{(1+k)^t} = \frac{R}{i}$$



Critério Reddituale

Conto economico di un Immobile Esistente secondo le regole contabili

	Ricavi
<i>a</i>	+ <i>Canoni e affitti potenzialmente ottenibili</i>
<i>b</i>	+ <i>Altri ricavi</i>
<hr/>	
$C = a + b$	Reddito Lordo Potenziale (Potential Gross Income)
<i>d</i>	- <i>Sfitto effettivo</i>
<i>e</i>	- <i>Perdita su crediti</i>
<hr/>	
$F = C - d - e$	Reddito Lordo Effettivo (Effective Gross Income)
<i>g</i>	<i>Imposte sulla proprietà (eg. IMU/TASI)</i>
<i>h</i>	<i>Assicurazione</i>
<i>i</i>	<i>Imposta di registro</i>
<i>j</i>	<i>Manutenzione straordinaria</i>
<i>k</i>	<i>Tenant improvements</i>
<i>l</i>	<i>Property & Facility Management</i>
<i>m</i>	<i>Commissioni di intermediazione (Leasing fees)</i>
<i>n</i>	<i>Altri costi minori</i>
$O = g + [...] + n$	- Costi Operativi Totali
<hr/>	
$P = F - O$	Reddito Operativo Netto (Net Operating Income - NOI)
<i>q</i>	- <i>Ammortamenti</i>
<i>r</i>	- <i>Oneri Finanziari</i>
<hr/>	
$S = P - q - r$	Reddito Ante Imposte (Earnings Before Taxes - EBT)
<i>t</i>	- <i>Imposte sui redditi</i>
<hr/>	
$U = S - t$	Reddito Netto (Net Income - NI)



Critério Reddittuale

Conto economico di un Immobile Esistente per l'applicazione del Critério Reddittuale

	Ricavi
<i>a</i>	+ <i>Canoni e affitti potenzialmente ottenibili</i>
<i>b</i>	+ <i>Altri ricavi</i>

$C = a + b$	Reddito Lordo Potenziale (Potential Gross Income)
<i>d</i>	– <i>Sfitto effettivo</i>
<i>e</i>	– <i>Perdita su crediti</i>

$F = C - d - e$	Reddito Lordo Effettivo (Effective Gross Income)
<i>g</i>	<i>Imposte sulla proprietà (eg. IMU/TASI)</i>
<i>h</i>	<i>Assicurazione</i>
<i>i</i>	<i>Imposta di registro</i>
<i>j</i>	<i>Accantonamento per Manutenzione straordinaria</i>
<i>k</i>	<i>Tenant improvements</i>
<i>l</i>	<i>Property & Facility Management</i>
<i>m</i>	<i>Commissioni di intermediazione (Leasing fees)</i>
<i>n</i>	<i>Altri costi minori</i>
$O = g + [...] + n$	– Costi Operativi Totali

$P = F - O$	Reddito Operativo Netto stabilizzato (stabilized Net Operating Income)
-------------------------------	---



Critério Reddittuale

Differenze tra i due modelli:

1. **Accantonamento per manutenzione straordinaria:** sarebbe preferibile usare un importo medio in quanto tale voce è variabile nel tempo e l'utilizzo del valore effettivo potrebbe condurre a un'erronea stima della capacità reddituale del bene
2. **Non sono state considerate le definizioni reddituali al di sotto del Reddito Operativo:** le grandezze finanziarie e fiscali dipendono dal Proprietario del bene e non dalla capacità reddituale dello stesso



Critério Reddituale

- Il Ricavo Lordo effettivo può essere costruito definendo un *rent roll* semplificato che già consideri le unità locate e le unità sfitte
- In un immobile con più unità locabili a più soggetti, sono possibili molteplici casi:
 - **Unità non locate:** si può ricorrere al canone di Mercato e il maggior rischio sarà legato alla scelta del tasso di Capitalizzazione
 - **Canoni di locazione contrattuali:** è preferibile utilizzare il Criterio Finanziario



Critério Reddittuale

- Risulta sempre necessario **verificare l'effettiva sostenibilità del canone in essere**: se il conduttore potrebbe non essere in grado di sostenere il canone corrente, si potrebbe utilizzare una Canone di Mercato
- Nel caso di **immobili Commerciali Attività è fondamentale l'analisi del conto economico** storico dell'attività per verificare la sostenibilità del canone



Critério Reddittuale

Le spese operative possono essere distinte in due categorie:

1. **Spese Fisse:** indipendenti dall'effettivo utilizzo dell'immobile
 2. **Spese Variabili:** dipendenti dalla locazione del bene
- Le definizioni di Reddito Lordo Potenziale e Reddito Lordo Effettivo non considerano alcun tipo di spesa operativa e rappresentano una misura meno precisa della capacità reddituale
 - Se per l'immobile oggetto di valutazione è relativamente semplice stimare la struttura di conto economico, per gli immobili comparabili risulta molto complicato



Criterio Reddittuale

- Si denota un'incertezza circa il trattamento degli investimenti che deriva dalla finalità del calcolo del Reddito Operativo Netto (NOI):
 - **Criterio Reddittuale:** si ricerca una definizione media di reddito, per cui si considererà una riserva per investimenti e la manutenzione straordinaria come voce di costo
 - **Criterio Finanziario:** si ricerca una definizione di un reddito puntuale da cui partire per la costruzione del Flusso di Cassa, per cui si considererà l'uscita di cassa per investimenti e manutenzione straordinaria nel momento in cui effettivamente si realizzano



Critério Reddituale

Applicazione del criterio reddituale

- La miglior definizione è il Reddito Operativo Netto (NOI) sostenuta anche dall'Appraisal Institute
- Utilizzo di un Tasso di Capitalizzazione univoco per tutto il campione dei *comparable*
- Individuare l'esatto orizzonte temporale :
 - Valori storici o attuali
 - Valori potenziali
 - Valori di mercato



Criteriono Finanziario

- Tale criterio è basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri
- Presenta due criticità:
 1. La determinazione dei flussi di cassa attesi
 2. La stima del tasso di attualizzazione
- Si articola in 4 passaggi:
 1. Scelta dell'orizzonte temporale
 2. Stima dei Flussi di Cassa
 3. Determinazione del valore finale
 4. Attualizzazione dei Flussi di Cassa e il calcolo del valore del bene



Criteriono Finanziario

Scelta dell'orizzonte temporale

- Nella prassi si utilizza un orizzonte simile alla durata dei contratti di locazione in essere, oppure un periodo fisso di 10 o 15 anni
- Si ritiene che l'orizzonte temporale dovrebbe essere il più breve possibile per limitare la discrezionalità.
- Normalmente si assume che i Canoni di Locazione e i Flussi di Cassa aumentino periodicamente per un valore pari alla crescita attesa del canone di Mercato e ad una percentuale dell'inflazione per il canone corrente
- Frequenza di calcolo di ogni flusso: una maggiore frequenza porta ad un calcolo più preciso (es trimestrale per gli Immobili Commerciali)



Criteriono Finanziario

Stima dei flussi di cassa

- Tra le entrate si considerano tutti i ricavi previsti da eventuali contratti esistenti al netto delle perdite su credito. Dalla data di scadenza del contratto è necessario stimare il canone di locazione di mercato cui l'immobile potrà essere locato
- Diversamente da Criteriono Reddittuale, all'interno dei costi nella determinazione del Flusso di Cassa non si dovrebbe considerare un accantonamento, ma per difficoltà nel definire un'uscita puntuale si procede ad utilizzarlo
- Vanno considerate anche:
 - Le uscite da sostenere nel momento in cui vi sia un cambio di conduttore
 - I costi commerciali (commissioni di intermediazione)
 - I costi di transazione



Critério Finanziario

	Ricavi	
<i>a</i>	+ Canoni e affitti potenzialmente ottenibili	
<i>b</i>	+ Altri ricavi	
$C = a + b$	Reddito Lordo Potenziale (Potential Gross Income)	
<i>d</i>	– Sfitto effettivo	
<i>e</i>	– Perdita su crediti	
$F = C + d + e$	Reddito Lordo Effettivo (Effective Gross Income)	
	Costi Operativi	
<i>g</i>		Imposte sulla proprietà (eg. IMU/TASI)
<i>h</i>		Assicurazione
<i>i</i>		Imposta di registro
<i>j</i>		Manutenzione straordinaria
<i>k</i>		Property & Facility Management
<i>l</i>		Altri costi minori
$M = g + [...] + l$	Costi Operativi Totali	
$N = F - M$	Reddito Netto stabilizzato (stabilized Net Operating Income)	
	Investimenti	
<i>o</i>		Capex
<i>p</i>		Tenant improvements
<i>q</i>		Commissioni di intermediazione (Leasing fees)
$R = o + p + q$	Totale Investimenti	
$S = N - R$	Flusso di Cassa Intermedio	
<i>t</i>		+ Valore Finale
<i>u</i>		– Costi di transazione e intermediazione (Brokerage fees)
$V = t - u$	Flusso di Cassa Finale	
$W = S + V$	Flusso di Cassa Totale da Attualizzare	



Criteriono Finanziario

Determinazione del valore finale

- Il Valore finale ha impatto sull'accuratezza della valutazione in quanto può rappresentare la maggior parte del valore del bene
- Per determinarlo si può ricorrere a due metodologie:
 1. Criterio Reddittuale
 2. Criterio Sintetico Comparativo



Critero Finanziario

Determinazione del valore finale

- Il Criterio Reddittuale si utilizza in particolare per gli Immobili Commerciali e si applica considerando il valore di Reddito atteso al termine dell'orizzonte temporale e il relativo Tasso di Capitalizzazione in uscita. Si calcola quindi:

$$V_t = \frac{R_{n+1}}{GOCR}$$

R= reddito

GOCR= *Going-Out Cap Rate*

T= tempo

n= ultimo periodo dell'orizzonte temporale

- Si utilizza il Criterio Sintetico comparativo quando, per la natura del bene valutato e dalle informazioni effettivamente disponibili, questo si presta meglio per la stima.



Criterio Finanziario

Attualizzazione dei Flussi di Cassa e calcolo del Valore Finale

- Il Criterio Finanziario si fonda sulla formula del Valore Attuale definito come somma di tutti i Flussi di Cassa, ognuno attualizzato a un adeguato Tasso di Attualizzazione
- Il Tasso di attualizzazione è il rendimento atteso in relazione al rischio associato al capitale esigibile ad una data futura che si intende scontare, cioè rendere equivalente ad oggi

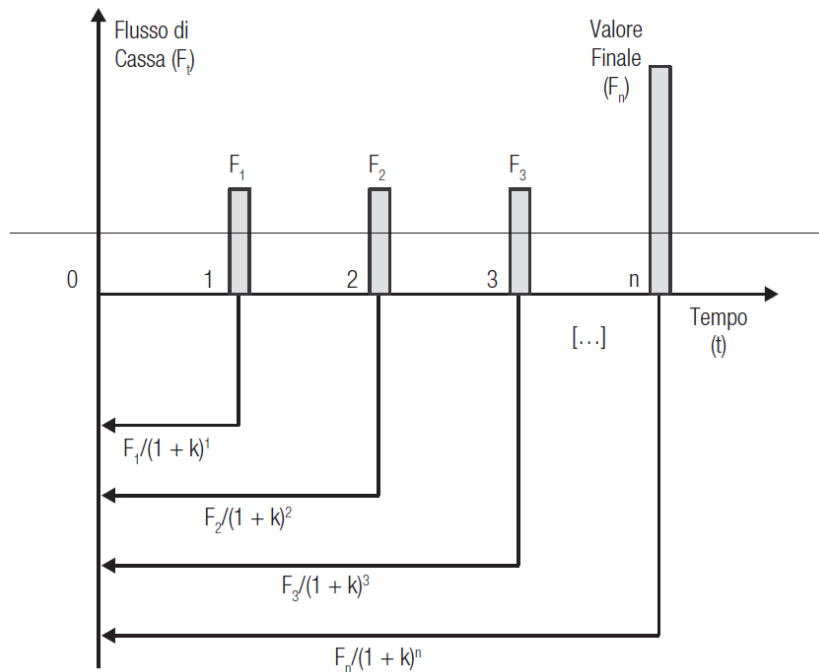
$$VA = \frac{F_1}{(1+k)^1} + \frac{F_2}{(1+k)^2} + \frac{F_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{F_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

VA= Valore Attuale
Ft= Flusso di cassa al tempo t
k= Tasso di Attualizzazione
n= ultimo periodo dell'orizzonte temporale



Criterio Finanziario

Rappresentazione grafica del processo di attualizzazione



Esempi di attualizzazione dei Flussi di Cassa

Periodo	1	2	3	4	5	Somma
Flussi di cassa	200,00	200,00	300,00	300,00	500,00	1.500,00
Flussi attualizzati	178,57	159,44	213,53	190,66	283,71	1.025,91
Tasso di attualizzazione	12%					

$$VA = \frac{200}{(1+0,12)^1} + \frac{200}{(1+0,12)^2} + \frac{300}{(1+0,12)^3} + \frac{300}{(1+0,12)^4} + \frac{500}{(1+0,12)^5} = 178,57 + 159,44 + 213,53 + 190,66 + 283,71 = 1.025,91$$



Criteriono Finanziario

Utilizzo, vantaggi e limiti

- Il Criteriono Finanziario presenta alcuni vantaggi legati alla possibilità di catturare le dinamiche economiche future del bene, prestandosi per la valutazione di beni che non hanno un reddito stabilizzato o che nella fase iniziale generano delle uscite
- Il criterio è adatto ad analizzare la sensibilità del valore dell'immobile alla variazione dei vari parametri di valutazione
- Il principale limite risiede nella difficoltà e soggettività nella determinazione del Tasso di Attualizzazione



Procedimento di Trasformazione

- Tale procedimento si utilizza per beni che nello stato attuale non possono generare utilità e che hanno valore solo in funzione degli edifici su di loro realizzabili (Suoli e Immobili a fine ciclo di vita)
- **Consiste nell'identificare il miglior utilizzo possibile di un Suolo sotto i vincoli di fattibilità legale ed economica (*Highest and Best Use*), che è quello che consente di ottenere il maggior margine**
- Si considerano 2 diverse modalità di applicazione del Procedimento basate sulla Metodologia Economico-Finanziaria:
 1. Procedimento di Trasformazione Mono-Periodale
 2. Procedimento di Trasformazione Pluri-Periodale



Procedimento di Trasformazione

Procedimento di Trasformazione Mono-Periodale

- In questo caso i valori di vendita del bene realizzabile e i suoi costi di realizzazione sono assunti su un unico periodo, quindi il procedimento si basa sulla differenza tra il prezzo ottenibile dalla vendita del bene realizzabile e il totale dei costi di realizzazione dello stesso.
- Il **prezzo ottenibile dalla vendita** viene stimato con metodologie diverse in funzione della tipologia di bene: se il bene realizzabile è a destinazione Residenziale si usa la Metodologia della Comparazione Fisica, se invece è un Immobile Commerciale si ricorre al Criterio Reddittuale
- I **costi di realizzazione** si possono dividere in:
 - Costi di Costruzione: tutti i costi afferenti alla realizzazione dell'edificio
 - Costi Finanziari: costo degli oneri finanziari per gli istituti di credito, stimati considerando un tasso di interesse applicato ad un capitale mediamente finanziabile in funzione della durata dell'intervento, e il margine del promotore, quantificato in percentuale dei costi di realizzazione



Procedimento di Trasformazione

Incassi di vendita	
<i>a</i>	<i>+ Incassi a preliminari, Stato Avanzamento Lavori e rogiti</i>
<hr/>	
A = a	Flussi di Cassa in Entrata
B = c + [...] + l	– Costi di Trasformazione
<i>c</i>	<i>Demolizioni</i>
<i>d</i>	<i>Costi ambientali / bonifiche</i>
<i>e</i>	<i>Costi diretti di costruzione (cd. hard costs)</i>
<i>f</i>	<i>Oneri e opere di urbanizzazione (primarie e secondarie)</i>
<i>g</i>	<i>Contributo commisurato al costo di costruzione</i>
<i>h</i>	<i>Oneri professionali (cd. soft costs, eg. progettazione, direzionale lavori, project management etc.)</i>
<i>i</i>	<i>Allacciamenti</i>
<i>j</i>	<i>Collaudi</i>
<i>k</i>	<i>Imprevisti (contingency)</i>
<i>l</i>	<i>Altri costi (assicurazione, marketing, spese generali)</i>
M = n + o	– Costi Operativi
<i>n</i>	<i>Imposte sulla proprietà (eg. IMU)</i>
<i>o</i>	<i>Costi di transazione e intermediazione</i>
<hr/>	
P = B + M	Flussi di Cassa in Uscita
Q = A – P	Flussi di Cassa Netti
<hr/>	



Procedimento di Trasformazione

Procedimento di Trasformazione Pluri-Periodale

Tale metodologia considera la remunerazione del capitale investito utilizzando il valore finanziario del tempo; si ricorre a una stima dei Flussi di Cassa e alla loro distribuzione nel tempo con il Criterio Finanziario

- Vantaggio: quantificazione più corretta e oggettiva del margine ed i costi finanziari sono inclusi nel Tasso di Attualizzazione
- Svantaggio: necessaria la stima dei valori di vendita del bene realizzabile e dei costi di realizzo, limitatamente ai costi di costruzione

