

DELLA INDIVIDUAZIONE DEI SAGGI **NELLE VALUTAZIONI IMMOBILIARI CON METODI FINANZIARI**

P.R.E.G.I.A. Associazione, settembre 2017

La difficile evoluzione dei mercati immobiliari induce a riflettere sul significato economico e di mercato dei parametri che vengono utilizzati nei processi attuariali che determinano i valori immobiliari tramite metodologie finanziarie.

SUL SAGGIO DI CAPITALIZZAZIONE

Come si ricava il saggio di capitalizzazione di mercato ("cap rate") secondo gli standard valutativi nazionali e internazionali?

Si individuano immobili di cui sia noto il canone di locazione ed altri di cui si conosca il prezzo di compravendita: tali immobili devono essere fra loro comparabili e appartenere a un segmento di mercato con caratteristiche analoghe a quello del "subject". Da questa doppia indagine si rilevano, con riferimento a tale segmento, il canone e il valore di mercato: il rapporto fra questi due parametri determina il saggio di capitalizzazione.

La logica sottostante a questo processo è evidente: poiché il saggio di capitalizzazione esprime il rendimento medio degli immobili di un determinato segmento, tale rendimento è espresso per l'appunto dal rapporto aritmetico fra canoni e prezzi di mercato. Un simile approccio è in linea con l'ambito di operatività che gli standard affidano alle valutazioni immobiliari per capitalizzazione di reddito: tale metodo è infatti ritenuto una procedura residuale, da attivarsi solo quando non sia possibile effettuare la stima tramite MCA (*Market Comparison Approach*, il metodo comparativo). Proprio per tale motivo gli standard indicano la possibilità di individuare il saggio di capitalizzazione su un segmento di mercato analogo a quello del "subject": infatti, se il valutatore avesse modo di conoscere i prezzi di compravendita di immobili comparabili a quello in esame, la valutazione potrebbe avvenire mediante MCA, senza bisogno di calcolare il "cap rate".

L'approccio che qui si intende suggerire è radicalmente diverso.

La corretta valutazione di un bene (nel caso, un immobile) è possibile solo individuando le tipologie dei potenziali acquirenti ed esplicitando il loro stesso percorso decisionale. Pertanto la valutazione per **capitalizzazione di reddito**

non può essere solo una procedura residuale, da adottarsi in assenza di altre, ma diventa essenziale qualora il segmento in esame sia caratterizzato da una significativa presenza di contratti di locazione (e quindi di investitori immobiliari). Tali investitori, infatti, orientano le proprie decisioni d'acquisto in funzione del livello di redditività. Ma da questa considerazione sorge un nuovo quesito. Qual è il significato del saggio di capitalizzazione con riferimento al mercato degli investitori immobiliari?

Non è affatto una media dei rendimenti vigenti. Per un investitore, il "*cap rate*" è la redditività che egli pretende per entrare in quel segmento di mercato, ossia per acquistare il bene. Ma proprio questo diventa il metro di riferimento se si intende stimare uno specifico immobile, ossia se si vuole **individuare il prezzo che un potenziale investitore è disponibile a corrispondere** per il suo acquisto.

Non sfuggirà certo a nessuno la differenza sostanziale fra l'approccio precedente e questo. Il rapporto fra canoni e prezzi di mercato confronta due parametri che potrebbero perfino risultare incorrelati, essendo espressione di due "*target*" diversi: mentre i proprietari di immobili locati sono sicuramente investitori, le compravendite potrebbero aver riguardato solo utilizzatori finali. E nella non-improbabile ipotesi che ciò avvenga, il "*cap rate*" calcolato secondo gli standard potrebbe tutt'al più individuare il canone percentuale limite che i locatari sono disposti a pagare: al di sopra di tale soglia, laddove ne abbiano la possibilità, questi operatori opterebbero per l'acquisto dell'immobile.

In termini cronologici, la rilevazione di un canone di mercato vigente (ancorché il contratto sia recente) non coincide col momento in cui l'investitore assume la decisione di acquisire l'immobile e quindi ne determina il prezzo: perciò è un'**informazione diacronica**, utile a stimare il canone di mercato, ma non il prezzo. Per molti immobili d'impresa la recente crisi immobiliare (ma soprattutto produttiva) ha evidenziato proprio la discrasia appena esposta. Da un lato, coloro che sono già da tempo proprietari di un immobile, pur di assicurarsi un conduttore affidabile e prospetticamente solvibile, sono disposti a ridurre il canone e accontentarsi di un rendimento minore, ma presumibilmente più duraturo. Al contempo, però, se si chiede loro (o ad altri) di acquisire un nuovo immobile, l'acquisto viene subordinato a una redditività iniziale molto più alta, causa l'elevato rischio di sfittanza e morosità

che oggi caratterizza questo genere di edifici. Ci si trova quindi nella situazione, apparentemente paradossale, in cui scendono i canoni di mercato (ossia il numeratore del rapporto che calcola il saggio di capitalizzazione secondo gli standard) proprio mentre si impenna la redditività pretesa dai potenziali investitori.

Si potrebbe fondatamente obiettare che queste maggiori richieste da parte degli investitori causano un crollo dei prezzi, ma ciò è riscontrabile solo se esiste un congruo numero di compravendite recenti dove l'acquirente sia investitore: se le nuove transazioni scarseggiano (come spesso accade quando i valutatori si rivolgono ai metodi finanziari) o se afferiscono utilizzatori diretti, **la determinazione del "cap rate" suggerita dagli standard può rivelarsi quanto mai fuorviante** (e allo stato attuale sovrastimante).

Calcolare il saggio di capitalizzazione come rapporto fra un canone e un prezzo **ha senso solo se l'acquirente è un investitore che conclude simultaneamente l'acquisto e la locazione del bene**, dimostrando in tal modo di essere soddisfatto di tale redditività. Quando invece si raccolgono dati diacronici fra il momento della fissazione del prezzo e del canone, oppure non riconducibili alla stessa categoria di acquirenti (investitori o utilizzatori diretti), rapportare i canoni ai prezzi e utilizzare tale percentuale per capitalizzare un reddito immobiliare asserendo che il risultato coincide col "*più probabile importo a cui un soggetto (investitore) acquisterebbe quel bene*" non ha certo più senso che dividere tale reddito per un rendimento medio azionario o qualsiasi altro parametro finanziario. Infatti, tale processo significherebbe che **l'investitore sarebbe felice di ricevere da un nuovo investimento una redditività pari a quella che percepisce su un acquisto effettuato anni prima, allorché le condizioni e i rischi di mercato erano differenti da oggi.**

BREVE COROLLARIO SUL SAGGIO DI ATTUALIZZAZIONE

I difetti appena descritti nell'individuazione del saggio di capitalizzazione aumentano in misura esponenziale quando si va a ricercare un saggio di attualizzazione per simulare un'operazione immobiliare partendo dalla disamina di interventi appena conclusi. La crisi immobiliare ha fatto precipitare la redditività di molte iniziative di sviluppo e/o frazionamento, allungando i

tempi di vendita e/o abbassandone i prezzi rispetto alle aspettative iniziali. I valutatori che partono dai consuntivi di operazioni recenti per ricavarne il T.I.R. (tasso interno di rendimento) e interpretano questo parametro come redditività dinamica attesa per un nuovo intervento svolgono solo un'eccellente funzione di cronistoria: non c'è dubbio che il loro lavoro sia prezioso, qualora intendano fornire una previsione a un promotore che, già proprietario di un'area o di un immobile, si accinge alla trasformazione. Ma poiché l'utilizzo di questa procedura è quasi sempre finalizzato alla stima di un terreno edificabile o di un fabbricato da riconvertire, l'approccio appena descritto **conduce a un'ipervalutazione del bene**. L'attualizzazione dei flussi di cassa, infatti, determina **l'importo massimo che un promotore sarebbe disposto a sostenere per acquisire l'immobile** da trasformare: se però si sceglie un saggio troppo basso, il valore risultante sarà molto più elevato rispetto a quanto il potenziale promotore può spendere.

A tutti coloro che ricavano il T.I.R. da un'operazione appena conclusa per adottarlo quale saggio di attualizzazione finalizzato alla stima di un valor d'area mi permetto di far presente che purtroppo, coi tempi che corrono, non avrei difficoltà a individuare interventi che al loro termine hanno fornito un T.I.R. addirittura negativo! Dopo di che, però, non sarei altrettanto sicuro di reperire promotori immobiliari disposti ad avviare una nuova iniziativa ponendosi l'obiettivo di conseguire quel medesimo T.I.R.

GLI IMMOBILI AZIENDALI E L'ERRONEA APPLICAZIONE DEL R.O.I.

Molti immobili che si caratterizzano per un'unica funzione possibile (in primis nel settore della ricettività o ludico, ma anche strutture specialistiche connesse all'agricoltura o all'industria) vengono valutati dopo aver impostato un "bilancio" della gestione aziendale "standard". Il margine derivante da tale gestione viene ripartito per remunerare distintamente l'imprenditore e l'immobile. Al fine di stimare la quota di margine lordo attribuibile all'imprenditore, si utilizza il cosiddetto "**R.O.I.**" ("**return on investment**"), saggio ben noto a chi svolge analisi e valutazioni aziendali.

Di solito, la definizione del R.O.I. che si legge nei rapporti di valutazione è corretta: "**redditività del capitale complessivamente investito in azienda,**

indipendentemente dalla struttura finanziaria della stessa". Purtroppo è la sua applicazione al metodo valutativo che desta perplessità.

La genesi del difetto è riconducibile all'insufficienza dei dati esaminati: quasi sempre, infatti, il diagramma "*bilancio dell'attività*" si limita a una **sintesi del solo conto economico** previsionale, senza stimare lo **stato patrimoniale**. Di conseguenza, quando il valutatore deve calcolare il capitale investito in azienda, si limita ad assumere la stima dei costi annui.

Non si tratta di una semplice approssimazione, ma di **sostituire a una variabile patrimoniale un importo economico di natura totalmente diversa**. Come chiunque si occupi di aziende sa bene, costi d'esercizio e attività patrimoniali non sono neppure lontani parenti... Nel caso di un'impresa con limitate immobilizzazioni e rapidissima rotazione del magazzino (come ad esempio un'azienda di distribuzione commerciale), i costi annui saranno anche 10 volte maggiori rispetto al capitale investito. Ma se la struttura operativa è diversa (ad es. industrie con rilevanti immobilizzazioni) la situazione si capovolge, e i costi potrebbero perfino non raggiungere la metà degli investimenti.

E' questo un chiaro esempio di come il **mancato ricorso alle tecniche di economia aziendale** possa generare **gravi errori** nella valutazione degli immobili d'impresa. Non a caso, P.R.E.G.I.A. è nata proprio con l'obiettivo di evidenziare l'interdisciplinarietà in questo settore e favorire approcci integrati.