



**l'autore**

**Antonio Benvenuti**



**vai alla scheda  
del libro**



**della stessa  
collana**



# **LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI**

**STIMA DEL VALORE DI MERCATO SECONDO LA NORMA UNI 11612**

**Esempi di casi di studio**

**Antonio Benvenuti**

# **LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI**

**STIMA DEL VALORE DI MERCATO SECONDO LA NORMA UNI 11612**  
**Esempi di casi di studio**



**LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI**  
**STIMA DEL VALORE DI MERCATO SECONDO LA NORMA UNI 11612**  
ISBN: 978-88-9288-281-2

---

Copyright © 2024 EPC S.r.l. Socio Unico  
EPC S.r.l. Socio Unico – Via Clauzetto, 12 – 00188 Roma – [www.epc.it](http://www.epc.it)  
Servizio clienti: Tel. 06 33245271/277 – [clienti@epc.it](mailto:clienti@epc.it)  
Redazione: Tel. 06 33245264/205

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione o trasmissione in qualsiasi forma e/o con qualsiasi mezzo elettronico, meccanico o altro (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione anche digitale su supporti di qualsiasi tipo (inclusi magnetici e ottici), i diritti di noleggio e di prestito, sono riservati per tutti i Paesi. L'Editore declina ogni responsabilità per eventuali errori, refusi o inesattezze nonché per eventuali danni risultanti dall'uso delle informazioni presenti nel volume, pur curato con la massima diligenza e attenzione.

---



Il codice QR che si trova sul retro della copertina, consente attraverso uno smartphone di accedere direttamente alle informazioni di questo volume.

Le stesse informazioni sono disponibili alla pagina:

<https://www.epc.it/Prodotto/Editoria/Libri/La-metodica-finanziaria-nella-valutazione-degli-immobili/5498>

Foto di copertina: [www.123rf.com/thanarat27](http://www.123rf.com/thanarat27)

*Ai miei tesori nella vita, mia moglie Sandra e mio figlio Andrea.  
A Marco, mio maestro, il cui ricordo vive e vivrà sempre in me.  
A Francesca, per aver compreso l'importanza del lavoro da fare.*

# INDICE

<b>Presentazione</b> .....	9
<b>Prefazione</b> .....	11
<b>Premessa</b> .....	13
<b>Ringraziamenti</b> .....	17
<b>1. La Norma UNI 11612:2015</b> .....	21
<b>2. Introduzione alla valutazione immobiliare</b> .....	25
<b>3. Introduzione alla metodica finanziaria</b> .....	39
<b>4. Ricerca del saggio di capitalizzazione</b> .....	63
4.1 Introduzione.....	63
4.2 Saggio di capitalizzazione nel criterio della capitalizzazione diretta.....	66
4.2.1 Criterio induttivo.....	66
4.2.2 Criterio deduttivo .....	69
4.2.2.1 Impostazione finanziaria ( <i>mortgage and equity components</i> ).....	69

**LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI – La Norma UNI 11612**

4.2.2.2	Impostazione immobiliare ( <i>land and building components</i> ).....	76
4.2.2.3	Impostazione sul rapporto copertura del debito ( <i>debt coverage ratio</i> ) .....	85
4.3	Saggio di capitalizzazione nel criterio della capitalizzazione finanziaria .....	90
4.3.1	Criterio induttivo nella determinazione del saggio nella capitalizzazione finanziaria .....	90
4.3.2	Criterio deduttivo nella determinazione del saggio nella capitalizzazione finanziaria .....	94
4.3.2.1	Yield and change formulas .....	94
4.4	Saggio di capitalizzazione nel criterio dell'analisi del flusso di cassa scontato.....	96
4.4.1	Criterio induttivo per il calcolo del saggio di capitalizzazione nell'analisi del flusso di cassa scontato .....	96
4.4.2	Criterio deduttivo per il calcolo del saggio di capitalizzazione nell'analisi del flusso di cassa scontato .....	108
4.4.2.1	Weighted Average Cost of Capital.....	108
4.5	Esercitazioni .....	110
<b>5.</b>	<b>Metodiche finanziarie</b> .....	<b>113</b>
5.1	Introduzione.....	113
5.2	Metodica della capitalizzazione diretta.....	114
5.3	Metodica della capitalizzazione finanziaria .....	115
5.4	Metodica dell'analisi del flusso di cassa scontato .....	118
5.5	Esercitazioni .....	120
<b>6.</b>	<b>Applicazioni pratiche</b> .....	<b>123</b>
6.1	Valore cauzionale .....	123
6.2	Valore del diritto di superficie.....	138
6.3	Valore di mercato “corrente” di un immobile.....	139

<b>7. Casi di studio</b> .....	143
Caso studio 1 “Terreno edificato” .....	145
Caso studio 2 “Fabbricato ad uso privato e agriturismo” .....	147
Caso studio 3 “Fabbricato ad uso albergo-ristorante” .....	154
Caso studio 4 “Valore diritto di superficie” .....	161
Caso studio 5 “Valore corrente di un immobile in sviluppo” .....	168
Caso studio 6 “Valore di un immobile in sviluppo” .....	178
Caso studio 7 “Canone di mercato di un terreno” .....	186
Caso studio 8 “Valore di mercato di un appartamento” .....	193
Caso studio 9 “Canone di mercato” .....	202
<b>8. Formulario</b> .....	209
Abbreviazioni .....	209
Formule .....	211
<b>9. Soluzioni esercitazioni</b> .....	221
1. Analisi investimento immobiliare .....	223
2. Calcolo valore di mercato .....	225
3. Calcolo rapporto tra la quota di ammortamento del mutuo e il canone di mercato “ $\mu$ ” .....	227
4. Calcolo del saggio di capitalizzazione “diretta” .....	228
5. Calcolo del saggio di capitalizzazione “diretta” .....	229
6. Calcolo del saggio di capitalizzazione “diretta” .....	230
7. Calcolo del saggio di capitalizzazione “finanziaria” (ricerca induttiva) .....	231
8. Calcolo deduttivo del saggio di capitalizzazione “finanziaria” (ricerca deduttiva) .....	233
9. Calcolo del valore di mercato di un immobile con il criterio della capitalizzazione diretta (canone di mercato lordo) .....	236

**LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI - La Norma UNI 11612**

10.	Calcolo del valore di mercato di un immobile con il criterio della capitalizzazione diretta (canone di mercato netto).....	238
11.	Calcolo del valore di mercato (capitalizzazione finanziaria con ricerca deduttiva del saggio di capitalizzazione) .....	241
12.	Calcolo del valore di mercato (capitalizzazione finanziaria con ricerca induttiva del saggio di capitalizzazione).....	248
	<b>Riferimenti bibliografici</b> .....	255



# Presentazione

L'attenzione al tema della valutazione immobiliare è stata la cifra stilistica delle attività svolte da Antonio Benvenuti – professionista serio e competente, ma soprattutto collega appassionato e amico carissimo – nel corso del suo mandato in seno al Consiglio nazionale geometri e geometri laureati, al mio fianco nel ruolo di Vice Presidente negli anni dal 2013 al 2019.

La sua *mission* era chiara: sensibilizzare la categoria dei geometri sull'opportunità di approfondire la conoscenza delle metodologie più accreditate, nella convinzione che la capacità di effettuare valutazioni immobiliari con la dovuta *due diligence* si sarebbe affermata, di lì a poco, quale importante vantaggio competitivo nel nuovo quadro giuridico europeo, orientato a rafforzare le tutele dei consumatori elevando i requisiti qualitativi dell'attività peritale.

E così è stato: a partire dall'attuazione della direttiva 2014/17/UE in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali, il settore delle valutazioni ha posto sempre più l'accento sulla necessità di riservare solo ai soggetti iscritti ad Albi e Ordini professionali le attività che presuppongono elaborazioni intellettuali implicanti il possesso di specifiche cognizioni.

In questo contesto si è reso artefice e protagonista di percorsi formativi, seminari, workshop, tavole rotonde, eventi e convegni finalizzati a trasmettere ad una platea sempre più ampia di geometri professionisti l'importanza di misurarsi con il processo di certificazione delle competenze, alla cui base – stando a quanto riportato nelle "Raccomandazioni" del 22 maggio 2018 del Parlamento europeo e del Consiglio d'Europa – vi è l'idea che le stesse, definite come "*una combinazione di conoscenze, abilità e atteggiamenti*", debbano presupporre autonomia e responsabilità.

Fattori – *autonomia e responsabilità* – che oggi, a distanza di un decennio da un agire in parte pionieristico quale è stato quello di Antonio Benvenuti, sono fondamentali per essere competitivi in un mondo del lavoro che si evolve con una rapidità sorprendente, sotto i "colpi" della rivoluzione digitale e dell'intelligenza artificiale.

## LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI - La Norma UNI 11612

Ebbene, in questo importante volume denso di formule, grafici, nozioni ed esercizi matematici, ritrovo l'immutata e autentica vocazione a trasmettere *conoscenza*, quella che – per riprende ancora una volta le “Raccomandazioni” su citate – *“si compone di fatti e cifre, concetti, idee e teorie che sono già stabilite e che forniscono le basi per comprendere un certo settore o argomento”*. A quanti ne faranno un prezioso strumento di formazione e crescita, auguro una buona lettura.

A te, caro Antonio, *ad maiora semper*.

**Maurizio Savoncelli**

Presidente del consiglio nazionale  
geometri e geometri laureati

# Prefazione

L'estimo ha sperimentato in questi ultimi decenni un importante sviluppo dovuto all'affermazione di nuovi strumenti e metodi per la valutazione e la stima, in gran parte sollecitati da un crescendo di attività e competenze che fanno esclusivo riferimento alla materia.

Le recenti ricerche hanno infatti contribuito allo sviluppo di specifici metodi di analisi per accurate stime degli immobili, delle imprese, dei costi e dei saggi di rendimento, come pure degli indennizzi, diritti, e per la formulazione di giudizi di convenienza economica, di fattibilità economica e finanziaria dei progetti, di valorizzazione delle trasformazioni urbane e territoriali, ecc.

Sono queste le premesse che hanno motivato il Prof. Antonio Benvenuti alla stesura del presente volume, il cui scopo principale è di fornire agli studenti e ai professionisti un'illustrazione sufficientemente dettagliata delle più innovative metodologie di stima, ponendo altresì in evidenza i principali problemi operativi connessi alla loro applicazione pratica.

Il linguaggio utilizzato nel testo è comprensibile ed efficace. Viene inizialmente illustrata la ricerca del saggio di capitalizzazione: diretta, finanziaria e associata al flusso di cassa scontato. Poi vengono trattate nel dettaglio le metodiche di stima fondate sul mercato: metodo del costo, metodo del confronto e metodo finanziario. Conclude il lavoro un'interessante e ampia casistica di casi studio.

L'occasione di questa presentazione mi è grata per ringraziare il Prof. Antonio Benvenuti, per l'impegno e la competenza profusa in tutti questi anni nell'insegnamento di Estimo nel corso di Laurea professionalizzante "Costruzioni e gestione del territorio", presso l'Università degli studi di San Marino.

Insegnamento, che per suo merito, che ha sempre ricevuto molto apprezzamento dagli studenti e dai colleghi.

*Prof. Angelo Marcello Tarantino*

Direttore Corso di Laurea LP.01 (facoltà di Ingegneria)  
Università degli Studi della Repubblica di San Marino

# Premessa

Questo non è un testo che comprende un complesso di cognizioni o di principi organicamente elaborati e disposti, questo esula dalle mie competenze e compete al mondo universitario il cui scopo è proprio quello di studiare e di ricercare nella specifica materia.

È ricorrente che lo studio e la ricerca spesso non trovano spazio e adozione nell'attività pratica per una serie di motivazioni e, quindi, i due ambiti, la ricerca e la pratica, restando distanti con pregiudizio dell'intero settore.

Questo libro non ricerca nulla di ciò che è già stato ricercato! La finalità è quella di dimostrare che è possibile applicare i concetti della ricerca e dello studio nella pratica quotidiana del lavoro.

Il libro, in realtà, vuol essere solo un modesto testo di *appunti* pratici che hanno avuto la genesi nell'applicazione quotidiana dei concetti scientifici che si applicano alla valutazione degli immobili e, quindi, sostanzialmente nel lavoro professionale e nell'attività svolta in anni di formazione per i professionisti e, nell'ultimo periodo, nell'Università degli Studi di San Marino dove ho l'onore di insegnare da diversi anni e, recentemente, anche presso l'Università di Pisa.

Quando ho fatto il primo corso ai colleghi professionisti, quasi venti anni fa, appena salito in treno, contattai il Prof. Marco Simonotti per evidenziare, con soddisfazione, i risultati.

Il Professore, soddisfatto, mi disse che avrei dovuto affrontare i futuri corsi e che, secondo Lui, avrei sicuramente fatto con la stessa concentrazione e umiltà che avevo dedicato al primo!

Dopo oltre dieci anni da quella esperienza, alla conclusione di un corso, un collega che aveva partecipato alle lezioni avvertì la necessità di scrivermi: *“La volevo solo ringraziare per una cosa che per me nella professione è fondamentale: l'umiltà con cui ha cercato di trasmetterci le nozioni che lei ormai ha nel suo DNA”*.

Con grande soddisfazione mi resi conto che avevo seguito l'insegnamento ricevuto dal mio maestro! Ancora oggi ogni colloquio, lezione o corso, sia con studenti o colleghi, rispetta sempre questo principio.

**LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI - La Norma UNI 11612**

Questo è un libro pratico (*learn by doing*) scritto da un professionista che ha sempre creduto che la formazione sia uno strumento fondamentale ed essenziale nell'attività professionale anche quando questa non era resa obbligatoria! Ricordo sempre la mia prima valutazione (era il 1980), si trattava di un'abitazione nella periferia di Pisa e, allora, non avevo l'esperienza per svolgere il lavoro e non avevo neppure colleghi a cui potevo chiedere consiglio e aiuto però ... non potevo nemmeno rinunciare all'incarico!

Effettuai il sopralluogo dell'immobile e poi chiesi un parere a un amico agente immobiliare per avere una sua opinione sul probabile valore di mercato. Successivamente, scrissi la relazione (mi vergogno a chiamarlo rapporto di valutazione) riportando una breve descrizione dell'immobile, l'identificazione catastale e il valore (senza calcoli) che mi aveva indicato l'amico agente immobiliare!

Mi chiesi quale fosse stata la mia capacità e prestazione professionale? Da allora la risposta a quella domanda è sempre stato il mio cruccio per diversi anni...

Incidentalmente, nel 1999, fui chiamato, da presidente del collegio provinciale, a far parte della commissione nazionale di estimo e lì ebbi modo di sapere che esistevano gli "*standard internazionali di valutazione*" ovvero una serie di principi sulla cui base si doveva fondare il lavoro professionale.

Nel 2001, eletto Consigliere Nazionale, venni delegato dal Consiglio, con il Consigliere Benito Virgilio, a seguire la materia dell'estimo. Il collega condivideva con me il pensiero che la soggettività che usualmente si applicava nella materia, che spesso diventava un arbitrio, doveva essere sostituita con quella scientifica. Iniziammo, così, a incontrare diversi docenti anche nei vari convegni a cui si partecipava, per capire che cosa si dovesse fare per poter raggiungere il nostro obiettivo... l'esito degli incontri, purtroppo, fu sempre negativo! Casualmente, in un convegno del CEsT a Sassari nel 2002 avemmo l'occasione di incontrare l'attuale Prof.ssa Francesca Salvo che allora era assistente del Prof. Marco Simonotti, la quale ci illustrò sommariamente, prima durante la cena e poi, molto presto, in aeroporto, gli studi e gli sviluppi sul piano scientifico elaborati dal suo docente.

Interessati al lavoro svolto, successivamente, fu organizzato un incontro con il Prof. Marco Simonotti... da quello istante è iniziato, grazie anche alla categoria dei geometri, lo sviluppo dell'attività professionale nella valutazione immobiliare in Italia.

È possibile affermare che lo sviluppo metodologico nella valutazione immobiliare è stato praticamente completato grazie al lavoro di studio e di ricerca del Prof. Marco Simonotti purtroppo recentemente scomparso.

Quello che è ancora necessario realizzare è avere a disposizione una raccolta dei dati immobiliari (prezzi, caratteristiche qualitative e quantitative degli

immobili, analisi dei dati finanziari, ecc.) che possano contribuire, non solo a svolgere le valutazioni di qualità richieste dagli *stakeholders* ma anche allo sviluppo e trasparenza del mercato immobiliare in Italia. Mi auguro che l'obiettivo non sia lontano...

William Edwards Deming affermava: *“Senza dati sei solo un'altra persona con un'opinione”*.

Ma quali sono state le motivazioni di scrivere un libro esclusivamente nella metodica finanziaria, materia spesso presentata solo in alternativa al confronto di mercato, e per la quale è difficile trovare pubblicazioni dedicate, quasi come se fosse un argomento solo per pochi o, forse, per chi non desidera essere troppo trasparente...

Ho notato che nei corsi di formazioni e didattici sussiste una certa resistenza alla sua applicazione, sia da parte dei professionisti che dagli studenti, quasi come se fosse uno scoglio insuperabile oppure un'invalicabile salita.

In realtà, non è così perché una volta apprese le nozioni fondamentali che, peraltro, non sono particolarmente difficili, il criterio finanziario risolve innumerevoli situazioni che le altre due metodiche (confronto mercato e costo) non possono chiarire.

Infatti, quasi tutti gli immobili possono produrre un canone di mercato, anche quelli *speciali*, ne deriva la possibilità di poter sviluppare e applicare i criteri previsti dalla metodica finanziaria, inoltre per sviluppare il confronto di mercato occorrono necessariamente immobili comparabili come, del resto, nella metodica finanziaria (ricerca induttiva) che però, in carenza di elementi, può essere sostituita o integrata dalla ricerca deduttiva, possibilità che nella metodica del confronto di mercato non è possibile! Determinare il valore di mercato di un immobile nella fase intermedia della sua costruzione, per esempio in un'ipotesi di fallimento, oppure determinare il valore di mercato del diritto di superficie, oppure stimare il valore cauzionale è possibile praticamente solo con la metodica finanziaria.

Far conoscere la metodica della capitalizzazione finanziaria con modalità di *learn by doing* è l'obiettivo che si desidera raggiungere con questo libro che contiene una parte importante di cognizioni scientifiche con risoluzioni di esercitazioni su tematiche connesse alla prestazione professionale, una parte dedicata a particolari casi di studi di reali valutazioni svolti nella mia attività professionale nel corso degli anni in modo che il lettore possa verificare l'applicazione pratica delle nozioni acquisite nonché un utile formulario da utilizzare nell'attività professionale.

Un libro sicuramente da tenere sulla scrivania e da utilizzare nell'attività professionale della valutazione immobiliare!

**Antonio Benvenuti**

## CAPITOLO 1

# La Norma UNI 11612:2015

Il contenuto di questo libro è un approfondimento e un'applicazione della Norma UNI 11612:2015 "*Stima del valore di mercato degli Immobili*" e specificatamente nella metodica finanziaria (capitalizzazione del reddito).

La norma è volta a definire i principi e procedimenti funzionali del valore di mercato degli immobili tenendo in considerazione le principali specifiche provenienti dalle disposizioni di riferimento e dagli standard internazionali, europei e nazionali, questo a beneficio di tutti i soggetti coinvolti al fine di migliorare la qualità dei servizi estimativi: la norma è quindi un *benchmark* servizio di tutti gli *stakeholder* del mercato immobiliare quindi non solo utile strumento a favore dei professionisti che svolgono le valutazioni, ma anche a chi utilizza il lavoro professionale (riesame).

La norma, oltre a individuare le modalità con cui il lavoro professionale debba essere svolto (nota 5.0) e alla conformità della prestazione ai requisiti di qualità (nota 6.0), definisce i principi e procedimenti gli approcci estimativi finalizzati alla determinazione del valore di mercato (nota 4.0).

Le metodiche di valutazione individuate sono:

- 1) confronto di mercato;
- 2) metodo del reddito;
- 3) metodo del costo.

Ovviamente, per eseguire una valutazione finalizzata alla base del valore di mercato, si possono utilizzare uno o più metodiche di stima<sup>(1)</sup>.

Gli standard (internazionali e nazionali) non impongono una particolare metodologia di valutazione in quanto questa scelta è rimessa al giudizio del professionista che individua il criterio caso per caso secondo la natura dell'immobile e il conteso e la finalità della valutazione.

.....  
1. Norma UNI 11612:2015 nota 4.0.

## LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI - La Norma UNI 11612

La norma UNI *de quo* prevede in ossequio l'applicazione degli standard di valutazione.

Il “*metodo del confronto di mercato*” (nota 4.1) il quale è fondato sulla “*funzione comparativa estimativa*”, la quale afferma che la differenza di prezzo tra l'immobile di confronto (comparabile) e l'immobile da valutare è la funzione delle differenze presentate dalle loro caratteristiche che provocano una variazione di prezzo.

$$P_j - V = (X_{j1} - X_{V1}) * p_1 + (X_{j2} - X_{V2}) * p_2 \dots (X_{jn} - X_{Vn}) * p_n$$

dove:

- $P_j$  prezzo dell'immobile comparabile
- $V$  valore di mercato dell'immobile oggetto di valutazione
- $X$  caratteristica in esame che provoca una variazione di prezzo
- $p$  prezzo marginale della caratteristica presa in esame

I criteri applicabili, allo stato, nella metodica sono diversi (MCA, MCA 2.0, Sistema Generale di Stima, Sistema di ripartizione, regressione semplice e multipla ecc.).

Il “*metodo del reddito*” (nota 4.2) o “*finanziario*” comprende tre diversi criteri di calcolo i quali consentono di determinare il valore di mercato considerando la capacità degli immobili di generare benefici monetari.

I criteri sono

- a) il procedimento della capitalizzazione diretta (nota 4.2.1) che converte in modo diretto il reddito di un immobile nel valore di mercato, dividendo il reddito annuo per un saggio di capitalizzazione oppure moltiplicandolo per un fattore;
- b) il procedimento della capitalizzazione finanziaria (nota 4.2.2) che applica il calcolo finanziario alle serie di redditi annuali e del valore di rivendita al termine del periodo di disponibilità dell'immobile da stimare;
- c) procedimento del flusso di cassa scontato che si fonda sul calcolo del valore attuale netto del flusso di cassa di immobile alla data di valutazione, il flusso di cassa è costituito dalle entrate ed uscite dell'immobile da valutare.

Il “*metodo del costo*” (nota 4.3) è finalizzato a determinare il valore di mercato di un immobile attraverso la somma del valore di mercato del terreno e del costo di costruzione (ricostruzione o sostituzione) considerando l'eventuale deprezzamento (fisico, funzionale, economico). Il *metodo del costo* si applica





in presenza di immobili speciali oppure in presenza di un mercato immobiliare limitato<sup>(2)</sup>.

Le metodiche del *confronto di mercato* e del *reddito* si fondano sui dati di mercato (prezzi, canoni di mercato, caratteristiche quantitative e qualitative ecc.). In merito alla circostanza dell'utilizzo dei *prezzi* o delle *proposte di vendita*, la Cassazione Civile (Sezione I – 7 novembre 2020, n. 18582), in riferimento ai dati di mercato, precisa “... *la mera proposta di vendita o offerta del bene non vale ad individuare il prezzo praticato sul mercato e tanto nella constatazione che solo l'incontro delle volontà di offerente ed acquirente indica di quel prezzo la tenuta o la rispondenza al mercato in adesione alle quotazioni attuali del bene. La proposta di vendita può rilevare quale elemento da cui desumere il valore potenziale di massimo realizzo del bene in una libera contrattazione, ma non l'effettivo valore di mercato che presuppone, invece, l'accettazione dei destinatari dell'offerta*”.

Il contenuto del libro approfondisce e illustra l'applicazione del *metodo del reddito* (metodica finanziaria) della norma UNI 11612:2015 attraverso un esame pratico e dettagliato (*learn by doing*) dello specifico criterio estimativo.

.....

2. EVS 2020 – II. Metodologia di valutazione – nota 8.2 “*Il metodo dei costi è comunemente utilizzato per stimare il costo di riproduzione di immobili specializzati o di altri immobili che sono raramente, o mai, venduti o locati sul mercato. In altre parole, si fa ricorso al metodo dei costi quando la mancanza di attività di mercato preclude l'adozione del metodo comparativo e quando gli immobili da valutare non sono adatti al metodo della stima reddituale...*”.

*Pagine omesse dall'anteprima del volume*

## CAPITOLO 5

# Metodiche finanziarie

### 5.1 Introduzione

La metodica finanziaria può essere applicata in modo affidabile quando sono disponibili dati di confronto pertinenti.

La metodica finanziaria si fonda sui dati mercato ed è particolarmente importante per le proprietà acquistate e vendute sulla base delle loro capacità e caratteristiche di produrre reddito e nelle situazioni in cui sussistono prove di mercato a supporto dei vari elementi presenti nell'analisi. Tuttavia, la precisione matematica delle procedure utilizzate in questo metodo non deve essere fraintesa e quindi considerato indicatore dell'esatta precisione dei risultati. La stima del valore di mercato deve essere basata sul miglior giudizio e buonsenso del perito senza che questa ecceda nell'uso di concetti di natura soggettiva ed empirica.

La metodica finanziaria discende dal principio *marshalliano* del valore che stabilisce che *un bene vale quanto rende*.

La procedura che rappresenta la metodica finanziaria può essere rappresentata dal seguente schema:

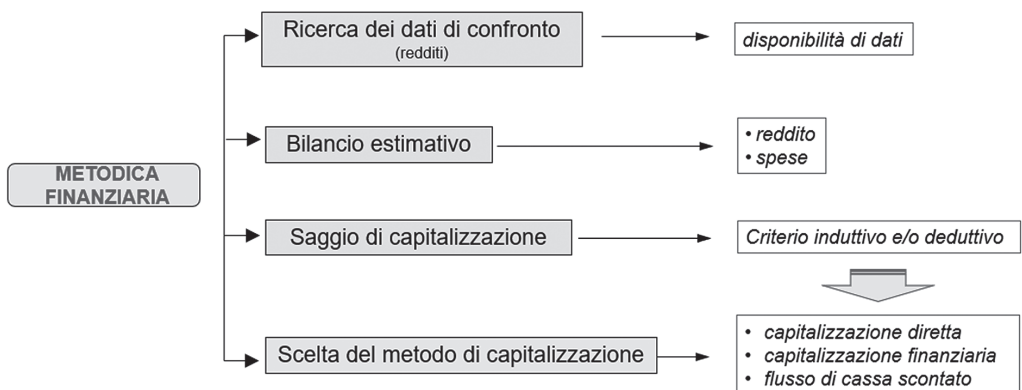


Figura 5.1

Nella metodica finanziaria, la ricerca di mercato è importante in diversi modi: oltre a fornire dati specifici da elaborare, la ricerca di mercato procura anche informazioni qualitative che permettono di determinare la comparabilità e aiutano nella valutazione dei risultati dell'analisi. Questo metodo non è puramente matematico poiché richiede anche valutazioni di natura qualitativa.

La qualità della valutazione almeno in parte dipende dalla qualità delle informazioni utilizzate nella sua preparazione e in questo senso il valutatore deve verificare tutte le fonti informative; in ogni analisi dei dati di comparazione, è indispensabile che le proprietà per cui sono stati raccolti i dati di confronto abbiano caratteristiche simili alla proprietà oggetto di valutazione cioè, il *subject* e i comparabili devono appartenere al medesimo *segmento di mercato*.

Nella capitalizzazione diretta e capitalizzazione finanziaria, trattandosi di procedure che si fondano su ipotesi e condizioni applicative ricorrenti, si considerano il canone di mercato<sup>(1)</sup> e le spese di esercizio nonché il relativo e pertinente saggio di capitalizzazione.

Considerato che l'analisi del flusso di cassa scontato si applica in situazioni speciali, particolari o complesse che non possono riferirsi agli altri due criteri, in genere si utilizza i ricavi e i costi; molto raramente possono essere anche considerati nel flusso di cassa, il canone di mercato e le spese di esercizio. Un esempio tipico di applicazione dell'analisi del flusso di cassa attualizzato è il valore di trasformazione di un *immobile in sviluppo*.

## 5.2 Metodica della capitalizzazione diretta

La capitalizzazione diretta converte istantaneamente il canone di mercato di un singolo anno nel valore di mercato  $V_M$  dell'immobile oggetto di valutazione.

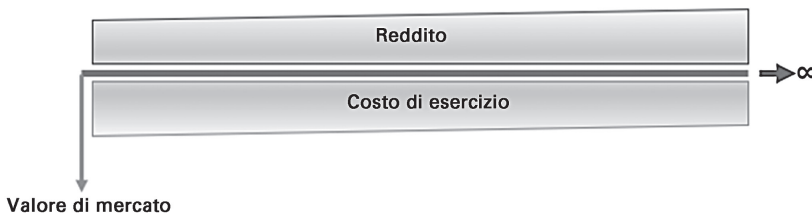


Figura 5.2

Il canone di mercato  $C_{M(L)}$  può essere diviso per il saggio di capitalizzazione  $S_{D(L)}$  oppure moltiplicato per il *gross rent multiplier*  $GRM_{(L)}$ .

.....  
1. Convenzionalmente la definizione del "canone di mercato" è riferita su base annuale.



$$V_M = \frac{C_{M(L)}}{S_{D(L)}}$$

$$V_M = C_{M(L)} * GRM_{(L)}$$

Il canone di mercato nelle formule sopra indicate è previsto lordo ma può essere anche netto  $C_{M(N)}$  attraverso il calcolo del bilancio medio, annuale e ordinario.

$$V_M = \frac{C_{M(N)}}{S_{D(N)}}$$

$$V_M = C_{M(N)} * GRM_{(N)}$$

Il risultato che ottiene è il medesimo.

Il miglior modo di comprendere e applicare il criterio è quello di svolgere il calcolo secondo la logica del *“learn by doing”* per cui si prevedono, di seguito due specifiche esercitazioni.

### 5.3 Metodica della capitalizzazione finanziaria

La metodica della capitalizzazione finanziaria converte la serie di redditi dal momento dell’acquisto al momento della rivendita dell’immobile e l’attualizzazione del valore finale/recupero all’ultimo anno dell’orizzonte temporale.

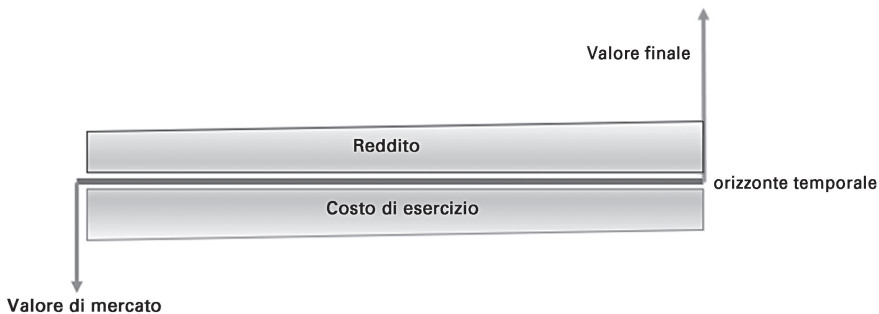


Figura 5.3

Prevedendo un valore di mercato finale secondo la seguente formula.

$$V = \sum_{t=1}^n [(C_{M(t)} - C_{E(t)}) * (1 + S_Y)^{-t}] + \frac{C_{M(n)} - C_{E(n)}}{S_{D(N)F}} * (1 + S_Y)^{-n}$$

**LA METODICA FINANZIARIA NELLA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI - La Norma UNI 11612**

dove:

- $V$  valore di mercato dell'immobile da stimare
- $C_{M(t)}$  canone di mercato lordo annuo variabile dell'immobile da valutare
- $C_{E(t)}$  costo esercizio annuo variabile dell'immobile da valutare
- $C_{M(N)}$  canone di mercato lordo dell'anno  $n + 1$  dell'immobile da valutare
- $C_{E(N)}$  costo di esercizio dell'anno  $n + 1$  dell'immobile da valutare
- $n$  orizzonte temporale
- $t$  anno generico
- $S_{D(N)F}$  saggio di capitalizzazione nella capitalizzazione diretta finale (*going out*)
- $S_Y$  saggio di capitalizzazione nel metodo della capitalizzazione finanziaria

La parte della formula:

$$\sum_{t=1}^n [(C_{M(t)} - C_{E(t)}) * (1 + S_Y)^{-t}]$$

Corrisponde all'attualizzazione dei canoni di mercato nell'orizzonte temporale, mentre la seconda:

$$\frac{C_{M(N)} - C_{E(N)}}{S_{D(N)F}} * (1 + S_Y)^{-n}$$

Corrisponde al valore di mercato dell'immobile a termine dell'orizzonte temporale attualizzato alla data della valutazione.

L'attualizzazione dei canoni di mercato di determina attraverso l'individuazione del canone di mercato dell'immobile da stimare con predisposizione del bilancio immobiliare annuo, medio e ordinario e dei costi di esercizio.

Per la definizione del flusso di cassa, in genere si considera un orizzonte temporale di dieci anni, e si determina attraverso l'utilizzo del saggio di variazione annuo dei canoni di mercato  $s_{CM}$  e del saggio di variazione annuo dei costi di esercizio  $s_{CE}$ .

L'attualizzazione del valore finale/recupero al termine dell'orizzonte temporale. Il valore finale/recupero è determinato con il criterio della capitalizzazione diretta che poi sarà attualizzato con il saggio della capitalizzazione finanziaria. Il calcolo del saggio di capitalizzazione *finale* <sup>(2)</sup>  $S_{D(N)F}$  della capitalizzazione diretta può essere svolto con due procedure a seconda se il saggio della capi-

.....  
2. *Going out rate.*

talizzazione finanziario sia stato determinato con *criterio induttivo* oppure con *criterio deduttivo*.

Nella prima ipotesi (criterio induttivo), il calcolo del saggio di capitalizzazione  $S_{D(N)F}$  si risolve attraverso la formula dell'equivalenza finanziaria<sup>(3)</sup> che può essere risolta per iterazioni di calcolo (equazione del tipo  $i=f(i)$ ).

$$S_Y = \frac{C_{M(N)} - C_{E(N)}}{\left[ \sum_{t=1}^n (C_{M(t)} - C_{E(t)}) * (1 + S_Y)^{-t} + \frac{C_{M(N)} - C_{E(N)}}{S_{D(N)F}} * (1 + S_Y)^{-n} \right] * (1 + d)^n}$$

dove:

- $S_Y$  saggio di capitalizzazione nella capitalizzazione finanziaria
- $C_{M(N)}$  canone di mercato dell'ultimo anno dell'orizzonte temporale
- $C_{E(N)}$  costi esercizio dell'ultimo anno dell'orizzonte temporale
- $S_{D(N)F}$  saggio capitalizzazione nella capitalizzazione diretta finale (ultimo anno dell'orizzonte temporale)
- $d$  variazione annuale dei prezzi
- $n$  orizzonte temporale

La parte della formula relativa a  $\sum_{t=1}^n (C_{M(t)} - C_{E(t)})$  corrisponde al valore attuale netto dei canoni al netto dei costi di esercizio.

Nella seconda ipotesi (criterio deduttivo) il calcolo del saggio di capitalizzazione  $S_{D(N)F}$  si risolve attraverso la seguente formula<sup>(4)</sup>:

$$S_{D(N)F} = S_{D(N)} * \frac{(1 + s_{CM})^{n-1} - Y_C * (1 + s_E)^{n-1}}{(1 - Y_C) * (1 + d)^n}$$

dove:

- $S_{D(N)F}$  saggio di capitalizzazione nella capitalizzazione diretta finale (*going out*)
- $S_{D(N)}$  saggio di capitalizzazione nella capitalizzazione diretta alla data della valutazione
- $s_{CM}$  saggio di variazione annuo dei canoni di mercato
- $s_E$  saggio di variazione annuo dei costi esercizio
- $Y_C$  incidenza dei costi di esercizio sul canone di mercato
- $d$  variazione annuale dei prezzi
- $n$  orizzonte temporale

.....

3. Marco Simonotti, *Valutazione Immobiliare Standard – Nuovi metodi*. STIMATRIX 2019, nota 14.2.

4. Marco Simonotti, *Valutazione Immobiliare Standard – Nuovi metodi*. STIMATRIX 2019, nota 14.7.

Lo schema di calcolo della capitalizzazione finanziaria è il seguente.

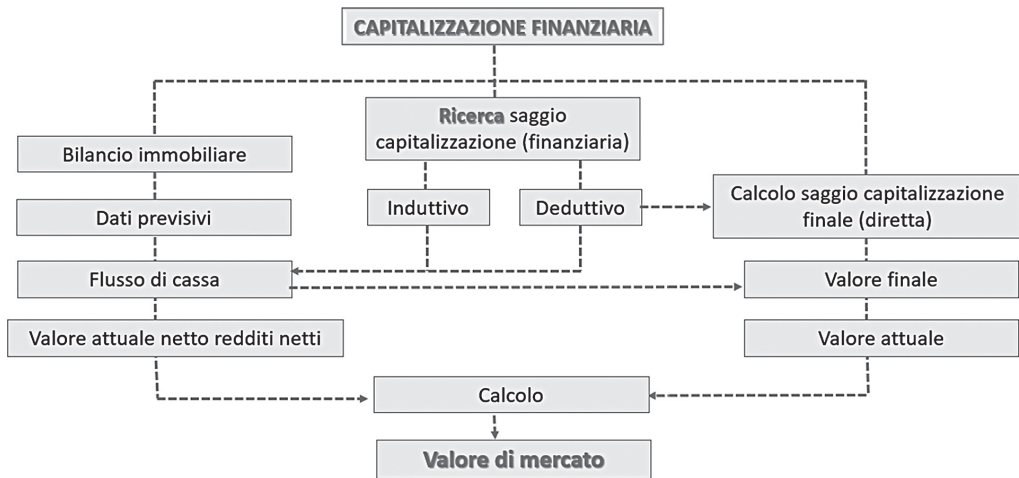


Figura 5.4

Il miglior modo di comprendere e applicare il criterio che appare difficile e complesso, è quello di svolgere il calcolo secondo la logica del *learn by doing* per cui si prevedono, di seguito due specifiche esercitazioni.

## 5.4 Metodica dell'analisi del flusso di cassa scontato

L'analisi del flusso di cassa scontato (DCFA)<sup>(5)</sup> analizza la serie dei costi e dei ricavi dal momento dell'inizio del processo di trasformazione fino alla sua conclusione prevedendo un valore di mercato finale al termine della completa trasformazione.

Il criterio, a prescindere dei calcoli finanziari, simula il comportamento di un investitore immobiliare ipotizzando un completo ciclo dell'investimento immobiliare.

L'analisi del flusso di cassa scontato è praticamente obbligatoria quando si tratta di edificazione sui terreni e quando si prevede una trasformazione/ristrutturazione di un immobile in considerazione che non risulta possibile adottare i precedenti criteri (capitalizzazione diretta e capitalizzazione finanziaria).

.....  
5. *Discounted cash flow analysis.*



*Pagine omesse dall'anteprima del volume*