



Questo articolo (*Harvard Deusto Business Research, 2012*) tratta in modo brillante e innovativo un argomento essenziale per le valutazioni immobiliari con metodi finanziari: la determinazione del saggio di attualizzazione. Grazie a un approccio attento alle caratteristiche dei diversi flussi finanziari di un'operazione immobiliare, l'Autore giunge a proporre una metodologia affinata e assolutamente nuova.

Infatti, in campo immobiliare, gli esperti utilizzano saggi di attualizzazione consistenti, che tengono conto di rischi e incertezze di natura sia tecnica che riconducibile al mercato. Ma tali tassi possono essere correttamente applicati solo ai flussi in entrata, mentre gli esborsi andrebbero attualizzati adottando altri saggi. L'abitudine di utilizzare un unico saggio di attualizzazione, invece, conduce a un'erronea sopravvalutazione dell'immobile. Tramite un semplice esempio si dimostra che l'errore cresce quanto maggiore è l'entità del tasso.

Il testo che segue è stato liberamente sintetizzato e adattato dal traduttore.

IL SAGGIO DI ATTUALIZZAZIONE PER IMMOBILI A REDDITO

Jaime Sabal Cardenas

INTRODUZIONE

Quando si attualizzano flussi di cassa è sempre necessario determinare un saggio appropriato, che spesso risulta un tasso “grezzo”, tale da sembrare in grado di compensare “ragionevolmente” l'investitore per il rischio intrapreso. Potrebbe anche trattarsi del saggio comunemente usato dagli operatori in quello specifico segmento.

Un approccio più formale è fornito dal **CAPM** (*Sharp, 1964*):

$$\mathbf{K} = \mathbf{r_f} + \mathbf{ERP} \times \beta_s \quad \text{dove}$$

K = saggio di attualizzazione

rf = tasso ("rate") privo di rischi ("risk free")

ERP = premio medio per rischio azionario ("*Equity Risk Premium*")

β_s = Beta di settore

Per applicare il CAPM è necessario stimare i suoi parametri: **rf** e **ERP** sono comuni a tutti gli investimenti; **β_s** è specifico per la tipologia di attività in esame.

Beta può essere stimato sia direttamente che indirettamente. La stima diretta è condotta tramite un'analisi di regressione dei ritorni azionari dell'impresa in esame rispetto a una sintesi del mercato (ad es. S&P 500). La stima indiretta si fonda sui Beta delle imprese dello stesso settore. In ambo i casi, la stima del Beta richiede l'esistenza di serie storiche dei prezzi di azioni trattate in mercati liquidi e trasparenti. Sfortunatamente, a causa della loro eterogeneità, degli alti costi di transazione e della mancanza di liquidità, **non esistono serie storiche per gli immobili a reddito**. Pertanto, di solito è **alquanto difficile stimare dei Beta immobiliari** (Damodaran, 2002).

Fra i tentativi per superare il problema, c'è l'esame dei **REIT** (Fondi immobiliari U.S.A.), le cui quote sono trattate sui mercati dei capitali, come le azioni. I prezzi di tali quote riflettono il valore delle proprietà, le tendenze dei conduttori e le aspettative degli investitori immobiliari. Pertanto, dette quotazioni sono una buona approssimazione del valore dei rispettivi portafogli su base giornaliera. Purtroppo, però, anche quando si ottengono serie storiche sull'immobiliare, le distribuzioni statistiche dei rendimenti non sono "gaussiane", mostrando asimmetrie e "code" consistenti.

Gli operatori non utilizzano il CAPM nella stima degli **immobili a reddito**, tranne per le strutture dedicate a una specifica attività economica, come un impianto farmaceutico o un cementificio. In questi casi il saggio di attualizzazione deriva dalla gestione d'impresa, dato che il reddito dell'immobile è strettamente legato ai risultati aziendali.¹ In tutte le altre situazioni (quando l'immobile può essere valutato autonomamente) la stragrande maggioranza degli operatori non ricorre al CAPM.

¹ Sono molti i cosiddetti immobili "azienda", il cui utilizzo si identifica esclusivamente con l'attività ivi esercitabile: alberghi, residence, cliniche, case di riposo, parcheggi rotativi, strutture per il tempo libero, impianti sportivi, etc. In questi casi è necessario costruire una previsione della gestione aziendale per stimarne il margine lordo. Esistono modelli per definire la quota di tale margine che può remunerare l'immobile, distinguendola da quella che deve retribuire le altre immobilizzazioni, la gestione e il rischio d'impresa. Su questo punto, nella "*Libreria di P.R.E.G.I.A.*" si trovano alcuni articoli che effettuano tale ripartizione con riferimento agli alberghi. Sebbene immobile e impresa siano inscindibili, vi sono componenti (abilità gestionale, investimenti pubblicitari capitalizzati, marchi, brevetti, etc.) che incrementano il valore dell'azienda, ed altri (ubicazione, eleganza/funzionalità della struttura, etc.) che valorizzano l'immobile. [NdT]

E' invece molto comune ricorrere ai **rendimenti lordi** pubblicati per le varie tipologie edilizie in molte parti del mondo. Fra le più note fonti di tale informazione meritano di essere ricordate: EPRA (European Public Real Estate Association); Investment Property Databank; Jones Lang Lasalle; CB Richard Ellis; Real Estate Investment Service.

Il rendimento lordo è dato dal **rapporto fra reddito potenziale e valore di mercato** del bene. Il reddito potenziale è il canone conseguibile dall'immobile pienamente occupato senza alcuna riduzione rispetto alle condizioni del mercato.

Simmetricamente, il rapporto inverso (reddito lordo diviso tasso di rendimento lordo prefissato) determina il **valore attuale di una rendita perpetua a rate costanti**. [E' la stima per capitalizzazione diretta, NdT].

Si sottolinea che questa formula è basata sul **canone lordo** a differenza dei flussi di cassa, i quali sono considerati al netto dei costi.²

Spesso la **capitalizzazione diretta** è interpretata come valore attuale di una rendita perpetua a **rate crescenti**: in tal caso, il saggio di attualizzazione A è pari alla **somma di "cap rate" e tasso di crescita** (di solito identificato col tasso di inflazione). Dato che la formula reddituale non considera gli oneri finanziari, il saggio di attualizzazione così individuato si riferisce a flussi di cassa inerenti i soli mezzi propri.

La pratica più diffusa fra gli analisti immobiliari è quella di attualizzare i flussi di cassa (dei soli mezzi propri) adottando il saggio A ("cap rate" + crescita). Oppure tale saggio A viene usato per calcolare il **WACC** (Weighted Average Cost of Capital), se si intende considerare la leva finanziaria. Per semplicità, tutti i calcoli di questo documento saranno condotti con riferimento a flussi di cassa di soli mezzi propri.

Nella prossima sezione si dimostra come questo approccio sia erroneo e si suggerisce una metodologia alternativa.

UN APPROCCIO ALTERNATIVO

Per i settori non immobiliari, i Beta e i saggi di attualizzazione sono stimati tramite serie storiche di rendimenti azionari, i quali riflettono i guadagni effettivi e attesi, strettamente connessi ai dividendi (ossia agli utili). Pertanto, è coerente attualizzare i flussi di cassa netti con Beta e saggi di attualizzazione derivati dai rendimenti azionari

² Proprio per questo la teoria estimativa propone l'adozione di "cap rate" riferiti ai redditi netti. Resta però il fatto che la stragrande maggioranza degli investitori immobiliari trova più immediato rapportarsi ai canoni lordi, che costituiscono un riferimento di mercato più esplicito e confrontabile. [NdT]

(anch'essi già al netto dei costi gestionali).

Al contrario, **non è corretto ricalcare tassi di capitalizzazione lordi**, che si riferiscono al reddito potenziale lordo, e pertanto possono attualizzare solamente flussi di tale genere. Altre tipologie di flussi finanziari devono essere individuate e attualizzate tramite saggi più appropriati, **coerenti con le loro caratteristiche di rischio**. Il punto è: a quali tassi devono essere attualizzati questi altri flussi? La risposta si ottiene analizzando le singole componenti del c/economico di un immobile a reddito.

§ *Sfittanze e riduzioni di canoni*

Questi minori (stimabili per metro quadro) sono proporzionali al reddito lordo

§ *Manutenzioni ordinarie*

Di solito vengono traslate sui conduttori. Sono correlate sia agli altri costi, sia al grado di occupazione: pertanto dipendono da due differenti tipologie di rischi

§ *Costi gestionali*

Si tratta praticamente di costi fissi, che non variano significativamente a seconda dello stato di occupazione. E' una posta che dipende per lo più dalle strategie gestionali.

§ *Altri redditi*

Gli incassi derivanti dai servizi ai conduttori sono direttamente proporzionali allo stato di occupazione dell'immobile (quindi ai prioritari redditi da canoni)

§ *Manutenzioni straordinarie e ammortamenti*

Sono legate all'immobile e non dipendono dal suo grado di occupazione

§ *Imposte e tasse*

La fiscalità è proporzionale al reddito imponibile, il quale è strettamente legato ai ricavi, visto che i costi sono di solito una voce più stabile.

Da questa suddivisione emergono due principali filoni di rischi. Un gruppo di flussi di cassa è **strettamente connesso ai ricavi**, mentre l'altro gruppo presenta una **volatilità insignificante** (basso rischio di errore previsionale). Solo le manutenzioni ordinarie sono correlate sia allo stato di occupazione, sia agli altri costi.

Tutti i flussi che non sono legati ai ricavi sono facilmente prevedibili e presso che privi di rischio previsionale. Quindi parrebbe ragionevole attualizzarli a un saggio "risk free". In alternativa, si potrebbe adottare il tasso degli interessi passivi, il quale non è "risk free", dato che dipende dal rischio di credito del finanziatore. E' per questa ragione che si ritiene preferibile il tasso degli investimenti privi di rischio, il quale sarà utilizzato in questo articolo.

In definitiva, è possibile segmentare l'adozione dei differenti tassi come segue.

- a) **rendimento lordo implicito**
 - ricavi da canoni e relative riduzioni
 - altri ricavi
 - imposte
- b) **tasso degli investimenti privi di rischio**
 - costi gestionali
 - ammortamenti e accantonamenti
 - manutenzioni straordinarie
- c) **tasso intermedio fra a) e b)**
 - manutenzioni ordinarie

Dunque, sono individuabili due saggi principali: il **rendimento lordo implicito** e il **tasso "risk free"**. Ma quale saggio adottare per le manutenzioni ordinarie, visto che dovrebbe essere intermedio fra gli altri due? Per fortuna queste spese non rivestono rilevanza prioritaria nelle simulazioni. [e spesso vengono accollate contrattualmente ai conduttori, NdT]. In questo articolo tali oneri sono stati attualizzati al tasso "risk free". [Soluzione non solo pratica, ma anche prudenziale, NdT]

Si osserverà adesso l'impatto conclusivo di **scomporre i vari flussi della simulazione e attualizzarli con saggi diversi**, anziché ripercorrere la prassi comune di attualizzarli a un unico saggio: il rendimento lordo implicito. Attualizzare i flussi di cassa netti a tale saggio significa **applicare questa percentuale non solo alle poste strettamente connesse ai ricavi, ma anche a tutti quegli esborsi che risultano prevedibili** e dunque quasi fissi. Ciò determina un minore valore attuale dei costi e quindi una sopravvalutazione dell'immobile.

[A questo punto l'Autore sviluppa una simulazione numerica esemplificativa che non si ritiene necessario riprodurre in dettaglio. Si riportano i risultati cui detta simulazione perviene e le successive conclusioni, NdT]

Il metodo proposto [adozione di due distinti saggi di attualizzazione, NdT] giunge a un risultato di Euro 310.780 contro Euro 470.330 del metodo tradizionale. Come anticipato, **il metodo tradizionale conduce a una sopravvalutazione dell'immobile**, che in questo caso è pari al 51%.

L'impatto di attualizzare gli esborsi quasi certi a un saggio analogo a quello degli investimenti privi di rischio è tanto più rilevante quanto maggiore è il rendimento "obiettivo" dell'operazione. Sempre nel caso in esame [che ha assunto un saggio "risk free" del 4%, NdT], si osserva come varia la differenza nella stima del bene al variare

della percentuale di rendimento prefissato:

% rendimento	6%	7%	8%	9%	10%
Δ valutazione	111	136	160	182	204

Inoltre, tale differenza aumenta se crescono i flussi finanziari quasi certi rispetto a quelli ad alto rischio.³

IL TASSO INTERNO DI RENDIMENTO

Un ultimo accenno sul tasso interno di rendimento (TIR, oppure *IRR*, *Internal Rate of Return*), che resta il metodo preferito per valutare gli immobili a reddito: si calcola il TIR dei flussi di cassa netti e lo si confronta col rendimento “obiettivo”.

Il calcolo del TIR assume automaticamente che tutte le eccedenze di cassa siano immediatamente reinvestite a detto tasso interno di rendimento.⁴ Avendo osservato che **non tutti i flussi di cassa dovrebbero essere attualizzati all'unico saggio** del rendimento sperato, anche il calcolo del TIR risulta inappropriato.

Volendo applicare al calcolo del TIR la metodologia del doppio saggio illustrata in quest'articolo, diventa necessario sdoppiare il procedimento:

- 1) **attualizzare gli esborsi connessi a costi fissi** o quasi certi adottando un saggio “risk free” e ottenendo il valore attuale di tali esborsi (V_e);
- 2) **trovare il saggio di attualizzazione** degli altri flussi di cassa che determina **un valore attuale** di questi **tale da compensare esattamente V_e** .

Poiché questo saggio azzerà il valore attuale complessivo dell'operazione, esso rappresenta il TIR. [Infatti, per sua stessa definizione, il TIR, è proprio quel tasso che, applicato ai flussi di cassa netti, ne azzerà il valore attuale, NdT]

CONCLUSIONI

Esistono vari modi per determinare i saggi di attualizzazione per la valutazione di investimenti. Quello maggiormente diffuso resta il CAPM, che però risulta difficilmente applicabile agli immobili. Benché sia possibile collazionare le

³ Il rischio di sopravvalutare la stima è quindi tanto maggiore quanto più alti (rispetto ai canoni) sono i costi fissi, ossia gli esborsi non direttamente proporzionali ai ricavi: spese gestionali, manutenzioni straordinarie, ammortamenti, accantonamenti, etc. Ciò aggrava il problema: proprio nelle operazioni a minore marginalità l'adozione di un unico saggio di attualizzazione deprime eccessivamente quegli oneri che invece, essendo praticamente certi, rischiano di far fallire l'iniziativa. [NdT]

⁴ Dato che questa condizione è un mero assunto matematico difficilmente riscontrabile nella realtà, i fogli elettronici hanno ormai affiancato da molti anni alla formula del “tir.cost” (che presume ogni reinvestimento allo stesso tasso) quella del “tir.var”, dove l'analista è libero di indicare un saggio più realistico per reinvestire le eccedenze di cassa. [NdT]

informazioni derivanti dalle quotazioni giornaliere dei REIT,⁵ questa procedura non è affatto diffusa.

Il fatto è che permangono difficoltà nello stimare Beta immobiliari, per cui **il CAPM è sostanzialmente ignorato dagli operatori del settore**. Il metodo più utilizzato consiste nell'attualizzare i flussi di cassa al saggio di rendimento lordo sperato.

In queste pagine si è visto che **tale approccio** [benché universalmente applicato, NdT] **risulta erroneo**, poiché tutte le componenti dei flussi di cassa sono attualizzate allo stesso saggio, mentre esistono almeno due distinte categorie di poste: un gruppo (legato ai ricavi) caratterizzato da notevole incertezza (e che pertanto è lecito attualizzare a un saggio elevato come il rendimento atteso) e un gruppo di costi fissi presso che certi, i cui importi potrebbero essere attualizzati a un saggio “*risk free*”.⁶

E' stato individuato un metodo alternativo, la cui applicazione ha dimostrato che:

- a) l'approccio tradizionale **sovrastima l'immobile**;
- b) tale sovrastima **aumenta al crescere del saggio** di rendimento sperato;
- c) **aumenta se crescono i costi fissi** (spese gestionali, manutenzioni straordinarie).

Infine, visti i differenziali di incertezza previsionale presente nelle diverse tipologie di flussi di cassa, anche **l'utilizzo del TIR non si rivela idoneo** e richiede un approccio articolato in due fasi distinte, come illustrato in precedenza.

E' auspicabile che questo articolo aiuterà gli esperti del settore immobiliare a correggere questi difetti di sopravvalutazione, ottenendo stime maggiormente accurate per le loro previsioni di investimento.

⁵ Ovviamente tale possibilità è riferita solamente a Stati Uniti e Canada: in Europa non esiste un'analogia ampiezza e ramificazione nei portafogli dei fondi immobiliari, e quindi le loro quotazioni non possono essere considerate una corretta approssimazione dei valori dei vari segmenti immobiliari. [NdT]

⁶ Effettivamente gli esborsi praticamente inevitabili potrebbero essere attualizzati solo per recuperarne il valore reale (ossia per il tasso d'inflazione) o, ancora meglio, per neutralizzarne le disparità monetarie (ossia per il costo del denaro).

Si potrebbe obiettare che il valutatore/analista dovrebbe indagare così accuratamente il mercato da assumere flussi di incassi ragionevolmente prevedibili alla stregua di quanto lo siano gli esborsi di cui sopra. Ma, per quanto corrette e prudenti risultino le stime dei ricavi, il loro margine di incertezza è sempre e comunque maggiore rispetto a quello ascrivibile ai preventivi di costi praticamente ineludibili. [NdT]