

Antonio Benvenuti



LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI

STIMA DEL VALORE DI MERCATO SECONDO LA NORMA UNI 11612

Esempi di casi di studio

CASO STUDIO 8 “Valore di mercato di un appartamento”

ABSTRACT

“Trattasi di una valutazione di un appartamento per una vendita delle quote di proprietà con applicazione della capitalizzazione finanziaria con ricerca del saggio di capitalizzazione mediante il criterio deduttivo (*yield and change formulas*). Al termine è stata inserita una interessante nota (sviluppo della metodica della capitalizzazione diretta)”.

Il mandato ricevuto è finalizzato all'accertamento del valore di mercato del bene in oggetto secondo il formulato quesito.

Gli Standard Internazionali di Valutazione (IVS, EVS, RICS) definiscono i principi su cui si basa la definizione di valore di mercato che nella sostanza risulta “...l'ammontare stimato per il quale un determinato immobile può essere compravenduto alla data della valutazione tra un acquirente e un venditore, essendo entrambi i soggetti non condizionati, indipendenti e con interessi opposti, dopo un'adeguata attività di marketing durante la quale le parti hanno agito con eguale capacità, con prudenza e senza alcuna costrizione”.

I procedimenti di valutazione, riconosciuti a livello internazionale, per determinare il valore di mercato di un immobile sono i) il metodo del confronto di mercato, ii) metodo finanziario e iii) metodo dei costi.

- Il **metodo del confronto di mercato** prevede un'analisi dei prezzi di immobili facenti parte il medesimo segmento di mercato dell'immobile da stimare e quindi una comparazione sulla base delle caratteristiche immobiliari (che provocano una variazione del prezzo) e, conseguentemente, alla correzione del prezzo del comparabile.
- Il **metodo finanziario** si basa sul principio che un bene vale per quello che rende quando, cioè, una proprietà può essere compravenduta sulla base della sua capacità e caratteristica di produrre un reddito; il metodo si suddivide in tre diverse procedure: capitalizzazione diretta, capitalizzazione finanziaria e analisi del flusso di cassa scontata.
- Il **metodo dei costi** (costo di sostituzione deprezzato) è normalmente utilizzato per valutare un *immobile speciale* oppure in presenza di un *mercato limitato*.

Sono state assunte informazioni per le quali risulta una particolare appetibilità dalla parte offerta di beni immobili aventi le caratteristiche di visibilità del mare e con accesso pedonale come nella fattispecie.

È stata svolta una ricerca di mercato dalla quale sono risultate numero due com-

pravendite ma, purtroppo, alcune delle caratteristiche dei comparabili – che provocano la variazione di prezzo degli immobili – non sono del tutto corrispondenti a quelle dell'immobile oggetto di valutazione per cui non è stato possibile utilizzare la procedura del confronto di mercato.

Tenuto conto della situazione del mercato e della specifica e dettagliata indagine svolta si è ritenuto opportuno applicare, per la valutazione del fabbricato, la metodica finanziaria e specificatamente il criterio della capitalizzazione finanziaria.

Mediante una ricerca induttiva, il canone di mercato determinato per l'immobile in oggetto risulta (arrotondato) pari a 15.000,00€/anno in considerazione di una possibile locazione nel periodo estivo.

Il saggio di capitalizzazione può essere determinato mediante un criterio induttivo e/o deduttivo.

Nella fattispecie, attesa la difficoltà di reperire opportuni e necessari elementi di mercato si ritiene opportuno procedere mediante il criterio deduttivo utilizzando il *band of investment (mortgage and equity components)*.

Il saggio di capitalizzazione (diretta) è determinato mediante la seguente formula.

$$S_D = LTV * S_M + (1 - LTV) * S_E$$

dove:

- S_D saggio capitalizzazione (diretta)
- LTV rapporto tra somma prestata e valore dell'immobile
- S_M saggio capitalizzazione del mutuo
- S_E saggio di redditività diretta

Considerando un saggio di interesse del 4,3%, un LTV del 0,80 e la durata del mutuo di 20 anni, si avrà un saggio di capitalizzazione del mutuo pari a 7,55% applicando la seguente formula:

$$S_M = \frac{s}{1 - (1 + s)^{-n}} = \frac{0,043}{1 - (1 + 0,043)^{-20}} = 0,0755$$

dove:

- S_M saggio capitalizzazione mutuo
- s saggio interesse mutuo
- n durata del mutuo

A tal fine è necessario calcolare il saggio di redditività diretta mediante la seguente formula.

$$S_E = \frac{LTV}{\mu} * \frac{1 - \mu}{1 - LTV} * S_M$$

dove:

LTV rapporto tra somma prestata e valore dell'immobile

S_M saggio capitalizzazione mutuo

μ rapporto quota ammortamento e reddito

Tenuto di conto dell'ubicazione e della destinazione, delle possibilità di locazione e delle analisi di dati statistici si può assumere per $\mu = 1,80$ in considerazione dell'aumento dei saggi di interessi per cui, applicando la formula si avrà un saggio di redditività diretta pari a $-17,51\%$.

$$S_M = \frac{LTV}{\mu} * \frac{1 - \mu}{1 - LTV} * S_M = \frac{0,80}{1,80} * \frac{1 - 1,80}{1 - 0,80} * 0,0755 = -17,51$$

Applicando la formula sopra esposta, si avrà un saggio di capitalizzazione diretta (lordo) pari a 4,38.

$$S_D = LTV * S_M + (1 - LTV) * S_E = 0,80 * 0,0755 + (1 - 0,80) * (-)17,51$$

Il saggio di capitalizzazione nella capitalizzazione finanziaria S_Y può essere determinato deduttivamente mediante la formula “*yield and change formulas*”:

$$S_Y = S_{D(N)} \pm \Delta$$

dove:

$S_{D(N)}$ saggio capitalizzazione netto nella capitalizzazione diretta

S_Y saggio di capitalizzazione nella capitalizzazione finanziaria

Δ aggiustamento redditi e variazione dei prezzi

Formula che può essere risolta matematicamente attraverso il flusso di cassa di conversione dei saggi.

Si assume:

- saggio di capitalizzazione diretta netto $S_{D(N)}$ 0,03175
- saggio annuo di variazione del reddito S_R 0,00
- saggio annuo di variazione del costo S_C 0,01
- saggio annuo di variazione dei prezzi d 0,005

- incidenza del costo sul reddito Y_C 0,275
- orizzonte temporale anni n 10

Si sviluppa, quindi, il seguente flusso di cassa:

- 0 $-(1 - Y_C)$
- 1 $S_{D(N)} * (1 - Y_C)$
- 2 $S_{D(N)} * [(1 + S_R) - Y_C * (1 + S_C)]$
- 3 $S_{D(N)} * [(1 + S_R)^{n-1} - Y_C * (1 + S_C)^{n-1}]$
- 4 $S_{D(N)} * [(1 + S_R)^{n-1} - Y_C * (1 + S_C)^{n-1}]$
- 5 $S_{D(N)} * [(1 + S_R)^{n-1} - Y_C * (1 + S_C)^{n-1}]$
- 6 $S_{D(N)} * [(1 + S_R)^{n-1} - Y_C * (1 + S_C)^{n-1}]$
- 7 $S_{D(N)} * [(1 + S_R)^{n-1} - Y_C * (1 + S_C)^{n-1}]$
- 8 $S_{D(N)} * [(1 + S_R)^{n-1} - Y_C * (1 + S_C)^{n-1}]$
- 9 $S_{D(N)} * [(1 + S_R)^{n-1} - Y_C * (1 + S_C)^{n-1}]$
- 10 $S_{D(N)} * [(1 + S_R)^{n-1} - Y_C * (1 + S_C)^{n-1}] + (1 + Y_C) * (1 + d)^n$

che rappresenta l'equazione del saggio di rendimento interno e del saggio di redditività finanziaria nel metodo della capitalizzazione finanziaria che risulta pari a 3,5582%.

È possibile, quindi, definire il flusso di cassa e determinare il valore attuale dei redditi netti.

Tabella 7.12

ANNI	CANONE	AMMORTAMENTO	MANUTENZIONE	ASSICURAZIONE	AMMINISTRAZIONE	IMPOSTE	INESIGIBILITÀ	CANONE NETTO	VAN
1	15.000,00€	300,00€	300,00€	225,00€	300,00€	1.500,00€	1.500,00€	10.875,00€	10.501,34€
2	15.000,00€	303,00€	303,00€	227,25€	303,00€	1.515,00€	1.515,00€	10.833,75€	10.102,06€
3	15.000,00€	306,03€	306,03€	229,52€	306,03€	1.530,15€	1.530,15€	10.792,09€	9.717,44€
4	15.000,00€	309,09€	309,09€	231,82€	309,09€	1.545,45€	1.545,45€	10.750,01€	9.346,97€
5	15.000,00€	312,18€	312,18€	234,14€	312,18€	1.560,91€	1.560,91€	10.707,51€	8.990,13€
6	15.000,00€	315,30€	315,30€	236,48€	315,30€	1.576,52€	1.576,52€	10.664,58€	8.646,43€
7	15.000,00€	318,46€	318,46€	238,84€	318,46€	1.592,28€	1.592,28€	10.621,23€	8.315,40€

ANNI	CANONE	AMMORTAMENTO	MANUTENZIONE	ASSICURAZIONE	AMMINISTRAZIONE	IMPOSTE	INSEGNABILITÀ	CANONE NETTO	VAN
8	15.000,00€	321,64€	321,64€	241,23€	321,64€	1.608,20€	1.608,20€	10.577,44€	7.996,59€
9	15.000,00€	324,86€	324,86€	243,64€	324,86€	1.624,29€	1.624,29€	10.533,22€	7.689,54€
10	15.000,00€	328,11€	328,11€	246,08€	328,11€	1.640,53€	1.640,53€	10.488,55€	7.393,85€

Il valore attuale netto dei redditi netti risulta pari a 88.699,81€.

Il valore finale è determinato mediante la capitalizzazione diretta, il saggio di capitalizzazione finale (*going out*) è stato calcolato mediante la prescritta formula e risulta 2,9137%.

$$S_{D(N)F} = S_{D(N)} * \frac{(1 + s_R)^{n-1} - y_C * (1 + s_C)^{n-1}}{(1 - y_C) * (1 + d)^n}$$

dove:

$S_{D(N)}$ saggio di capitalizzazione nella capitalizzazione diretta

$S_{D(N)F}$ saggio di capitalizzazione finale (*going out*)

S_R saggio annuo di variazione del reddito

S_C saggio di variazione del costo

d saggio annuo di variazione dei prezzi

Y_C indice del costo sul reddito

n orizzonte temporale (anni)

Il valore finale a termine dell'orizzonte temporale è pari a:

$$10.488,55 \text{ €} / 2,9137\% = 359.979,50 \text{ €}$$

Tale valore, attualizzato, risulta 253.765,95€

In conclusione, il valore di mercato, alla data della presente, è pari a 342.465,75€⁽³²⁾ arrotondato a 340.000,00€.

NOTA

Il quesito estimativo è stato risolto mediante la metodica della capitalizzazione finanziaria.

Come abbiamo visto, in altra parte del libro, la determinazione del valore di mercato applicando la metodica della capitalizzazione diretta e della capita-

.....

32. $88.699,81 \text{ €} + 253.765,95 \text{ €} = 342.465,75 \text{ €}$.

lizzazione finanziaria producono il medesimo importo.

Nel caso esposto, in cui fosse stata applicata la capitalizzazione diretta sussisteva due possibilità: la capitalizzazione diretta con canone di mercato lordo oppure la capitalizzazione diretta con canone di mercato netto.

Di seguito lo sviluppo dei due calcoli.

1) Capitalizzazione diretta (canone di mercato lordo)

Mediante una ricerca induttiva, il canone di mercato determinato per l'immobile in oggetto risulta (arrotondato) pari a 15.000,00€/anno in considerazione di una possibile locazione nel periodo estivo.

Il saggio di capitalizzazione può essere determinato mediante un criterio induttivo e/o deduttivo.

Nella fattispecie, attesa la difficoltà di reperire opportuni e necessari elementi di mercato si ritiene opportuno procedere mediante il criterio deduttivo utilizzando il *band of investment (mortgage and equity components)*.

Il saggio di capitalizzazione (diretta) è determinato mediante la seguente formula:

$$S_D = LTV * S_M + (1 - LTV) * S_E$$

dove:

S_D saggio capitalizzazione (diretta)

LTV rapporto tra somma prestata e valore dell'immobile

S_M saggio capitalizzazione del mutuo

S_E saggio di redditività diretta

Considerando un saggio di interesse del 4,3%, un LTV del 0,80 e la durata del mutuo di 20 anni, si avrà un saggio di capitalizzazione del mutuo pari a 7,55% applicando la seguente formula:

$$S_M = \frac{s}{1 - (1 + s)^{-n}} = \frac{0,043}{1 - (1 + 0,043)^{-20}} = 0,0755$$

dove:

S_M saggio capitalizzazione mutuo

s saggio interesse mutuo

n durata del mutuo

A tal fine è necessario calcolare il saggio di redditività diretta mediante la seguente formula.

$$S_E = \frac{LTV}{\mu} * \frac{1 - \mu}{1 - LTV} * S_M$$

dove:

LTV rapporto tra somma prestata e valore dell'immobile

S_M saggio capitalizzazione mutuo

μ rapporto quota ammortamento e reddito

Tenuto di conto dell'ubicazione e della destinazione, delle possibilità di locazione e delle analisi di dati statistici si può assumere per $\mu = 1,80$ in considerazione dell'aumento dei saggi di interessi per cui, applicando la formula si avrà un saggio di redditività diretta pari a $-17,51\%$.

$$S_E = \frac{LTV}{\mu} * \frac{1 - \mu}{1 - LTV} * S_M = -17,51$$

Applicando la formula sopra esposta, si avrà un saggio di capitalizzazione diretta (lordo) pari a $4,38\%$.

$$S_D = LTV * S_M + (1 - LTV) * S_E = 0,80 * 0,0755 + (1 - 0,80) * (-)17,51$$

Per cui il valore di mercato risulta:

$$V_M = \frac{C_{M(L)}}{S_{D(L)}} = \frac{15.000,00 \text{ €}}{0,0438} = 342.465,75 \text{ €}$$

dove:

V_M valore di mercato

$S_{D(L)}$ saggio capitalizzazione diretta (lordo)

$C_{M(L)}$ canone di mercato

2) Capitalizzazione diretta (canone di mercato netto)

Mediante una ricerca induttiva, il canone di mercato determinato per l'immobile in oggetto risulta (arrotondato) pari a $15.000,00 \text{ €/anno}$ in considerazione di una possibile locazione nel periodo estivo.

Si procede, quindi, al calcolo del bilancio immobiliare ordinario, annuo e medio.

Tabella 7.13

ANNI	CANONE	AMMORTAMENTO	MANUTENZIONE	ASSICURAZIONE	AMMINISTRAZIONE	IMPOSTE	INESIGIBILITÀ	CANONE NETTO
1	15.000,00€	300,00€	300,00€	225,00€	300,00€	1.500,00€	1.500,00€	10.875,00€

Il saggio di capitalizzazione può essere determinato mediante un criterio induttivo e/o deduttivo.

Nella fattispecie, attesa la difficoltà di reperire opportuni e necessari elementi di mercato si ritiene opportuno procedere mediante il criterio deduttivo utilizzando il *band of investment (mortgage and equity components)*.

Il saggio di capitalizzazione (diretta) è determinato mediante la seguente formula.

$$S_D = LTV * S_M + (1 - LTV) * S_E$$

dove:

S_D saggio capitalizzazione (diretta)

LTV rapporto tra somma prestata e valore dell'immobile

S_M saggio capitalizzazione del mutuo

S_E saggio di redditività diretta

Considerando un saggio di interesse del 4,3%, un LTV del 0,80 e la durata del mutuo di 20 anni, si avrà un saggio di capitalizzazione del mutuo pari a 7,55% applicando la seguente formula:

$$S_M = \frac{s}{1 - (1 + s)^{-n}} = \frac{0,043}{1 - (1 + 0,043)^{-20}} = 0,0755$$

dove:

S_M saggio capitalizzazione mutuo

s saggio interesse mutuo

n durata del mutuo

A tal fine è necessario calcolare il saggio di redditività diretta mediante la seguente formula.

$$S_E = \frac{LTV}{\mu} * \frac{1 - \mu}{1 - LTV} * S_M$$

dove:

LTV rapporto tra somma prestata e valore dell'immobile

S_M saggio capitalizzazione mutuo

μ rapporto quota ammortamento e reddito

Tenuto di conto dell'ubicazione e della destinazione, delle possibilità di locazione e delle analisi di dati statistici si può assumere per $\mu = 1,80$ in considerazione dell'aumento dei saggi di interessi per cui, applicando la formula si avrà un saggio di redditività diretta pari a -17,51%.

$$S_E = \frac{LTV}{\mu} * \frac{1 - \mu}{1 - LTV} * S_M = -17,51$$

Applicando la formula sopra esposta, si avrà un saggio di capitalizzazione diretta (lordo) pari a 4,38%.

$$S_D = LTV * S_M + (1 - LTV) * S_E = 0,80 * 0,0755 + (1 - 0,80) * (-)17,51$$

Considerando che l'incidenza delle spese di esercizio Y_C sul reddito lordo è pari al 27,5%⁽³³⁾ il saggio di capitalizzazione diretta netta risulta:

$$S_{D(N)} = S_{D(L)} * (1 - Y_C) = 0,0438 * (1 - 0,275) = 3,1755\%$$

Per cui il valore di mercato risulta:

$$V_M = \frac{C_{M(N)}}{S_{D(N)}} = \frac{10.875,00 \text{ €}}{0,031755} = 342.465,75 \text{ €}$$

dove:

- V_M valore di mercato
- $S_{D(L)}$ saggio capitalizzazione diretta (lordo)
- $C_{M(N)}$ canone di mercato

Conclusioni

Applicando le tre diverse metodiche, il valore di mercato risulta il medesimo.

- | | |
|--|--------------|
| – Capitalizzazione diretta (canone di mercato lordo) | 342.465,75 € |
| – Capitalizzazione diretta (canone di mercato netto) | 342.465,75 € |
| – Capitalizzazione finanziaria | 342.465,75 € |

La scelta della metodica applicata è riservata al professionista ma sicuramente quella della capitalizzazione finanziaria è quella ritenuta maggiormente professionale!

.....

33. $(15.000,00 \text{ €} - 10.875,00 \text{ €}) / 15.000,00 \text{ €}$.