

Valutazione Immobiliare

Giacomo Morri & Paolo Benedetto

EGEA, 2017

www.valutazione-immobiliare.it



Tassi immobiliari

Capitolo 9

Indice

- **Misurazione del rendimento di un investimento immobiliare**
- **Tassi e mercato dei capitali**
- **Tasso di Capitalizzazione**
- **Tasso di Attualizzazione**
- **Modalità di determinazione dei tassi**



Misurazione del rendimento di un investimento immobiliare

- Per qualunque investimento il Rendimento Totale deriva da due componenti:
 1. Rendimento Corrente (yield): rapporto tra il Reddito e il valore del bene
 2. Rendimento da Capital Gain: rapporto tra l'incremento di valore nel periodo e il valore del bene a inizio periodo

Prezzo di Acquisto €100
Reddito nel periodo €7
Prezzo di Vendita €105

$$\text{Rendimento Corrente} = \frac{€7}{€100} = 7,00\% \text{ (Yield)}$$

$$\text{Rendimento da } \textit{Capital Gain} = \frac{€105 - €100}{€100} = 5,00\% \text{ (Growth Return)}$$

$$\text{Rendimento Totale} = \frac{(€105 - €100) + €7}{€100} = 12,00\% \text{ (Total Return)}$$



Misurazione del rendimento di un investimento immobiliare

Calcolo del rendimento per un Immobile Esistente su più periodi

Prezzo di Acquisto	€100	Rendimento da <i>Capital Gain</i> = $\frac{(\text{€}125 - \text{€}100)}{\text{€}100} = 25,00\%$ (<i>Growth Return</i>)
Reddito nel periodo 1	€7	
Reddito nel periodo 2	€8	
Reddito nel periodo 3	€9	Rendimento Totale = $\frac{(\text{€}125 - \text{€}100) + \text{€}45}{\text{€}100} = 70,00\%$ (<i>Total Return</i>)
Reddito nel periodo 4	€10	
Reddito nel periodo 5	€11	
Totale periodi	5	Rendimento Totale periodale = $\frac{70\%}{5} = 14,00\%^*$
Reddito totale nei periodi	€45	
Prezzo di Vendita	€125	<i>* Il valore è la media semplice e non rappresenta il vero Rendimento Medio composto</i>
Rendimento Corrente = $\frac{\text{€}45}{\text{€}100} = 45,00\%$ (<i>Yield</i>)		Rendimento Medio composto = $(1 + 70\%)^{\frac{1}{5}} - 1 = 11,20\%$

- Il calcolo del Rendimento Totale è stato effettuato come semplice valore medio, ma quando si tratta di rendimenti pluriperiodali si utilizza un Rendimento Medio composto
- Un ulteriore limite di questo calcolo è che non considera la diversa distribuzione dei Flussi di Cassa intermedi (Redditi Periodali)
- Nella prassi si ricorre al Tasso Interno di Rendimento (IRR) che rappresenta il valore del Tasso di Attualizzazione che rende uguale a zero la sommatoria dei Flussi di Cassa attualizzati

$$\sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+IRR)^t} = 0$$



Misurazione del rendimento di un investimento immobiliare

- L'IRR rappresenta il massimo costo del capitale che un investimento può sopportare affinché permanga la sua convenienza economica, ovvero il suo VAN sia positivo

Calcolo del rendimento pluriperiodale (IRR) per un Immobile Esistente

Periodo	0	1	2	3	4	5
Prezzo di Acquisto	-€ 100					
Reddito nel periodo	€ 0	€ 7	€ 8	€ 9	€ 10	€ 11
Prezzo di Vendita						€ 125
Flusso	-€ 100	€ 7	€ 8	€ 9	€ 10	€ 136
IRR	12,65%					

Periodo	0	1	2	3	4	5
Flusso	-€ 100	€ 7	€ 8	€ 9	€ 10	€ 136
Tasso di attualizzazione	12,65%					
Flusso attualizzato	-€ 100,00	€ 6,21	€ 6,30	€ 6,30	€ 6,21	€ 74,98
Flusso attualizzato cumulato	-€ 100,00	-€ 93,79	-€ 87,48	-€ 81,19	-€ 74,98	€ 0,00
VAN	€ 0,00					



Misurazione del rendimento di un investimento immobiliare

- Il rendimento dipende dunque da due elementi
 1. La dimensione dei flussi di cassa
 2. La loro distribuzione temporale
- A fini didattici possiamo semplificare:
 1. Il Tasso di Capitalizzazione corrisponde al Rendimento Corrente (yield)
 2. Il Tasso di Attualizzazione corrisponde al Rendimento Totale atteso (IRR)
 3. La relazione tra i due tassi è strettamente legata alla crescita attesa dei flussi futuri
- In funzione delle diverse tipologie di operazioni immobiliari prevarranno diverse componenti di redditività:
 - In uno Sviluppo ci sarà la componente di Rendimento da Capital Gain
 - In un Immobile Esistente è presente la componente di Rendimento Corrente



Tassi e mercato dei capitali

- Sia per il Tasso di Capitalizzazione che per il Tasso di Attualizzazione, vale la relazione:

$$\text{Tasso immobiliare} = \text{Rendimento di un'attività priva di rischio (Risk-free Rate)} + \text{Premio per il rischio dell'investimento immobiliare (Risk Premium)}$$

1. **Default Risk:** rappresenta la possibilità che quest'ultimo non sia in grado di restituire il capitale ricevuto; si assume dunque un'obbligazione con il massimo rating (Titolo del Tesoro emesso da uno Stato con una solida economia). Se si vuole includere il rischio Paese, allora si potrà considerare un titolo dello Stato in cui è ubicato l'immobile
2. **L'incertezza circa i tassi di reinvestimento:** un titolo risk-free sarà privo di Flussi di Cassa prima del termine dell'orizzonte temporale di riferimento; inoltre è necessario essere coerenti con l'orizzonte temporale rispetto al quale si vuole stimare il tasso risk-free



Tassi e mercato dei capitali

- **Il Risk Premium è il maggior rendimento richiesto per investire in attività rischiose rispetto all'attività priva di rischio**
 1. Parlare di un unico Risk Premium nell'investimento immobiliare appare limitativo per le differenze di rischio tra diversi immobili
 2. Nel settore immobiliare si può rilevare la differenza tra Yield e il rendimento del relativo titolo privo di rischio.
 - Approccio ex-post
 - Approccio ex-ante



Tasso di Capitalizzazione (Cap Rate)

- Il Tasso di Capitalizzazione è una grandezza che lega il valore di un asset al flusso reddituale generato in un periodo
- Nel mercato immobiliare, secondo l'Appraisal Institute (2002):
« il Tasso di Capitalizzazione è un tasso di rendimento per una proprietà immobiliare che riflette la relazione tra le attese del reddito operativo netto di un singolo anno e il prezzo o valore totale della proprietà; viene utilizzato per convertire il reddito operativo in un'indicazione di valore totale della proprietà »



Tasso di Capitalizzazione (Cap Rate)

Going-In e Going-Out Cap Rate

- In funzione del momento di stima si possono considerare due definizioni de Tasso di Capitalizzazione:

1. *Going-In Cap Rate*: il rapporto, alla data della valutazione, tra il Reddito Iniziale e il valore dell'immobile

2. *Going-Out Cap Rate*: tasso utilizzato per convertire un Reddito finale nel valore dell'immobile atteso al termine dell'orizzonte temporale di valutazione



Tasso di Capitalizzazione (Cap Rate)

Going-In e Going-Out Cap Rate

- **Mentre esiste un solo GICR con riferimento ad una precisa data, occorre utilizzare GOCR diversi lungo l'orizzonte temporale della valutazione**
- La differenza tra i due tassi è quantificata in un certo numero di *basis point*, le determinanti di questo incremento sono:
 1. L'incertezza sul futuro si riflette in un maggior rischio insito nel GOCR
 2. Quando si determina il GOCR, in assenza di interventi di ristrutturazione, va considerata una riduzione della vita economica utile rispetto al momento iniziale



Tasso di Capitalizzazione (Cap Rate)

Going-In e Going-Out Cap Rate

Considerazioni per la quantificazione di un GOCR

- **Durata dell'orizzonte temporale della valutazione:** una effettiva differenza tra GICR e GOCR ha senso solamente laddove l'orizzonte temporale sia relativamente esteso
- **Le attuali condizioni dell'edificio possono assumere un rilievo notevole:** per un edificio appena realizzato, su un orizzonte temporale di pochi anni, potrebbe non essere necessario attribuire un differenziale; nel caso di un orizzonte più esteso, è utile prestare attenzione alle previsioni di costi di manutenzione, investimenti e differenziale di tasso



Tasso di Capitalizzazione (Cap Rate)

Going-In e Going-Out Cap Rate

- **Gli investimenti** previsti per la manutenzione dell'edificio o la possibilità di **riqualificazioni** che possano mutare la qualità dello spazio e il rischio dell'immobile
- **Eventuali attese di variazioni nei tassi di mercato:** queste dipendono da una generale variazione delle attese di rendimento nel mercato, pertanto tutte le considerazioni precedenti sono valide sotto l'ipotesi che non vi siano cambiamenti economici che impattino sul bene



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

- Il Tasso di Attualizzazione si utilizza nella formula del **Valore Attuale** per rendere compatibili tra loro, al tempo presente, Flussi di Cassa disponibili a date future
- È un **costo opportunità** legato al rendimento offerto da investimenti alternativi comparabili per profilo di rischio, che rappresenta un'adeguata remunerazione per la rischiosità cui si espone l'investitore
- Viene chiamato anche Discount Rate e rappresenta il **rendimento complessivo atteso dell'investimento** (IRR)



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Coerenza tra il Tasso di Attualizzazione e il Flusso di Cassa

- Vanno considerati i seguenti punti:
 1. Il finanziamento e la situazione fiscale
 2. La situazione locativa
 3. La curva dei tassi di interesse

Il finanziamento e la situazione fiscale

- **Stima del Valore di Investimento**: si utilizza il **Free Cash Flow from Operations**, stimato **considerando la dimensione fiscale**; nel caso sia determinata la struttura finanziaria effettiva si potranno considerare anche gli oneri finanziari effettivi e la dinamica dei flussi di rimborso ed erogazione del debito, usando il Free Cash Flow to Equity
- **Stima del Valore di Mercato**: si utilizza il **Flusso al lordo delle imposte e degli oneri finanziari**, anche il Tasso di Attualizzazione dovrà essere calcolato allo stesso livello



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Coerenza tra il Tasso di Attualizzazione e il Flusso di Cassa

La situazione Locativa

- Nella valutazione di Immobili bisogna tener conto che ci possono essere periodi temporali diversi e frequentemente uno stesso immobile può presentare unità locate ed altre sfitte
- Nella prassi tale differenziale di rischio spesso non viene esplicitato, ma viene assunto nella quantificazione del tasso, che rappresenta una media ponderata



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Coerenza tra il Tasso di Attualizzazione e il Flusso di Cassa

La situazione Locativa

- In un'Operazione di Sviluppo occorrerebbe distinguere tra la fase di trasformazione e quella di vendita, ma anche in questo caso viene utilizzata una media ponderata:
 - Nel caso di Operazioni di Sviluppo di Immobili Residenziali con vendita frazionata delle unità è corretto scegliere un unico tasso
 - Nel caso di Operazioni di sviluppo di Immobili commerciali la scelta di un unico tasso risulta corretta fintanto che l'operazione si concluda nell'orizzonte temporale necessario a portare a regime l'immobile



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Coerenza tra il Tasso di Attualizzazione e il Flusso di Cassa

La curva dei tassi di interesse

- Teoricamente si dovrebbero dunque utilizzare diversi Tassi di attualizzazione nello scontare flussi con diverse scadenze ma nella pratica difficilmente ciò è applicato
- Anche in questo caso si fa riferimento ad un rendimento medio atteso secondo la durata dell'investimento, riferendosi a rendimenti richiesti per investimenti con la stessa durata dell'orizzonte temporale utilizzato per la valutazione



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Le componenti del Tasso di Attualizzazione

- Gli investimenti, in particolare quelli immobiliari, si caratterizzano per una struttura finanziaria complessa, dove sono presenti sia la componente di debito che di equity
- Ai fini dell'attualizzazione dei Flussi di Cassa operativi deve essere utilizzato un tasso rappresentativo del rendimento atteso di tutte le risorse finanziarie utilizzate: tale tasso è individuabile nel WACC

$$\text{WACC} = k_d^* D\% + k_e^* E\%$$

- La struttura finanziari (rapporto tra debito ed equity) è stimata a valori di mercato sulla base dell'obiettivo di lungo termine
- Nella stima del Valore di Mercato di un bene si utilizzano valori di rendimento richiesto per equity, debito e la struttura finanziaria ricorrendo a valori correntemente richiesti dal mercato per lo specifico bene



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Le componenti del Tasso di Attualizzazione

La struttura finanziaria

1. La disponibilità di credito agli investimenti immobiliari varia nel tempo e nello spazio, oltre che in funzione della tipologia di immobile e delle sue caratteristiche
2. La concessione di credito al settore immobiliare è legata sia alla disponibilità di credito del sistema bancario, sia all'esposizione effettiva del settore
3. A livello geografico il livello di finanziabilità con debito varia in funzione dell'ubicazione del bene
4. Vi è un'elevata differenza nella finanziabilità in base alla tipologia dell'immobile:
 - Gli Immobili Esistenti presentano un maggior livello di finanziabilità con Debito in quanto i Flussi di Cassa da essi generati sono più stabili e dunque meno rischiosi
 - I Flussi di Cassa delle Operazioni di Sviluppo sono molto più rischiosi in quanto legati a fattori difficili da prevedere e dunque presentano un minor livello di finanziabilità con Debito



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Le componenti del Tasso di Attualizzazione

Debito

- Il costo del Debito esprime il costo corrente richiesto dal mercato per finanziare l'immobile oggetto di valutazione
- Il tasso da ricercare è rappresentativo del costo del finanziamento che si potrebbe ottenere sul mercato assumendo come unica garanzia il bene
- Il costo del Debito si può suddividere in due componenti:
 1. Tasso base di riferimento: il finanziamento deve essere considerato a tasso fisso, senza considerare il rischio di variazione dei tassi di interesse. Il tasso base da prendere in esame è l'Eurirs (deve avere una durata coerente)
 2. Spread: per la stima è necessario condurre un'indagine di mercato presso gli istituti bancari



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Le componenti del Tasso di Attualizzazione

Equity

- Il costo dell'Equity esprime il Rendimento Totale correntemente richiesto dal mercato degli investitori per investire in un immobile simile a quello oggetto di valutazione
- Tale rendimento dovrà sempre essere superiore rispetto al costo del Debito
- Ai fini della stima del Valore di Mercato il rendimento considerato è al lordo delle imposte
- Il costo dell'Equity è funzione del rischio complessivo dell'investimento, cioè considera il rischio operativo e quello finanziario; per tale ragione per la stima dell'Equity occorre aver già definito la struttura finanziaria



Tasso di Attualizzazione (Discount Rate)

Le componenti del Tasso di Attualizzazione

Equity

- Il costo dell'Equity richiede la stima di due componenti: tasso *risk-free* e un *Risk Premium*
- Per la stima del *risk-free* si hanno alcune alternative:
 - Utilizzo del rendimento di un titolo del tesoro privo di default risk
 - Utilizzo del rendimento di un titolo del Tesoro del paese in cui è ubicato l'immobile
 - Utilizzo del Rendistato, un rendimento medio ponderato di un paniere di titoli di stato, pubblicato da Banca d'Italia
 - Utilizzo dell'Eurirs



Modalità di determinazione dei tassi

- Nel mercato immobiliare è difficile estrarre o stimare il rendimento complessivo di un bene, non esistendo serie storiche con tutte le caratteristiche dell'investimento
- **Il rendimento immediato (yield) è l'unico facilmente riscontrabile, dunque è possibile estrarre solo i Tassi di Capitalizzazione**



Modalità di determinazione dei tassi

- Nel settore immobiliare vengono individuate diverse metodologie per ricavare i tassi immobiliari:
 1. Estrazione dal mercato
 2. Derivazione del Tasso di Attualizzazione dal Tasso di Capitalizzazione
 3. Buld-Up Approach
 4. Analisi delle opinioni di rendimento degli operatori
 5. Band of Investment Technique: consiste nel ricavare il tasso partendo dalle componenti base, individuabili secondo il criterio finanziario o secondo il criterio immobiliare
 6. Formule di Ellwood, di Akerson e altra «archeologia finanziaria»: in letteratura si trovano diverse formule per la stima del tasso sviluppate in epoche in cui il calcolo stesso rappresentava un limite



Modalità di determinazione dei tassi

	Tasso di Capitalizzazione	Tasso di Attualizzazione
Estrazione dal Mercato	Si fonda sull'estrazione di <i>Yield</i> di Immobili Comparabili scambiati sul Mercato, a cui vengono apportate opportune variazioni. È la tecnica utilizzata più comunemente nella prassi di mercato.	<i>Tecnica non direttamente applicabile.</i>
Derivazione del Tasso di Attualizzazione dal Tasso di Capitalizzazione	–	Si basa sulla relazione esistente tra Rendimento Totale (IRR) e Rendimento Corrente (<i>Yield</i>). Richiede coerenza a livello di Reddito e Flusso.
Build-Up Approach	Sebbene più tipicamente utilizzata ai fini della stima del Tasso di Attualizzazione, può essere utilizzata anche nella ricerca di un <i>Cap Rate</i> .	Esprime il Tasso di Attualizzazione in funzione delle componenti specifiche di rischio (WACC). È la tecnica utilizzata più comunemente nella prassi di mercato.
Analisi delle opinioni di rendimento degli operatori	Si fonda, in modo simile all'estrazione dei tassi dal mercato, sull'opinione degli operatori che forniscono indicazioni di Tassi per localizzazioni e tipologie.	Può essere utile per fornire parametri di riferimento anche su singole componenti del <i>Build-Up Approach</i> (eg. Costo dell' <i>Equity</i>)



Modalità di determinazione dei tassi

Estrazione dal mercato

- Tale tecnica prevede che i Tassi di Capitalizzazione siano estratti direttamente dal mercato analogamente alla metodologia della Comparazione Diretta, con analisi qualitative dei beni, effettuando opportune variazioni sulla base delle differenze nelle caratteristiche degli Immobili comparabili
- Un Tasso di Capitalizzazione estratto dal mercato è dato dal reddito di un singolo anno diviso per il prezzo di vendita della proprietà

$$Cap Rate = Yield = \frac{Reddito}{prezzo}$$

- La principale difficoltà nell'utilizzo dell'estrazione dal mercato è rappresentata dallo scarso numero di transazioni comparabili in un ragionevole intervallo di tempo e nella stessa area geografica



Modalità di determinazione dei tassi

Estrazione dal mercato

- Per ottenere un tasso significativo è necessario che vi siano:
 - **Numero sufficiente di transazioni comparabili**
 - **La possibilità di conoscere la serie storica delle entrate e delle spese per ogni transazione comparabile** o disporre di dati sufficienti a stimare le entrate, le spese e il tasso di occupazione
- Di seguito alcuni errori nei quali si può incorrere nell'estrazione dal mercato:
 - Transazioni comparabili inadeguate
 - Transazioni comparabili lontane nel tempo
 - Differenze nell'acquirente



Modalità di determinazione dei tassi

Estrazione dal mercato

- L'immobile oggetto di analisi e il campione di beni per cui si dispone dell'informazione devono possedere le medesime caratteristiche in termini di:
 - *Highest and Best Use*
 - Localizzazione
 - Condizioni fisiche dell'immobile
 - Vita residua
 - Situazione attuale e aspettative future sui risultati reddituali
 - Struttura finanziaria potenziale



Modalità di determinazione dei tassi

Derivazione del Tasso di Attualizzazione dal Tasso di Capitalizzazione

- Il Tasso di Attualizzazione rappresenta anche il Rendimento Totale atteso dall'investimento, differenziandosi dal Tasso di Capitalizzazione che rappresenta il Rendimento Corrente
- Tale relazione è utile per stimare il Tasso di Attualizzazione partendo dall'estrazione di un Tasso di Capitalizzazione calcolato per beni simili mediante la stima di un addendo che e considera le attese di crescita futura dei flussi (*Capital Gain*)

$$Valore = \frac{Reddito}{k - g}$$

- Dove k rappresenta il Tasso di Attualizzazione, incognita che può essere calcolata aggiungendo al Tasso di Capitalizzazione i un coefficiente g che rappresenta il tasso atteso di crescita futura dei flussi, ovvero si potrà assumere $k = i + g$
- **Nella prassi viene utilizzata l'inflazione attesa quale approssimazione del tasso di crescita dei Redditi futuri**



Modalità di determinazione dei tassi

Build Up Approach

- Questa metodologia consente di definire un tasso in funzione delle componenti specifiche di rischio, è anche utilizzabile per correggere i tassi ottenuti dalla metodologia di Estrazione dal Mercato
- La formula generale di sommatoria dei rendimenti richiesti per singolo fattore di rischio può essere affinata e applicata nella ricerca di un tasso individuando le due componenti principali:

$$\text{Tasso immobiliare} = \text{Rendimento di un'attività priva di rischio (Risk-free Rate)} + \text{Premio per il rischio dell'investimento immobiliare (Risk Premium)}$$



Modalità di determinazione dei tassi

Analisi delle opinioni degli operatori sul rendimento atteso

- Nei mercati più trasparenti alcune società di consulenza pubblicano periodicamente report, che si basano sull'opinione di diversi operatori, in cui si riportano indicazioni sui tassi
- Nei mercati dove non esistono rilevazioni sistematiche pubblicate, il valutatore potrebbe ottenere lo stesso risultato mediante un'indagine diretta presso gli investitori che operano nel mercato specifico

