



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**



Rischi immobiliari e tassi derivanti



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

**l'appendice A.2 delle Linee Guida ABI 2022, dedicata alla
"Valutazione di Asset Speciali"**

il mercato italiano delle strutture ricettive, caratterizzato da un'elevata varietà e frammentazione dell'offerta alberghiera, dalla prevalenza di operatori indipendenti e gestioni di tipo familiare, da una scarsa penetrazione da parte delle catene alberghiere e dalla presenza di svariate tipologie e standard qualitativi, necessita sempre più, nell'ambito della valutazione immobiliare, di un approccio e una conoscenza specifica del settore, sia in relazione agli aspetti immobiliari che in relazione agli aspetti di natura gestionale



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

l'appendice A.2 delle Linee Guida ABI 2022, dedicata alla
"Valutazione di Asset Speciali"

*Per proprietà adibite ad attività commerciale si intende **qualsiasi tipo di proprietà destinata a uno specifico tipo di attività commerciale, dove il valore della proprietà è fortemente collegato al potenziale commerciale di tale attività.***

Il valore di un hotel è infatti fortemente correlato alle potenzialità produttive dell'attività alberghiera che si svolge all'interno dell'immobile stesso.

Un potenziale acquirente comprerà l'albergo sulla base dei futuri profitti che un operatore ragionevolmente efficiente dovrebbe conseguire dall'utilizzo della proprietà.

Per tale ragione la valutazione deve considerare, oltre agli aspetti intrinseci dell'immobile, anche gli aspetti propri della gestione alberghiera e del mercato di riferimento.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

l'appendice A.2 delle Linee Guida ABI 2022, dedicata alla
"Valutazione di Asset Speciali"

*il Metodo generalmente utilizzato per la determinazione del
valore di mercato di un albergo è quello della **capitalizzazione
finanziaria ovvero dei flussi di cassa attualizzati**
(DCF analysis)".*



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)
(valutazione delle Commercial Properties VPGA4 del Red Book)

si deve partire dal presupposto che il valore di un immobile a destinazione alberghiera è legato alla capacità dello stesso di produrre reddito e quindi non si può prescindere anche da un'analisi di tipo gestionale in ogni caso è necessario acquisire e analizzare criticamente i dati gestionali storici e stimare le performance prospettiche della struttura alberghiera oggetto di

Valutazione



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)
(valutazione delle Commercial Properties VPGA4 del Red Book)

*Valutazione in Vacant Possession: questa si applica quando il
proprietario e il gestore dell'albergo coincidono.*

*Per la determinazione del valore dell'immobile alberghiero sarà
pertanto **necessario prendere in considerazione il conto
economico della gestione alberghiera,***

*avendo l'accortezza di inserire tutti gli eventuali costi di gestione
e immobiliari fra i quali anche una 'notional management fee'
per tenere conto della remunerazione del gestore.*

*Il valore dell'immobile sarà pertanto determinato sulla base dei
flussi netti derivanti dalla gestione della struttura*



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

Come riportato negli IVS (Metodica dei risultati attesi)

*I diversi criteri di valutazione che rientrano nella nozione
generale di metodica dei risultati attesi*

*presentano la caratteristica comune secondo cui il valore è
basato sul reddito effettivo o stimato che è, o può
essere, ottenuto dal titolare del diritto inerente a immobili.*

*Nel caso di investimenti immobiliari, tale reddito
potrebbe presentarsi sotto forma di rendita da locazione;*



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

Come riportato negli IVS (Metodica dei risultati attesi)

*In un immobile ad uso del proprietario potrebbe essere **il canone di locazione presunto (o risparmiato)** basato sulla spesa che il proprietario dovrebbe sostenere per affittare uno spazio equivalente.*

*Quando un edificio è **adatto soltanto per un particolare tipo di attività commerciale**, il reddito è spesso legato ai flussi di cassa effettivi o potenziali che spetterebbero al proprietario di quell'edificio dall'attività commerciale.*

L'uso del potenziale commerciale di un immobile a fini valutativi viene spesso designato "metodo del reddito"



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

Come riportato negli IVS (Metodica dei risultati attesi)

*la metodica dei risultati attesi fornisce un'indicazione sul valore
convertendo i flussi di cassa futuri in un singolo valore di
capitale corrente*

“Metodo Finanziario” (punto N.2 delle Linee Guida ABI)

“*comprende i procedimenti per analizzare la capacità di generare
benefici monetari di un immobile e la possibilità di convertire
questi benefici nel valore capitale*”



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Il **canone di mercato** è *“l’ammontare stimato per il quale un determinato immobile può essere concesso in uso alla data della valutazione da un locatore a un locatario, essendo entrambi i soggetti non condizionati, con interessi opposti, alle condizioni di locazione adeguate e dopo una normale attività di marketing durante la quale entrambe le parti hanno agito con eguale capacità, con prudenza e senza alcuna costrizione”* (punto N.2.2.1 delle Linee Guida ABI).

Il **saggio di capitalizzazione** *“è un saggio che converte il reddito di un immobile in valore capitale. Nei procedimenti di capitalizzazione, il saggio di capitalizzazione mira a prevedere il valore di mercato di un immobile, ossia il suo più probabile prezzo di mercato nel particolare segmento di mercato di appartenenza”* (punti N.2.2.2 e N.2.2.2.1 delle Linee Guida ABI). Come indicato nel Codice delle Valutazioni di Tecnoborsa, IV edizione *“il saggio di capitalizzazione è il saggio di sconto applicato nelle operazioni finanziarie prefigurate nel procedimento di stima per capitalizzazione del reddito”*.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione



Stima di un immobile a destinazione alberghiera

*di Marina Ciuna
(Ricercatore di Estimo – Facoltà di
Ingegneria dell'Università di Palermo)*

www.shutterstock.com/Vladto

In genere nell'*expertise* immobiliare non si elaborano formule né si svolgono dimostrazioni, perché il giudizio sintetico risolve in un tutt'uno il problema di stima. La metodologia estimativa invece spiega il ragionamento estimativo, elabora i dati e formula un giudizio di stima dimostrabile. Ciò è particolarmente evidente nella stima del valore di mercato di un immobile con una destinazione speciale in particolari condizioni di mercato.

Nella stima la scelta del procedimento di valutazione è - tra l'altro - funzione dei dati e delle informazioni disponibili nel mercato. Per un immobile a destinazione turistico-alberghiera con una tipologia ricorrente, nel quale l'attività di gestione è ordinaria e il mercato attivo, come ad esempio nei centri turistici, si possono avere a disposizione dati di contrattazioni recenti. In queste circostanze sia l'immobile sia l'attività di impresa possono essere valutati in base a parametri mercantili, perché normalmente scambiati sul mercato in modo abbinato e separatamente.

La stima si complica quando sono disponibili pochi dati, per tipologie edilizie non ricorrenti e organizzazioni atipiche. In queste circostanze il procedimento per capitalizzazione del reddito può affrontare un problema di natura gestionale legato alla specificità dell'attività imprenditoriale svolta nell'immobile da valutare.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

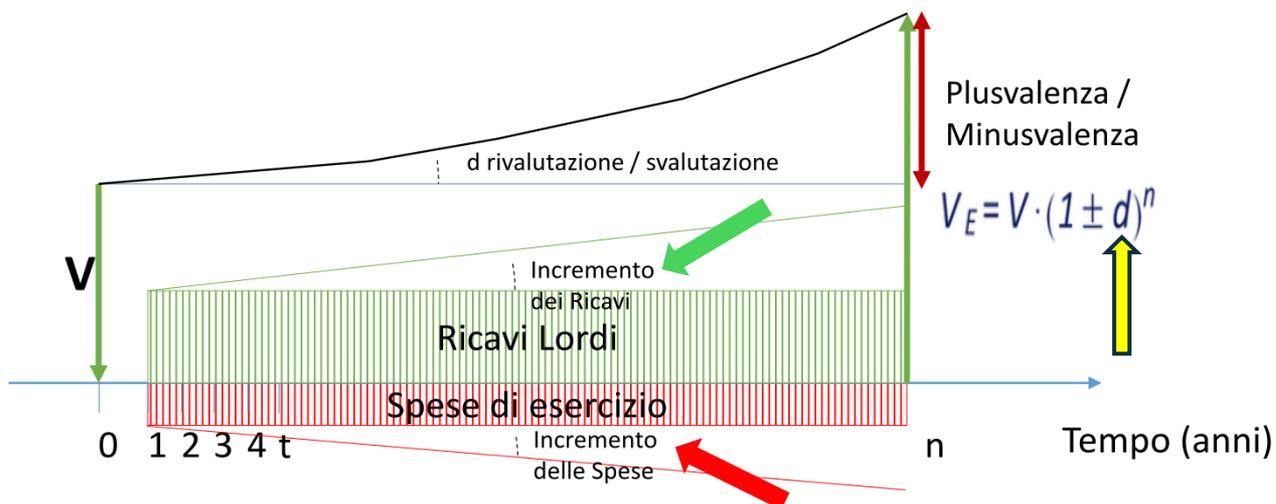
Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Metodo della capitalizzazione finanziaria

Il metodo della capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*) applica il calcolo finanziario per trasformare la serie dei redditi dell'immobile da stimare nel suo valore attuale attraverso il saggio di capitalizzazione.

La formula risolutiva del metodo considera il reddito netto variabile progressivamente, il valore di rivendita e la durata del periodo di disponibilità nel modo seguente:





PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione



La determinazione del reddito netto da capitalizzare è quindi svolta con due bilanci estimativi. Il primo bilancio è volto a determinare il reddito lordo dell'immobile considerando: nell'attivo il fatturato annuo delle prestazioni alberghiere tipiche e nel passivo i costi della gestione alberghiera e il profitto normale.

reddito lordo = canone di locazione

- canone **ordinario** può essere differente dal canone effettivo
- da determinare come **presunto** anche in caso di gestione in proprio
- deve necessariamente essere **sostenibile** (lato conto economico attività)



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

La determinazione del reddito netto da capitalizzare è quindi svolta con due bilanci estimativi. Il primo bilancio è volto a determinare il reddito lordo dell'immobile considerando: nell'attivo il fatturato annuo delle prestazioni alberghiere tipiche e nel passivo i costi della gestione alberghiera e il profitto normale.

Il secondo bilancio è volto a determinare il reddito netto dell'immobile considerando: nell'attivo il reddito lordo annuo calcolato con il primo bilancio e nel passivo il costo di esercizio dell'immobile.

I bilanci estimativi sono bilanci preventivi, medi e ordinari intesi a determinare il reddito da capitalizzare al fine della ricerca del valore di mercato. Nella fattispecie il reddito da capitalizzare è composto dalla rendita del suolo edificato e dalla quasi-rendita dell'edificio.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

La determinazione del reddito netto da capitalizzare è quindi svolta con due bilanci estimativi. Il primo bilancio è volto a determinare il reddito lordo dell'immobile considerando: nell'attivo il fatturato annuo delle prestazioni alberghiere tipiche e nel passivo i costi della gestione alberghiera e il profitto normale.



il profitto normale del gestore

- la remunerazione dell'attività d'impresa, al netto di altri costi (da computarsi nel bilancio **anche quando non espliciti nel conto economico**), quali:
 - la remunerazione di eventuale lavoro direttivo (o altro) condotto dall'imprenditore e da eventuali familiari non stipendiati (il gestore è da intendersi solo come tale);
 - la remunerazione degli altri capitali fissi (non immobiliari) investiti in azienda;
 - la remunerazione del capitale circolante mediamente impegnato nell'attività alberghiera.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

$$V = \frac{RL \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+i}\right)^n}{i-g} - C \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+h}{1+i}\right)^n}{i-h}}{1 - \left(\frac{1+d}{1+i}\right)^n}$$

- V = valore di mercato dell'immobile da stimare (*euro*);
- RL = reddito lordo del primo anno dell'immobile da valutare (*euro/anno*);
- C = costo di esercizio del primo anno dell'immobile da valutare (*euro/anno*);
- n = durata del periodo previsto di disponibilità dell'immobile fino alla rivendita (*anni*);
- d = saggio di svalutazione/rivalutazione annuo dell'immobile (con $i > d$);
- g = saggio di variazione annuo del reddito (con $i > g$);
- h = saggio di variazione annuo del costo di esercizio (con $i > h$).



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Linee Guida ABI

*“il saggio di capitalizzazione può essere **calcolato**, in mancanza di dati di mercato e/o per verifica, in modo indiretto attraverso:
i) **la media ponderata tra il saggio di capitalizzazione del mutuo immobiliare e il saggio di rendimento dell’investimento immobiliare rappresentato dall’immobile da valutare**“*



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



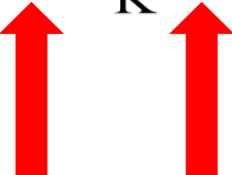
**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

Linee Guida ABI

“il saggio di capitalizzazione può essere calcolato, in mancanza di dati di mercato e/o per verifica, in modo indiretto attraverso:

i) la media ponderata tra il saggio di capitalizzazione del mutuo immobiliare e il saggio di rendimento dell’investimento immobiliare rappresentato dall’immobile da valutare“

$$WACC = \frac{E}{K} r_e + \frac{D}{K} r_d (1 - t_c)$$


E= ammontare di capitale proprio

D= ammontare di capitale a debito

K = capitale complessivamente investito nel progetto (E+D)

r_e = tasso di rendimento richiesto/atteso per capitale proprio (costo del capitale proprio)

r_d = tasso di rendimento richiesto/atteso per capitale a debito (costo del capitale debito)

t_c = aliquota fiscale



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC)
Percentuale del capitale proprio - E
Percentuale del capitale a debito - D
Saggio di rendimento richiesto/atteso per capitale proprio $r_e = RFR + MRP + \text{alfa}$
Saggio di rendimento richiesto/atteso per capitale a debito - r_d
Aliquota fiscale - t_c
RFR = Risk free rate
MRP = Premium risk rate
alfa



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

Saggio di rendimento richiesto / atteso per capitale a debito

r_d

tassi applicati dai principali istituti di credito, per il
finanziamento finalizzato alla costruzione o all'acquisto di
immobili non residenziali destinati alla locazione



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Saggio di rendimento richiesto / atteso per capitale proprio

$$r_e = RFR + MRP + \text{alfa}$$

individuare il saggio della quota di equity come somma di una

parte finanziaria, costituita:

- dal **rischio base** (Risk free rate)
- dal **rischio di investimento** (Premium risk rate)

alla quale si intende sommare:

una quota denominata *alfa*, specifica del mercato di riferimento.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Saggio di rendimento richiesto / atteso per capitale proprio - r_e

RFR + MRP + alfa

RFR - rischio base: ragionevole il riferimento ai titoli di Stato (ed ai relativi tassi medi di rendimento nell'arco dell'ultimo semestre o anno), con durata analoga (ovvero prossima) al periodo di possesso dell'immobile (pari ad esempio all'ordinaria durata del contratto di locazione, comprensiva del primo rinnovo automatico);

MRP - rischio di investimento: possibile affidarsi al tasso determinato, con cadenza solitamente trimestrale o semestrale, da specifiche Società internazionali di consulenza finanziaria.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Componenti del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)
Componente di rischio per localizzazione - macroarea (Comune/zona turistica) - Up
Componente di rischio per localizzazione - microarea (vicinanza a elementi di interesse: naturali/culturali/ecc.) - Us
Componente di rischio per la fungibilità - F
Componente di rischio locativo (vacancy / gestore-proprietario) - L
Componente di rischio per la dimensione (piccola / media / molto grande rispetto al contesto) - D
Componente di rischio per stato di manutenzione - M
Calcolo area massima rischio specifico
Calcolo area di rischio specifico dell'immobile
Determinazione del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)

valore *alfa*: quantificazione secondo l'algoritmo tratto da

"Saggi immobiliari e finanziari a confronto - nuovo corso di estimo immobiliare - Autori:

Dott. Carlo Frittoli e Geom. Fulvio Venturini)



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Componenti del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)

- Assegnazione di un valore (compreso in un intervallo predeterminato) a ciascuna delle caratteristiche sopra indicate, in relazione al contesto in cui si opera,
- Assegnazione di un peso (ad esempio come frazione dell'unità), a ciascuna delle suddette caratteristiche;
- Calcolo dell'indice per ciascuna caratteristica, come prodotto del rispettivo valore per il relativo peso;
- Calcolo dell'indice massimo per ciascuna caratteristica, come prodotto del massimo valore per il relativo peso;
- Calcolo del rapporto (ovvero della radice quadrata del rapporto) tra le somme delle rispettive aree, espresse da un grafico a radar, detto anche a ragnatela (di seguito un'immagine di esempio).



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Componenti del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)
Componente di rischio per localizzazione - macroarea (Comune/zona turistica) - Up
Componente di rischio per localizzazione - microarea (vicinanza a elementi di interesse: naturali/culturali/ecc.) - Us
Componente di rischio per la fungibilità - F
Componente di rischio locativo (vacancy / gestore-proprietario) - L
Componente di rischio per la dimensione (piccola / media / molto grande rispetto al contesto) - D
Componente di rischio per stato di manutenzione - M
Calcolo area massima rischio specifico
Calcolo area di rischio specifico dell'immobile
Determinazione del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

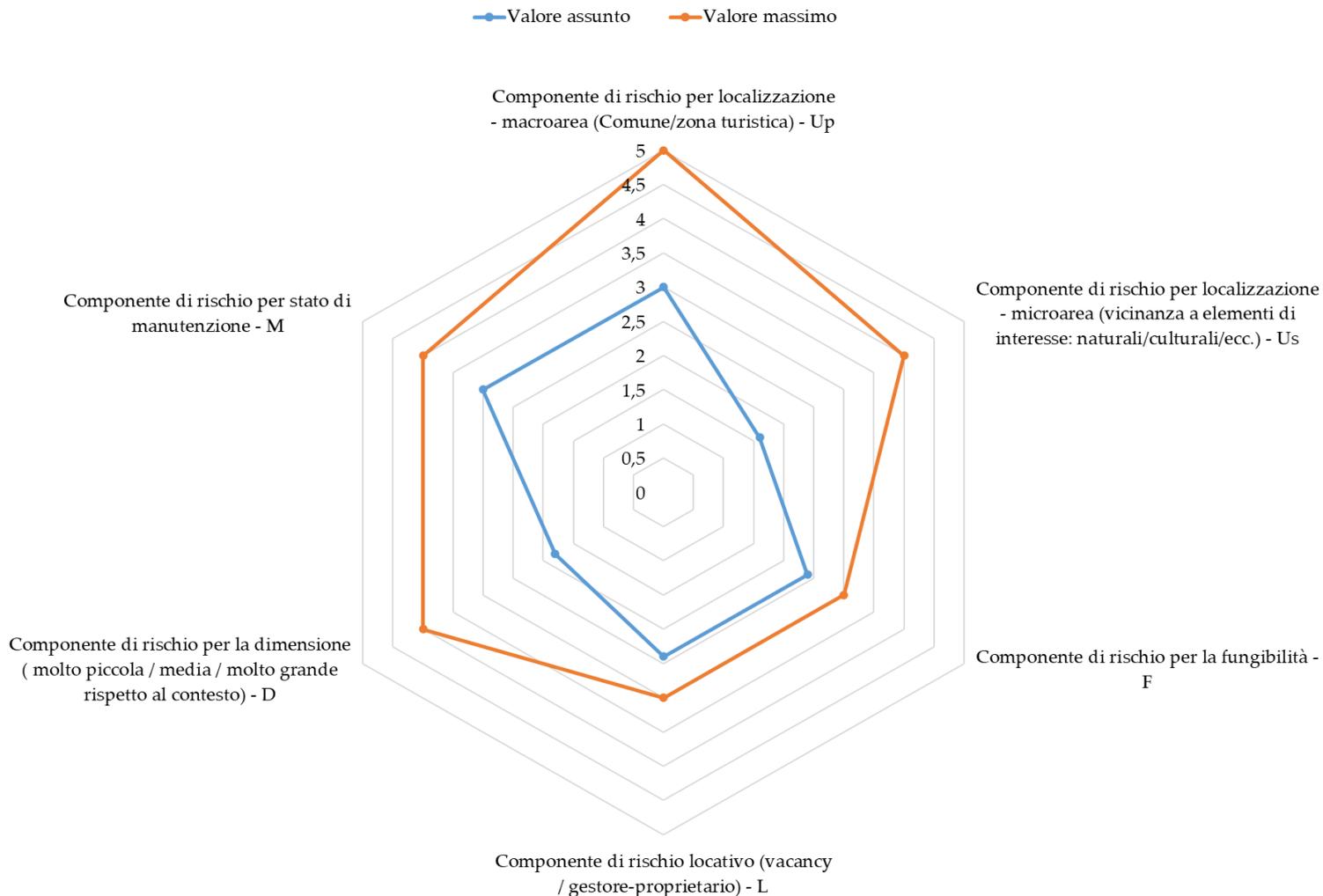


**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive

Il saggio di capitalizzazione

Determinazione del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)





PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*



**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Valutazione delle strutture ricettive Il saggio di capitalizzazione

Sta inevitabilmente alla **sensibilità del valutatore assegnare i valori e pesi opportuni a ciascuna delle caratteristiche scelte** come rappresentative, oltre che **stabilire il valore massimo che possa assumere il fattore *alfa***, al fine di ottenere come risultato finale (ovvero il WACC, come espressione del saggio di capitalizzazione) una correlazione realistica ed il più possibile calibrata tra rendimento dell'immobile attività e valore di mercato.

Tutto ciò ricordando che l'obiettivo di questa parte di algoritmo consiste nell'individuare, ovvero nel simulare al meglio, il rischio di investimento.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

**PAOLO
TRENTINI**
INGEGNERE

**RISCHI
IMMOBILIARI
E TASSI
DERIVANTI**

Grazie dell'attenzione

