



Linee Guida per la Valutazione Immobiliare

Con la sponsorizzazione di



Dicembre 2004

Nomisma ed IPD ringraziano il Comitato di Valutazione che ha reso possibile la stesura del presente documento:

- Antonio Benvenuti, Consiglio Nazionale Geometri
- Antonio De Santis, Agenzia del Territorio
- Gianni Flammini, DTZ Italia
- Angelo Garruto, IPI
- Lorenzo Greppi, Collegio degli Ingegneri ed Architetti di Milano
- James Howell, Cushman & Wakefield Healey & Baker
- Maria Cristina Laria, FPD Savills Italia
- Laura Mauri, CB Richard Ellis Professional Services
- Maurizio Negri, Praxi
- Patrick Parkinson, Jones Lang LaSalle
- Osvaldo Rigamonti, REAG
- Benito Virgilio, Associazione Geometri Esperti Valutatori (Geoval)

Indice

	Pag.
Prefazione	1
Introduzione: i principi dell'indice immobiliare italiano	3
1. Gli standard della valutazione.....	5
2. Fattori che influenzano il valore di mercato.....	15
3. Metodologia di valutazione	17
4. Metodi a confronto.....	25
5. Presupposti inderogabili e comuni della valutazione.....	29
6. Requisiti e contenuto del rapporto valutativo.....	33

PREFAZIONE

In Italia non è stato fino ad ora possibile confrontare adeguatamente il rendimento degli investimenti nel settore immobiliare e quello dei portafogli azionari ed obbligazionari.

Nomisma e Investment Property Databank (IPD), attraverso il Servizio di Analisi del Portafoglio e l'Indice Immobiliare Italiano¹, sono in grado di garantire al mercato metodi affidabili per la misurazione del rendimento totale degli investimenti di settore. Tale strumento risulta particolarmente utile ai fini della gestione di portafogli immobiliari poichè consente di effettuare confronti intersettoriali, con mercati immobiliari esteri² e con altre *asset class*.

Secondo la metodologia utilizzata in Italia e in tutto il network IPD, le informazioni relative ad entrate e costi operativi dei singoli immobili vengono ottenute direttamente dai proprietari, mentre i relativi canoni e valori di mercato dipendono dalle valutazioni fornite dagli esperti indipendenti.

La Banca Dati Italiana viene interamente gestita da IPD che, grazie all'esperienza acquisita internazionalmente, ha adottato le necessarie misure per garantire confidenzialità e indipendenza nel trattamento dei dati forniti dai clienti.

Essendo l'Indice Immobiliare Italiano Nomisma/IPD basato sulle valutazioni di mercato (e non sui prezzi di compravendita), è necessario garantire trasparenza e congruità nelle definizioni adottate (ad esempio valore di mercato, canoni in essere, ecc.), nonché uniformità nella prassi valutativa.

Pertanto, il presente documento include le principali linee guida per la valutazione immobiliare che i valutatori si propongono di rispettare nella determinazione dei valori di mercato inseriti nella Banca Dati Immobiliare al fine di migliorare credibilità ed affidabilità dell'Indice Immobiliare Italiano e degli altri servizi forniti da Nomisma/IPD.

Riteniamo, infatti, che i requisiti relativi all'esperienza dei valutatori e l'implementazione delle Linee Guida di seguito proposte possano contribuire a migliorare la qualità delle valutazioni immobiliari sia interne che esterne. A tal fine, il "Comitato di Valutazione" si pone anche l'obiettivo di monitorare

¹ La presentazione ufficiale dell'Indice Immobiliare Italiano (in forma ancora consultativa) è avvenuta a Milano il 22 Settembre 2004.

² IPD è offre il Servizio di Analisi del Portafoglio in 17 paesi (Gran Bretagna, Irlanda, Olanda, Svezia, Norvegia, Finlandia, Danimarca, Francia, Germania, Spagna, Portogallo, Italia, Svizzera, USA, Canada, Giappone e Sud Africa) ed ha avviato studi di fattibilità in diversi altri.

l'accuratezza delle prassi valutative attraverso analisi che annualmente richiederà ad IPD di effettuare sulle informazioni contenute nella Banca Dati.

Tali Linee Guida sono state approvate dal "Comitato di Valutazione" con il coordinamento e la supervisione di Nomisma ed IPD. Questo documento è da ritenersi soggetto a future modificazioni e/o aggiunte che verranno apportate continuativamente grazie al lavoro del Comitato di Valutazione. Esso si impegnerà nel lavoro di revisione e di integrazione del presente documento al fine di mantenere le Linee Guida aggiornate con le tematiche di mercato e pertanto di garantire una sempre maggior trasparenza ed affidabilità di tutto il mercato immobiliare italiano.

Infine, commenti e suggerimenti provenienti da valutatori esterni al Comitato verranno attentamente presi in considerazione ed adeguatamente incorporati nelle presenti Linee Guida.

INTRODUZIONE

I Principi dell'Indice Immobiliare Italiano

L'Indice Immobiliare Italiano pubblicato da IPD e Nomisma calcola la redditività complessiva (total return) ottenuta dagli investimenti immobiliari diretti a reddito.

Esso viene calcolato a partire dai dati di valutazione e gestione dei singoli immobili facenti parte di portafogli completi. Per poter confrontare la redditività di immobili posseduti direttamente (e non attraverso veicoli) con quella di altri tipi di attività finanziarie come le obbligazioni e le azioni, è necessario disporre di un metodo di valutazione uniforme.

Il total return di ogni singola proprietà viene calcolato mensilmente come somma della crescita del valore di mercato dell'immobile al netto delle spese in conto capitale (capital growth) e delle entrate al netto dei costi operativi sostenuti (income return), espresse in percentuale del capitale impiegato. Il rendimento annuale è quindi ottenuto come capitalizzazione composta dei rendimenti mensili, attribuendo equal peso alle dodici rilevazioni.

Tutti gli immobili compresi nella Banca Dati Immobiliare sono oggetto di singole valutazioni da parte di esperti indipendenti. Le valutazioni sono inevitabilmente caratterizzate da imprecisioni in ragione delle informazioni di mercato disponibili che spesso, e non solo sul mercato italiano, risultano essere insufficienti.

Al fine di non compromettere la credibilità dei risultati dell'Indice Immobiliare Italiano, è estremamente importante che le valutazioni dei singoli immobili inclusi nella Banca Dati seguano i principi delineati nella presente pubblicazione.

1. GLI STANDARD DELLA VALUTAZIONE

Standard 1: Conformità con gli standard valutativi internazionali

Il presente documento riassume le linee guida fondamentali della valutazione immobiliare conformi alla prassi internazionale. In particolare, i termini di valutazione utilizzati sono conformi alle raccomandazioni facenti riferimento a:

- Standard di Valutazione ("RICS Appraisal and Valuation Standards", Red Book) approvati dal Royal Institute of Charter Surveyors (RICS);
- Standard Valutativi Europei ("European Valuation Standards 2003", Blue Book) approvati da TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations), il Gruppo Europeo delle Associazioni dei Valutatori.

Le linee guida sono valide sia per valutazioni interne che per valutazioni esterne indipendenti. Nel presente documento non vengono considerati i dettagli dei procedimenti di stima, lasciando la loro determinazione alla professionalità e all'analisi del valutatore.

Standard 2: Il valutatore qualificato - valutazioni interne ed esterne

Contrariamente a quanto accade in molti paesi europei, in Italia non esiste un albo dei valutatori e conseguentemente non è presente una categoria professionale specificamente autorizzata a svolgere valutazioni immobiliari.

L'attività valutativa può essere svolta da numerosi professionisti appartenenti a loro volta a categorie professionali diverse (architetti, ingegneri, geometri, periti, dottori commercialisti, agronomi).

Ai fini della costruzione dell'Indice Immobiliare, il valutatore dichiara di rispettare il codice deontologico del valutatore indicato nel "Codice delle Valutazioni Immobiliari" redatto da Tecnoborsa.

Tale codice è composto da quattro sezioni che regolamentano: Principi Generali, Rapporti con gli Ordini, i Collegi e i Ruoli, Rapporti con i colleghi, e Rapporti con il committente.

Ai fini della costruzione dell'Indice Immobiliare, risultano inoltre necessarie numerose ed accurate informazioni riguardo alle valutazioni effettuate. Una speciale sezione della raccolta dati effettuata da Nomisma/IPD viene a questo proposito dedicata alle ipotesi formulate nel processo valutativo. Tali informazioni infatti verranno anche utilizzate per un continuo monitoraggio dell'accuratezza delle valutazioni nel mercato immobiliare italiano. L'attività di *monitoring* sulle informazioni presenti nella Banca Dati verrà effettuata da IPD su specifiche indicazioni del Comitato di Valutazione, appositamente costituito e responsabile della definizione di un *framework* di analisi. Nomisma e IPD provvederanno altresì a predisporre esercizi di valutazione utili alla misurazione dell'omogeneità dei processi valutativi italiani.

Le valutazioni utilizzate ai fini della Banca Dati Immobiliare (BDI) possono essere effettuate sia da valutatori interni che da professionisti indipendenti esterni.

Affinché le valutazioni interne siano sufficientemente affidabili, è necessario che i valutatori si avvalgano di una competenza, ancorché minima, esterna. Per tale ragione, è necessario che i patrimoni valutati internamente soddisfino almeno una delle seguenti condizioni:

1. Un numero selezionato di valutazioni esterne iniziali è stato preso come fondamento per le successive valutazioni interne.
2. È stato commissionato a valutatori esterni l'esame delle ipotesi effettuate dai valutatori interni relativamente a canoni di locazione di mercato, yields (rendimenti), livelli dei valori di mercato e metodi di valutazione utilizzati.
3. Un valutatore esterno ha analizzato il modello di valutazione interno dell'azienda ed ha preventivamente determinato un quadro di riferimento, sotto forma di range di valori per le principali informazioni utilizzate.

La scelta della forma di assistenza da parte di specialisti esterni è libera. La modalità con cui vengono effettuate le valutazioni per l'Indice Immobiliare viene però controllata costantemente. Vengono infatti accertati la competenza interna delle aziende, il modello prescelto per l'assistenza fornita da specialisti esterni e la misura in cui ci si avvale di valutatori esterni.

Quando le informazioni sono inviate dai proprietari/gestori dei portafogli immobiliari ad IPD, i dati patrimoniali vengono validati sia in caso di valutazione interna che esterna. Il processo di validazione consente di eseguire diverse tipologie di analisi statistiche volte a:

- analizzare la modalità con cui il portafoglio è stato complessivamente valutato;
- rivelare eventuali divèsità nelle variazioni di anno in anno delle principali ipotesi sottostanti la valutazione (es: crescita degli affitti di mercato, variazione degli yields);
- monitorare la presenza di eventuali differenze sistematiche nelle ipotesi adottate dai valutatori interni rispetto a quelle dei valutatori esterni;
- confrontare i prezzi di acquisto/vendita con le relative valutazioni successive/precedenti le transazioni.

Standard 3: Condizioni di incarico

Si faccia direttamente riferimento allo Standard 3 contenuto negli European Valuation Standards 2003.

Standard 4: Basi per la valutazione

Qualunque sia il proposito della valutazione, i criteri fondamentali si rifanno alla definizione di "valore di mercato" sancito dall'IVSC (Comitato Internazionale per gli Standard di Valutazione), adottato da RICS e TEGoVA e qui di seguito riportato.

◆ **Definizioni di valore**

A differenza del mercato azionario ed obbligazionario, dove i prezzi degli *assets* sono misurabili istantaneamente, ai fini della costruzione di un indice immobiliare non risulta possibile il monitoraggio annuale del prezzo di ogni singolo immobile. Ciò è dovuto principalmente a due fattori che, nel caso di utilizzo dei prezzi di scambio, determinerebbero il continuo cambiamento del campione analizzato per la misurazione di una performance periodica (ad esempio annuale): la bassa frequenza delle transazioni (la proprietà di ogni immobile normalmente non cambia per almeno dieci anni) e l'assoluta eterogeneità degli assets analizzati nel mercato immobiliare (a differenza delle azioni ad esempio, ogni immobile ha caratteristiche proprie che lo rendono unico rispetto a tutti gli altri scambiati nello stesso periodo). Conseguentemente è necessario avere una *proxy* del prezzo per ogni punto di misurazione del rendimento di mercato. Occorre quindi disporre di un valore che rappresenti tale *proxy*. Il valore di mercato dell'immobile viene utilizzato da Nomisma/IPD a tal fine.

Diverse sono le definizioni di valore fornite dai principali organismi nazionali ed internazionali.

Tuttavia, ai fini della costruzione dell'indice Immobiliare Italiano, viene adottata la definizione di **valore di mercato** conforme agli standard internazionali ed europei fissati da IVSC (International Valuation Standards Committee), RICS e TEGoVA, e contenuti nel Red Book e negli EVS 2003 approvati:

Il valore di mercato rappresenta la stima del prezzo al quale, alla data di riferimento della valutazione, un determinato immobile dovrebbe essere scambiato, dopo un adeguato periodo di commercializzazione, in una transazione tra due soggetti (compratore e venditore) bene informati e non vincolati da particolari rapporti, interessati alla transazione ed entrambi in grado di assumere le decisioni con eguale capacità e senza alcuna costrizione.

La definizione di **valore di mercato** data dall'Unione Europea e contenuta in una direttiva sulle relazioni annuali del settore assicurativo (*Direttiva 91/674, articolo 49*) viene espressa con parole diverse ma può essere considerata equivalente alle precedente definizione di TEGoVA. L'applicazione delle due definizioni deve portare al medesimo risultato. In particolare l'Unione Europea definisce il valore di mercato come:

Il prezzo al quale, alla data di riferimento della valutazione, un bene immobile (suolo e costruzione) dovrebbe essere scambiato in una transazione tra privati, in assenza di rapporti particolari tra il venditore e il compratore. L'immobile deve essere inserito in un mercato che consenta una transazione corretta ed essere disponibile per la negoziazione per un normale periodo commisurato alla sua natura.

Qui di seguito, esclusivamente a titolo informativo, vengono indicate anche altre definizioni di valore, che tuttavia non devono essere adottate ai fini della determinazione dei valori per la BDI.

- L'"**highest and best use value**" (il valore più elevato e del miglior uso) è utilizzato diffusamente negli USA ed è considerato come sinonimo del valore di mercato. È impiegato dall'IVSC (International Valuation Standard Committee) e definito come segue:

Il più proficuo uso di un immobile a seconda delle sue caratteristiche fisiche, giustificato in modo appropriato, ammissibile legalmente, finanziariamente sostenibile, e che risulti pari al più elevato valore del bene oggetto di valutazione.

- Il valore equo (**fair value**) è un concetto contabile (si veda al proposito lo Standard Contabile Internazionale – International Accounting Standard 16, IAS 16.6) ed è visto come sinonimo di valore di mercato.
- Il valore d'uso esistente (**existing use value**): si riferisce al costo netto di ricostruzione ed è definito da TEGoVA come segue:

Il valore d'uso esistente è la stima dell'ammontare cui un immobile dovrebbe essere scambiato alla data della valutazione basato sul mantenimento della destinazione d'uso attuale, ma assumendo che l'immobile sia non occupato, nell'ambito di una transazione tra soggetti ben informati e non vincolati da particolari rapporti ed entrambi in grado di assumere decisioni con eguale capacità e senza alcuna costrizione.

Il valore d'uso esistente è utilizzato raramente ed in casi occasionali prevalentemente per effettuare transazioni, ma non si considera un metodo valutativo appropriato nell'ambito della BDI poiché prende in considerazione una stima del valore per un immobile non occupato.

- Il valore in uso (**value in use** – IAS 36) consiste nel valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi che scaturiscono dall'utilizzo continuativo del bene immobiliare e dalla sua alienazione al termine della vita economica.

Il concetto di valore in uso è basato sulla valutazione soggettiva, non derivante dal mercato, dell'utilizzazione economica di un bene immobile oggetto di valutazione. Il calcolo potrebbe assumere le sembianze di una valutazione soggettiva di una stima di costi e benefici per un investitore, poi scontati secondo criteri interni agli investitori stessi (standard EVS 7, S 7.02-

7.05). Non si tratta, in questo caso, di una valutazione rigorosa che stimi il valore di mercato di un investimento. Bensì si mira solo a valutare un progetto o a comparare opportunità di investimento alternative. Pertanto non è appropriato riportare questo valore all'interno della BDI.

- **Il valore d'uso alternativo** potrebbe essere richiesto nel caso di una valutazione condotta per una cartolarizzazione o come parte della determinazione del valore secondo l'analisi dell'*highest and best use*. Il valore d'uso alternativo differisce ampiamente dai concetti di valore d'uso esistente o di valore di mercato. Il valore d'uso alternativo non va riportato nell'ambito della BDI.

I valori negativi per gli immobili possono presentarsi per quei beni immobiliari che figurano nei documenti finanziari, ma non si confanno alle valutazioni effettuate per la redazione dell'Indice Immobiliare e per le finalità della BDI.

◆ **Spese di vendita e di acquisizione**

Il valore di mercato viene accertato a prescindere dai costi legati alla vendita dell'immobile. In relazione alle spese di vendita, tuttavia, la direttiva UE 91/674 sui rapporti annuali delle compagnie di assicurazione (articolo 49) stabilisce che tali spese vengano detratte se l'immobile è stato venduto prima della chiusura dei conti o se si prevede di venderlo a brevissimo termine. Tuttavia, in base al Red Book e agli EVS 2003, tali detrazioni devono essere effettuate separatamente soltanto dopo aver indicato il valore di mercato. Per quanto riguarda gli investimenti a lungo termine, non c'è motivo di tenere conto delle spese di vendita. Conseguentemente:

Il valore riportato nella BDI è sempre il valore di mercato, senza adeguamenti per le spese di vendita.

Il valore di mercato rappresenta quindi il prezzo più probabile che si otterrebbe in caso di vendita di un immobile; per questo motivo, non è necessario applicare adeguamenti per i costi di acquisizione, questo almeno nel caso in cui il valore di mercato si fondi su confronti diretti con immobili simili venduti (*comparison approach*).

Se invece il valore di mercato viene accertato sulla base dell'analisi dei flussi di cassa scontati (DCF), è alquanto naturale prendere in considerazione anche un presunto esborso di cassa a carico del compratore per l'imposta di registro. In questi casi, i costi di acquisizione vengono inclusi nel modello di valutazione.

◆ **Canone di mercato**

La definizione di canone di mercato adottata da TEGoVA ricalca quella di valore di mercato.

Il canone di mercato rappresenta la stima del canone al quale, alla data di riferimento della valutazione, un determinato immobile dovrebbe essere locato in una transazione tra soggetti bene informati e non vincolati da particolari rapporti, interessati alla locazione, ed entrambi in grado di assumere le decisioni con eguale capacità e senza alcuna costrizione.

L'affitto di mercato indicato ai fini della BDI corrisponde a tale definizione.

Standard 5: Valutazioni finalizzate alla reportistica finanziaria

Questa metodologia di valutazione non viene accettata per la determinazione del valore di mercato dell'immobile da includere nella BDI ai fini della costruzione dell'Indice Immobiliare e delle relative misure di rendimento.

Standard 6: Valutazioni finalizzate ad operazioni di cartolarizzazione e/o mutui

Questa metodologia di valutazione non viene accettata per la determinazione del valore di mercato dell'immobile da includere nella BDI ai fini della costruzione dell'Indice Immobiliare e delle relative misure di rendimento.

Standard 7: Stime previsioni ed altre valutazioni

Si faccia direttamente riferimento allo Standard 7 contenuto negli European Valuation Standards 2003.

Standard 8: Valutazioni per società di investimento, assicurazioni, fondi immobiliari e fondi pensione

Le valutazioni che si svolgono nell'interesse pubblico e di azionisti avranno come criterio di base quello del valore di mercato. Negli sviluppi immobiliari, il costo di ricostruzione (Development Replacement Cost – DRC) è incompatibile con i propositi di queste valutazioni.

Tutti gli immobili posseduti a titolo di investimento, siano essi strumentali o a reddito, devono considerarsi alla stregua di investimenti immobiliari (EVS Standard 8, S. 8.03).

♦ Metodi di valutazione per categorie immobiliari diverse

Compito del valutatore è determinare i valori di mercato degli immobili avvalendosi di metodi di valutazione comunemente accettati. Il metodo prescelto deve essere quello che meglio rispecchia il carattere e la portata delle informazioni di mercato disponibili. A partire da informazioni di mercato adeguate, è possibile utilizzare **metodi comparativi**. Tuttavia se:

- viene effettuato soltanto un numero relativamente esiguo di transazioni (come nella maggior parte dei segmenti di mercato) e le condizioni variano sensibilmente, oppure
 - le informazioni sui rendimenti degli immobili da valutare non sono facilmente accessibili, oppure
 - trattasi di proprietà per cui risulta difficile individuare immobili comparabili e ottenere le necessarie informazioni,
- i metodi comparativi devono essere sostenuti dall'applicazione del **metodo DCF (flussi di cassa scontati)**.

Il metodo DCF offre anche il vantaggio di presentare ipotesi esplicite che migliorano la trasparenza e facilitano i confronti.

L'**analisi DCF** deve basarsi sui dati di mercato. Per verificarne l'attendibilità, i risultati ottenuti devono sempre essere verificati a fronte di diversi parametri chiave di mercato, come i rendimenti e il valore per metro quadro.

Per le valutazioni di terreni, abitazioni monofamiliari, cooperative e immobili che non generano reddito, il metodo comparativo è generalmente il più adatto.

Gli investimenti immobiliari possono essere classificati come segue (EVS Standard 8, S 8.10):

- a) Immobili detenuti come investimenti per le loro performance reddituali in quanto beni che generano entrate ordinarie periodiche e/o guadagni in conto capitale;
- b) Immobili detenuti perché occupati direttamente dal proprietario;
- c) Immobili in sviluppo;
- d) Immobili detenuti per uno sviluppo futuro.

Di seguito ci soffermeremo sui punti b) e c).

◆ ***Immobili occupati dal proprietario***

Riguardo agli immobili utilizzati dal proprietario, il valutatore deve ignorare gli accordi stipulati internamente. In questi casi, le valutazioni devono basarsi sul valore dei canoni di locazione di mercato. Questo non significa che i locali ad uso strumentale debbano essere considerati vuoti alla data del valore. Si deve presumere l'applicazione di un tasso di affitto adeguato per l'immobile in questione.

◆ ***Immobili in sviluppo***

Il valore di mercato deve essere accertato anche in relazione a beni, come i terreni **edificabili**, riedificabili e gli edifici in costruzione. Il valore contabile, basato sui costi realizzati, non deve mai essere utilizzato ai fini della BDI. Come

emerge dagli European Valuation Standards, i valori degli immobili riedificabili e degli edifici in costruzione deve corrispondere al minore tra i due risultanti dalle seguenti metodologie:

1. Calcolo del valore di mercato del terreno a cui vanno aggiunte:
 - le spese in conto capitale sostenute per l'edificazione del nuovo edificio e/o
 - il valore degli edifici da ristrutturare e le relative spese in conto capitale sostenute per la ristrutturazione.
2. Il valore di mercato dell'immobile completato (a fine lavori) meno i costi residui necessari per completare i lavori.

L'utilizzo del minore dei due valori ottenuti corrisponde al principio di prudenza (conservativo).

Se, tuttavia, l'immobile è quasi completato e la maggior parte dei locali è stata preventivamente concessa in locazione, è possibile derogare al principio fondamentale e ricavare il valore con il solo metodo del valore di mercato dell'immobile completato meno i costi residui necessari per la fine dei lavori (senza dover confrontare questo valore con quello ottenuto applicando il primo metodo).

Infine, se il secondo metodo genera un valore superiore al primo, il valore più alto può essere riportato nell'Indice Immobiliare soltanto se la valutazione è stata commissionata ad un valutatore esterno. Tale procedura è diretta a garantire che i valutatori già coinvolti nelle decisioni relative agli investimenti non esercitino il loro influsso sulla valutazione del progetto.

Standard 9: La reportistica nella valutazione

◆ *Data del valore e data di valutazione*

La **data del valore** è la data a cui fa riferimento il valore. Nell'Indice Immobiliare è l'ultimo giorno dell'anno (31 dicembre).

La **data della valutazione** si riferisce alla data in cui viene firmato il rapporto di valutazione.

Per ridurre al minimo le incertezze relative alle stime dei valori, la data della valutazione non deve essere di troppo anteriore alla data del valore. Per motivi pratici, si considera accettabile una data della valutazione anteriore al massimo di un mese alla data del valore. I rapporti di valutazione possono quindi essere presentati a partire dal primo dicembre. Qualora nel mese di dicembre dovessero verificarsi sensibili variazioni nelle condizioni di mercato, alla fine dell'anno è ovviamente necessario effettuare un adeguamento finale del valore. I rapporti di valore presentati prima della fine esercizio devono pertanto contenere una clausola condizionale a tale scopo.

◆ **Ispezioni**

- Tutti gli immobili valutati e inclusi nell'Indice Immobiliare devono essere ispezionati dal valutatore.
- Il rapporto deve indicare il **nome del valutatore** che ha proceduto all'ispezione e la **data di ispezione** stessa.
- Scopo principale dell'ispezione è accertare la **posizione di mercato** dell'immobile sulla base della sua ubicazione, degli standard tecnici relativi all'edificio e dell'appetibilità che suscita rispetto alle alternative competitive sul mercato locativo.
- Gli ispettori devono prendere nota delle **condizioni dell'immobile**, delle esigenze di manutenzione e reinvestimento, e della necessità di ristrutturazione per soddisfare le esigenze dei locatari.
- È possibile effettuare una **selezione adeguata** degli immobili residenziali e commerciali, ma le **ispezioni** devono essere effettuate **su tutti i locali liberi**
- Se l'immobile viene valutato **dallo stesso valutatore**, dovrà essere effettuata **un'ispezione più approfondita almeno ogni tre anni**.
- Gli immobili che dopo l'ultima ispezione hanno subito **variazioni fisiche** di notevole portata o variazioni determinate dal mercato devono **essere nuovamente ispezionati**.
- Se **l'ispezione non** è stata effettuata **congiuntamente alla valutazione**, è sempre necessario contattare il *property manager* dell'immobile per **ottenere informazioni** sulle variazioni dell'immobile. Nel momento della valutazione, tutte le informazioni relative a contratti di locazione e ad altri accordi, valori ai fini degli accertamenti fiscali, progetti futuri ecc. devono essere aggiornate.
- Se il valutatore rileva eventuali **attività pericolose per l'ambiente** attualmente in corso o verificatesi all'interno o in prossimità dell'immobile, è necessario prestare particolare attenzione agli effetti a lungo termine di tali attività, come ad esempio la contaminazione dell'immobile. L'ispezione deve anche identificare materiali o sostanze pericolose per l'ambiente presenti nel terreno o in alcune tipologie di edifici. Esempi di tali materiali sono i policlorobifenili (PCB), utilizzati come prodotto lubrificante per i materiali coesivi, l'amianto, il mercurio, il radon e i clorofluorocarburi e idroclorofluorocarburi (CFC/HCFC), utilizzati nei sistemi di areazione o di climatizzazione.

◆ **Dati di valutazione**

Le informazioni su cui si basano le valutazioni devono essere le stesse sia in caso di **valutazioni esterne** che **interne**. Ai fini della valutazione, il

proprietario dell'immobile deve fornire tutti i termini e le condizioni concordate nei contratti di locazione

L'elenco di seguito riportato rappresenta un'indicazione dei dati da raccogliere.

- Canone indicato nel contratto di locazione.
- Percentuale del canone (canone base) adeguato alle variazioni dell'inflazione.
- Valore dell'indice di base nell'indicizzazione all'inflazione.
- Inizio e scadenza del contratto di locazione.
- Termine di preavviso.
- Termine di proroga.
- Opzioni di rinnovo/rescissione.
- Periodo a canone zero e riduzioni del canone.
- Canone di locazione variabile.
- Differenziazione del canone di locazione in base al fatturato (canone percentuale).
- Addebito di integrazioni per imposta patrimoniale, riscaldamento, canone fondiario, costi di allestimento e spiegazione di come vengono calcolati tali importi aggiuntivi.
- Addebito dell'I.V.A.
- Costi di riscaldamento inclusi nel canone.
- Contratti di locazione irregolari relativi alle responsabilità del locatore e del locatario.
- Adeguamento annuale del canone attuale.
- Notifica di rescissione o di revisione del canone di una delle parti.
- Trasloco del locatario durante il periodo di locazione, per cui l'unità rimane sfitta o viene subaffittata.
- Mancato pagamento del canone da parte del locatario, sua dichiarazione di fallimento o altre controversie contrattuali.

2. FATTORI CHE INFLUENZANO IL VALORE DI MERCATO

Di seguito si riportano alcuni fra i principali elementi che possono influenzare il valore di mercato di un immobile, talora anche in maniera considerevole.

◆ *Condizione ambientale*

Eventuali informazioni sulla condizione ambientale dell'immobile a cui il proprietario ha accesso o di cui è a conoscenza. Ad esempio, rapporti di ispezione ambientale, indagini sui rischi ambientali o informazioni sui difetti ambientali dell'immobile.

◆ *Rischi ambientali*

La materia della salvaguardia ambientale è regolata dalle normativa edilizia regionale e nazionale.

Le norme edilizie prescrivono che la salvaguardia ambientale sia oggetto di verifica unicamente nel momento in cui si intraprende l'attività di costruzione o di ristrutturazione.

◆ *Arrotondamento del valore di mercato*

Il valore di mercato di un immobile viene stimato dal valutatore in base alle informazioni di mercato e ai calcoli sulla redditività futura dell'immobile. In genere, il valutatore arrotonderà il valore di mercato finale presentato. Nell'ambito della BDI, il valore esatto di mercato è ovviamente molto importante, così come lo è la differenza del valore di mercato da calcolare tra due periodi di rilevazione. È questo il motivo per cui viene suggerito ai valutatori di non arrotondare troppo i valori di mercato da utilizzare per la BDI. Infatti il valore di mercato deve essere arrotondato al massimo alle centinaia di migliaia di euro (in altri termini, se il valore è espresso in milioni di Euro, il valore deve essere arrotondato al massimo alla prima cifra decimale). Ciò significa, ad esempio, che il valore di mercato – espresso in milioni di Euro – può essere riportato nei seguenti modi:

- alla fine del 1° anno, se ammonta a € 57.485.000, sarà indicato con € 57,5 milioni, mentre
- quello calcolato alla fine del 2° anno, che ammonta a € 62.585.000, sarà indicato con 62,6 milioni.

La variazione di valore dell'immobile verterà quindi semplificata e calcolata con la seguente formula:

Crescita del valore capitale = $62,6 / 57,5 - 1 = 8,9\%$

mentre con un arrotondamento alla seconda cifra, la variazione sarebbe stata ben più consistente, ovvero:

Crescita del valore capitale = $63 / 57 - 1 = 10,5\%$.

Generalmente, questa differenza non è significativa a livello di portafoglio dal momento che gli errori di arrotondamento sugli immobili inclusi possono annullarsi a vicenda. La differenza può invece avere ripercussioni quando i risultati vengono valutati a livello di singoli immobili.

3. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

3.1 Metodo comparativo e di capitalizzazione delle entrate

Nel **metodo comparativo**, i valori di mercato sono determinati in relazione ai prezzi corrisposti per immobili simili in un mercato locale, libero e aperto. La fornitura di dati di mercato rilevanti è decisiva ai fini della qualità del risultato. Così i prezzi corrisposti vengono messi in relazione con i fattori che influenzano il valore dell'immobile, ad esempio le entrate nette riferibili all'immobile, i canoni di locazione, le superfici locabili.

In caso di **immobili commerciali**, i prezzi corrisposti sono più comunemente messi in relazione con le entrate nette esigibili. Questo metodo è noto come **capitalizzazione delle entrate** o **approccio degli utili residui**. Anche questo tipo di stima **basato sulle entrate nette esigibili** rappresenta essenzialmente un metodo comparativo.

Se ai fini della BDI si utilizza un metodo comparativo, è necessario includere diverse transazioni di confronto nel rapporto finale. Se si utilizza il **metodo comparativo** in relazione alle valutazioni della BDI, non è quindi sufficiente fare semplicemente riferimento ai coefficienti chiave di mercato relativi ai livelli dei prezzi e ai rendimenti basati sull'esperienza generale.

Inoltre, è necessario spiegare dettagliatamente eventuali aggiustamenti effettuati per tener conto delle differenze tra gli immobili valutati e quelli di confronto (ad esempio in caso di locali liberi, canoni superiori o inferiori al valore dei canoni di locazione di mercato, agevolazioni sugli interessi ecc.). I calcoli su cui si basano tali aggiustamenti di valore devono essere riportati in modo adeguatamente dettagliato. Quando si analizzano i rendimenti iniziali unitamente alle transazioni, è importante che vi sia uniformità nelle definizioni delle entrate nette esigibili.

Il termine **"entrate nette esigibili"** indica:

il reddito da locazione meno l'imposta patrimoniale ed i costi operativi totali a carico del proprietario. I costi operativi comprendono spese di manutenzione e servizi, assicurative, di gestione e di ricerca dell'affittuario.

I costi aziendali a livello centrale derivanti dalla gestione del portafoglio non devono essere inclusi nei costi d'esercizio e di manutenzione dell'immobile.

Nel calcolo delle entrate nette devono essere considerati esclusivamente i costi operativi non recuperabili (cioè sostenuti dall'investitore e non trasferibili al locatario) che risultano essere i seguenti:

- costi di funzionamento (manutenzione ordinaria e straordinaria);
- costi di gestione;

- costi di ricerca affittuario;
- costi fiscali;
- costi assicurativi;
- crediti inesigibili;
- altri costi.

I costi di funzionamento includono l'insieme dei costi sostenuti per la manutenzione ed il servizio dell'immobile. I costi fiscali includono l'imposta patrimoniale ICI (si veda al riguardo il capitolo 5).

Se per l'immobile valutato o gli immobili di confronto si ricevono **agevolazioni sugli interessi**, è necessario tenerne conto nelle analisi comparative e nei confronti con i coefficienti chiave di mercato. Le agevolazioni sugli interessi devono essere escluse dall'utile netto esigibile nella fase di standardizzazione dei prezzi corrisposti. Ciò significa che anche i prezzi corrisposti devono essere corretti sulla base delle agevolazioni sugli interessi. Il valore di tali agevolazioni deve essere determinato in riferimento al valore attuale delle future riduzioni di esborso. Per calcolare il valore corrente è necessario tenere conto del momento in cui è stato convertito il tasso delle agevolazioni sugli interessi.

Nell'utilizzo del metodo di capitalizzazione delle entrate, deve essere mantenuto il principio della **consistenza/coerenza** che prevede l'utilizzo di dati omogenei ai fini dell'ottenimento del valore. Ad esempio, l'utilizzo dell'affitto in essere ai fini della valutazione richiede il corrispondente utilizzo di un *initial yield* quale tasso di capitalizzazione. Inoltre, se l'entrata utilizzata è lorda (netta), il *cap rate* deve conseguentemente essere lordo (netto). Una più dettagliata comparazione di entrate e tassi di capitalizzazione utilizzati è riportata nella tabella 1.

Tab. 1: Corrispondenza tra tipologie di entrata e tasso di capitalizzazione

Tipologia di Entrata	Tipologia di tasso di capitalizzazione
Entrate Lorde da Contratto	→ <i>Initial Yield Lordo</i>
Entrate Nette da Contratto	→ <i>Initial Yield Netto</i>
Affitto di Mercato	→ <i>Yield Lordo di Mercato</i>
Affitto di Mercato al netto dei costi	→ <i>Yield Netto di Mercato</i>

Poiché il principio di consistenza/coerenza deve essere rispettato, è importante determinare la corretta tipologia di dato derivante dalle fonti informative

utilizzate. Eventuali fonti interne e “comparables” recenti possono essere ovviamente utilizzati per aggiustare i dati di mercato in funzione delle peculiarità dell’immobile. Tuttavia, tali scostamenti dai dati di mercato devono essere giustificati nel rapporto valutativo.

Alternativamente è possibile reperire le entrate e i tassi di capitalizzazione direttamente da un’analisi comparativa di un numero sufficiente di recenti contrattazioni comparabili (si veda a tal riguardo la sezione 4.3), oppure da fonti interne che devono però essere gestite sotto forma di un vero e proprio database al fine di garantire che tali informazioni rappresentino il mercato e non solo una piccola parte di esso.

Infine, la differenza tra tassi di capitalizzazione lordi e netti consiste nella inclusione/esclusione nelle/dalle entrate dei costi operativi non recuperabili. Normalmente gli istituti di ricerca che pubblicano yields, affitti di mercato e prezzi al metro quadro forniscono i dati al lordo dei relativi costi. A tale quadro fa eccezione l’Indice Immobiliare Nomisma/IPD che prevede la pubblicazione di *Initial Yield*, *Equivalent Yield* e *Yield di mercato*, sia lordi che netti.

Tab. 2: Corrispondenza tra fonti informative e tipologie di informazioni fornite.

Fonte informativa	Tipologia informazione
Nomisma	Yield Lordo di Mercato e Affitto Lordo di Mercato (al mq)
Scenari Immobiliari	Yield Lordo di Mercato e Affitto Lordo Annuo di Mercato (al mq)
Gabetti	Yield Lordo di Mercato e Affitto Lordo Annuo di Mercato (al mq)
Agenzia del Territorio	Yield Lordo e Affitto Lordo Annuo (al mq) come da contratti stipulati
IPD/Nomisma	Initial Yield, Equivalent Yield, Yield di Mercato (sia Lordi che Netti)

Alcune definizioni sono importanti a tal fine:

Initial Yield - Rappresenta il rapporto tra il valore corrente dell’affitto ricevuto (affitto mensile in essere a dicembre moltiplicato per 12) e il valore lordo dell’immobile (valore dell’immobile al lordo dei costi d’acquisto).

Equivalent Yield - Rappresenta il tasso interno di rendimento (TIR o IRR) di un immobile che genera un flusso di cassa pari all’affitto in essere (eventualmente indicizzato all’inflazione) fino alla scadenza del contratto e ad una rendita perpetua pari all’attuale affitto di mercato (senza considerare alcun tasso di crescita) a partire dall’anno successivo a tale scadenza.

Reversionary Yield (o Yield di Mercato) - Rappresenta il rapporto tra il valore dell'affitto di mercato dell'immobile ed il suo valore capitale (assumendo che esso rappresenti una corretta stima del prezzo).

Nell'utilizzo del metodo della capitalizzazione delle entrate è necessario considerare la crescita attesa del canone di locazione. Il *cap rate* da utilizzare nel calcolo del valore attuale delle entrate, infatti, deve scaturire da quello di mercato ed essere decurtato della crescita attesa secondo la seguente formula:

$$y = y_m - c$$

La crescita attesa deve considerare due principali fattori che interagiscono tra loro: c_m , la normale crescita degli affitti di mercato (connessi all'andamento del ciclo economico ed immobiliare); d , il tasso di deprezzamento:

$$c = c_m - d - d * c_m$$

Il tasso di deprezzamento deve essere utilizzato in casi specifici ove si ritiene che il deterioramento fisico/economico dell'immobile abbia un impatto notevole sul valore capitale. Alternativamente, l'ammontare delle entrate oppure delle spese di manutenzione ed in conto capitale ipotizzate nel rapporto valutativo devono essere modificate conseguentemente (rispettivamente riduzione delle entrate oppure aumento delle spese).

3.2 Discounted Cash Flow (DCF)

L'**analisi DCF** è una previsione delle entrate e delle uscite durante un certo periodo. Al termine di tale periodo, viene inoltre assegnato un valore di cessione al bene immobile oggetto di analisi. Il valore corrente del flusso di cassa futuro previsto viene stimato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa (sia positivi che negativi), secondo la stessa metodologia utilizzata nell'analisi degli investimenti:

$$VC = \sum_{t=1}^n \frac{(R - CE - CM - T + AI - CC)_t}{(1+r)^t} + \frac{VRC_n}{(1+r)^n}$$

VC = valore capitale corrente (investimenti)

R = reddito da locazione

CE = costi di esercizio

CM = costi di manutenzione

T = ICI

AI = agevolazioni sugli interessi

CC = spese in conto capitale

VRC = valore residuale di cessione

n = periodo di analisi

t = variabile temporale

r = tasso di sconto

La previsione si basa sui termini e sulle condizioni del contratto di locazione esistente, così come su accertamenti dei valori dei canoni di locazione di mercato, dei tassi di non occupazione e livelli dei costi d'esercizio e di manutenzione dal punto di vista di un probabile investitore. Per ottenere una certa uniformità tra i risultati di stime diverse di valutatori è necessario applicare criteri uniformi ai modelli di analisi. Di seguito si riportano i principali presupposti inderogabili per ottenere risultati comparabili.

- L'analisi DCF viene effettuata al **valore monetario** (nominale) corrente.
- Il **periodo** di analisi minimo è di cinque anni; soltanto in casi eccezionali supera i dieci anni. Un periodo di analisi superiore ai cinque anni deve essere utilizzato nei casi in cui una significativa quota dei locali sia soggetta a locazione a lungo termine (superiore ai cinque anni) o se sono previsti cambiamenti o investimenti di grande entità oltre il limite di cinque anni.
- L'obiettivo è quello di programmare i pagamenti dei fitti in modo che riflettano gli **effettivi flussi di cassa** nel modo più accurato possibile. In generale, questo implica pagamenti trimestrali anticipati per gli immobili commerciali e pagamenti mensili anticipati per gli immobili residenziali. Si tratta tuttavia di un obiettivo non raggiungibile a breve termine, poiché molti modelli di analisi esistenti prevedono pagamenti con scadenza semestrale o annuale degli arretrati. In una prospettiva biennale è tuttavia possibile soddisfare tale requisito, che dovrebbe servire da riferimento al momento dell'acquisto o dello sviluppo di un nuovo software.
- Nell'analisi è necessario tenere conto dei **contratti di locazione** singolarmente. Il termine di un contratto di locazione deve essere specificato in mesi. Si presume che le condizioni di locazione esistenti siano valide fino alla scadenza del contratto, salvo nel caso in cui sia più plausibile una diversa evoluzione in seguito a un accertamento delle intenzioni del locatario. Alla scadenza, si presuppone che il contratto di locazione venga prorogato alle stesse condizioni, che venga rinnovato con lo stesso locatario o che venga stipulato un nuovo contratto con un nuovo locatario. Il risultato più probabile deve essere considerato quale fondamento della valutazione. L'adeguamento del canone corrente viene messo in relazione con il valore dei canoni di locazione di mercato alla data del valore. Se si prevede che il contratto di locazione venga prorogato o rinnovato con il locatario corrente, a seconda della situazione di mercato, il livello del canone così ottenuto può essere considerato superiore o inferiore rispetto al caso in cui venga stipulato un contratto con un nuovo locatario. Il canone preso come base di valutazione dopo la scadenza del contratto di locazione corrente deve venire adeguato rispetto:
 - (i) ai termini e alle condizioni validi per i locali in merito agli obblighi di manutenzione, ai supplementi per il riscaldamento, all'ICI ecc.;
 - (ii) all'andamento dei livelli dei canoni dalla data del valore fino all'entrata in vigore del contratto. Nell'accertamento dei futuri livelli di locazione e del

canone, è necessario considerare, qualora si sia verificata, l'avvenuta notifica della scadenza del contratto e del trasloco di un locatario prima della data di scadenza.

- I **supplementi sui canoni di locazione** versati dal locatario devono essere inclusi nella stima anche se sono basati sui consumi quali i supplementi per il riscaldamento. In questo modo i costi vengono allineati agli effettivi costi sostenuti dal proprietario dell'immobile riportati nella BDI. Nell'accertare i costi d'esercizio, è necessario rilevare se il riscaldamento sia a carico del locatario (tramite utenza intestata a suo nome) o del locatore.
- Nell'analisi devono essere specificati i flussi di cassa relativi all'**ICI**. La voce ICI deve essere indicata come valore lordo. Conseguentemente, nella stima si deve tenere conto di eventuali supplementi corrisposti dal locatario al locatore; l'ICI totale deve essere indicata come pagamento in uscita.
- Lo stesso principio di **contabilità lorda** deve anche essere applicato in relazione ai centri commerciali in cui i supplementi sui canoni sono normali, ad esempio per la gestione, la sicurezza, la pulizia dei locali comuni, la pubblicità ecc. I servizi di natura diversa offerti dal proprietario dell'immobile (ad esempio i servizi di portineria e di reception per i locatori di uffici) non devono essere inclusi nella valutazione dell'immobile.
- I **contratti di locazione residenziale** possono essere indicati insieme ai contratti relativi ai parcheggi o ai garage.
- Gli **immobili non occupati**, sia appartamenti che locali commerciali, devono essere specificati alla data del valore ed espressi in termini di superficie non occupata e di "*vacancy*" finanziaria (perdite di canone come percentuale dei canoni totali in un immobile interamente concesso in locazione). L'analisi deve essere basata su un tasso finanziario di non occupazione a lungo termine, determinato in base alla posizione dell'immobile nel mercato in questione.
- Le voci incluse nei **costi d'esercizio (o gestione) e di manutenzione** sono stati descritti in precedenza. Tale categoria comprende tutti gli esborsi di cassa d'esercizio e di manutenzione – oltre ad eventuali spese generali quali i costi amministrativi, l'esazione dei canoni e i costi di gestione – che sono direttamente attribuibili al singolo immobile. Non devono essere incluse spese fisse d'esercizio/centrali dell'azienda che possano essere imputate alle operazioni di gestione del portafoglio.

I costi di gestione e manutenzione non devono essere basati interamente su stime standard ma devono piuttosto essere adeguati in considerazione dell'*età* e delle *condizioni dell'immobile*. Devono essere analizzati i pagamenti storici su un periodo triennale ed è necessario prevedere i costi futuri sulla base dei dati storici e delle stime dei normali costi d'esercizio e di manutenzione per tipi di immobili corrispondenti. Attraverso la BDI, sarà possibile ricavare i coefficienti chiave da utilizzare negli accertamenti dell'accuratezza delle valutazioni nel mercato italiano.

- I pagamenti d'esercizio e di manutenzione devono includere l'**I.V.A.** quando non è possibile effettuare la compensazione. Questo vale per gli immobili residenziali o i locali da concedere in locazione a locatori non registrati ai fini I.V.A.
- I pagamenti relativi ai **lavori di allestimento** necessari per soddisfare le esigenze dei locatari devono essere inclusi con regolarità nell'analisi sia per quanto riguarda i locali non occupati sia per i locali che potrebbero non essere occupati durante il periodo di analisi. Questi pagamenti possono essere classificati come investimenti nel momento in cui si prevede che si verifichino, oppure possono essere considerati in qualità di incremento dei costi di manutenzione annuali. L'analisi deve altresì tenere conto di eventuali esigenze di investimento o della constatazione di una manutenzione non soddisfacente qualora queste emergano nel corso di un'ispezione.
- L'utile netto e gli investimenti annuali devono essere computati al valore corrente, senza tuttavia tenere conto dei **pagamenti finanziari**. Il valore corrente delle agevolazioni sugli interessi e di altre forme di agevolazioni per inusuali tipologie di finanziamento relative all'immobile devono essere valutati separatamente dall'utile netto. È necessario specificare il flusso di cassa e annotare l'incremento di valore sotto forma di agevolazione sugli interessi.
- Il **valore residuale di cessione** deve essere basato sull'utile netto dell'anno successivo all'ultimo anno del periodo di analisi. La determinazione del canone di mercato alla data della presunta cessione deve essere basato sul valore attuale di tale canone, opportunamente modificato per tenere conto della sua crescita/riduzione attesa nel periodo DCF. Tale variazione deve essere posta in relazione alla fase del ciclo economico immobiliare che si ritiene più probabile al momento della presunta cessione. Inoltre, l'utile netto atteso alla scadenza del contratto di locazione, deve considerare la reale crescita dei costi di esercizio e manutenzione in riferimento alle caratteristiche qualitative e di conservazione dell'immobile rilevate nel corso dell'ispezione (per l'individuazione dei costi da considerare, si faccia riferimento alla sezione 3.1). Infine il tasso di capitalizzazione applicato all'utile netto previsto per l'ottenimento del valore residuale deve includere il tasso di crescita atteso per gli anni successivi alla presunta cessione (ad esempio, se il contratto risulta indicizzato al 75% dell'inflazione, si presume che le entrate crescano annualmente in funzione di tale clausola contrattuale).
- I pagamenti delle **imposte di registro** sono considerati una detrazione diretta dal valore corrente prima di specificare il valore di mercato. Il valore dell'imposta di registro varia a seconda della categoria del compratore. Conseguentemente, dopo aver accertato tale categoria, occorre applicarne il relativo tasso alla data del valore. Altri accertamenti in riferimento alla tipologia di proprietà (es. società a responsabilità limitata, in accomandita semplice o di persone) non risultano necessari.

- Le **previsioni** relative all'inflazione, ai tassi di interesse reali, ai rendimenti iniziali, al tasso di sconto ecc. devono essere omogenee. Ciò significa che deve essere possibile giustificare ogni parametro sia in modo indipendente che in relazione ad altri parametri.

4. METODI A CONFRONTO

Considerando che lo scopo della valutazione è quello di rappresentare il valore di mercato di un immobile come definito in precedenza, il risultato del processo di valutazione dovrebbe essere indipendente dal metodo utilizzato, ovvero l'utilizzo delle corrette informazioni per ciascun metodo dovrebbe portare all'ottenimento dello stesso valore di mercato dell'immobile. Infatti, se ad esempio, consideriamo il tasso di capitalizzazione utilizzato all'interno della metodologia di capitalizzazione degli utili, esso implicitamente contiene tutte le ipotesi rese esplicite in un modello DCF, quali ad esempio il tasso di crescita dell'affitto di mercato, il tasso di deprezzamento dell'immobile, ecc.

A dimostrazione dell'equivalenza dei metodi di valutazione viene indicata, a titolo esemplificativo, una relazione formalizzata tra il cap rate (y) ed il rendimento obiettivo dell'investitore (r) attraverso la seguente equazione:

$$y = r - r * \left(\frac{(1+c)^n - 1}{(1+r)^n - 1} \right)$$

dove c rappresenta la crescita di affitto attesa dall'investitore e n il numero di anni per giungere al rinnovo del contratto. Se, ad esempio, consideriamo il rendimento obiettivo, la crescita annuale ed il numero di anni rispettivamente pari a 15%, 10% e 6, il *cap rate* risulterà uguale a 6.19%.

Tale relazione risulta utile ai fini di un'analisi sulle ipotesi implicite presenti nel *cap rate* e nel tasso di rendimento atteso a seconda che venga usato un modello di capitalizzazione degli utili o di attualizzazione dei flussi di cassa. Il valutatore può verificare quali sono le ipotesi implicite nel tasso di rendimento ipotizzato. Questa uguaglianza può conseguentemente essere utilizzata anche per l'analisi dell'accuratezza delle valutazioni nel mercato immobiliare italiano.

A titolo semplificativo, infatti, la crescita implicita considerata dal tasso di capitalizzazione, dato un certo rendimento atteso è ricavabile dalla seguente equazione:

$$c = \left(\frac{(r-y) * (1+r)^n + y}{r} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Tale crescita c è quindi confrontabile con quella esplicitamente ipotizzata in un modello DCF.

4.1 Metodo della capitalizzazione diretta delle entrate

Riepilogando quanto precedentemente illustrato, la capitalizzazione delle entrate si basa sui seguenti elementi:

- a) Flusso di cassa stimato basato sul valore dei canoni di locazione di mercato o sull'affitto in essere.
- b) Voci detraibili per le spese sostenute dal proprietario (costi operativi non recuperabili conformi al mercato).
- c) Valutazione delle transazioni comparabili tramite la misurazione della redditività netta relativa.
- d) Potenziali voci di correzione per vari elementi, tra cui sfritto iniziale e valore corrente della differenza tra il canone effettivo e quello di mercato, arretrati di manutenzione, possibili ammodernamenti futuri ecc.

Il metodo convenzionale di capitalizzazione diretta comporta i seguenti **vantaggi**:

- facilità di determinazione;
- buon parametro di confronto a livello di mercato dal punto di vista tecnico;
- facilità di comunicazione.

Il metodo di capitalizzazione diretta comporta i seguenti **svantaggi**:

- discrepanza tra i rendimenti (al netto dei costi d'esercizio) utilizzati come parametri valutativi e i rendimenti (al lordo dei costi d'esercizio) utilizzati per i nuovi investimenti;
- risultati meno affidabili se basati su poche transazioni di mercato;
- presenza di ipotesi non esplicitate nel tasso di capitalizzazione (ad esempio esso risulta al netto della crescita del reddito attesa al fine di controbilanciare l'utilizzo della formula di una rendita perpetua);
- possibilità di errori, ad esempio nel caso di una grande differenza tra il canone di mercato e quello contrattuale.

4.2 Metodo di attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)

Questo metodo si basa su:

- a) flussi di cassa stimati almeno per i cinque anni successivi;
- b) un valore finale presunto di realizzo nell'ultimo anno del periodo considerato;
- c) tasso di rendimento da applicare come fattore di sconto (cfr. sezione 5).

Il metodo presenta i seguenti **vantaggi**:

- buona comprensione dello sviluppo dei costi e dei ricavi nel periodo in questione;
- risultati verificabili grazie alla chiarezza del metodo;
- nessuna possibilità di ipotesi "non esplicitate".

Il metodo presenta i seguenti **svantaggi**:

- le ipotesi devono essere formulate in relazione al valore finale; talvolta dette ipotesi sono troppo ottimistiche, un fattore che dipende in larga misura dal rapporto tra il tasso di capitalizzazione utilizzato per il calcolo del valore finale e il tasso di capitalizzazione per il primo anno;
- le ipotesi devono essere formulate continuativamente per l'intero periodo di analisi. Se il rinnovo del contratto di locazione è lontano nel tempo, risulta pertanto difficile determinare il canone di mercato che verrà applicato alla data di rinnovo (ciò dipende dalla crescita di tale canone ipotizzata nel modello).

4.3 Transazioni comparabili

I rapporti di valutazione comprendono talvolta transazioni comparabili. Questo può rappresentare un problema per i segmenti di mercato più piccoli o in caso di attività di investimento minima. Tuttavia è necessario individuare dei punti fermi di partenza. Di norma, devono essere incluse almeno tre transazioni di riferimento per i canoni di locazione di mercato (per metro quadrato) e per i rendimenti. Tali transazioni di riferimento devono essere convalidate come transazioni comparabili. In caso di mercato di dimensioni contenute o di attività di investimento minima, possono essere utilizzate transazioni in città comparabili o transazioni precedenti (al massimo di tre anni prima e dotate di una spiegazione).

Sono ammissibili anche i riferimenti al mercato e alle transazioni tratti dal proprio portafoglio se vengono tenuti in considerazione la comparabilità dello scenario di mercato e dell'immobile rispetto all'aspetto della valutazione.

4.4 Scelta del metodo

Nel mercato immobiliare, la scelta nell'applicazione dell'uno o dell'altro metodo è totalmente soggettiva. Poiché il presente documento mira a ridurre le differenze valutative creando una maggiore omogeneità dei valori usati congiuntamente per la definizione dell'Indice Immobiliare Italiano, anche il grado di libertà del valutatore deve essere limitato in alcuni specifici casi ed il calcolo finanziario, nella fattispecie, deve essere il più chiaro possibile.

Di seguito si riportano i criteri generali per la scelta del metodo di valutazione.

Viene decisamente preferito il **metodo DCF** se:

- a) si prevedono consistenti spese (superiori al 35% del canone annuale lordo) di investimento, ammodernamento o manutenzione nei cinque anni seguenti;
- b) oltre il 50% dei contratti di locazione scade entro i cinque anni successivi.

N.B.: questa indicazione non è valida per le singole unità commerciali.

Se in questi casi si dovesse applicare il metodo della capitalizzazione delle entrate, è necessario aggiungere una nota esplicativa delle ragioni che hanno condotto all'adozione di canoni e rendimenti di mercato differenti da quelli direttamente ottenibili da recenti transazioni comparabili.

Infine, al metodo delle transazioni comparabili (applicazione del prezzo al metro quadro al valore della superficie) viene preferito il metodo della capitalizzazione delle entrate.

5. PRESUPPOSTI INDEROGABILI E COMUNI DELLA VALUTAZIONE

La seguente sezione riporta i presupposti di valutazione inderogabili e comuni da rispettare per le valutazioni degli immobili che rientrano nella Banca Dati Immobiliare Nomisma/IPD. Tutte le informazioni relative alle valutazioni presenti nella BDI verranno osservate con cadenza regolare per rilevare il livello di coerenza nelle analisi e accertare la qualità delle valutazioni stesse.

◆ *Superficie dell'immobile*

Al fine di omogeneizzare i dati raccolti e rendere comparabili le relative misure di rendimento/valore per metro quadrato, nell'ambito della BDI, si mira, tramite un processo graduale e condiviso, ad utilizzare come superficie dell'immobile, l'**area interna netta**. Essa rappresenta l'area utilizzabile all'interno di un immobile misurata sulla parte interna dei muri perimetrali di ciascun piano.

Utilizzando la definizione sottesa al concetto di area interna netta, vengono meno alcuni aspetti soggettivi insiti nella più utilizzata metodologia di misurazione della superficie, costituita dalla superficie commerciale (o virtuale o parametrata).

Allo stesso tempo, vengono escluse quelle parti degli immobili che, o non incidono significativamente nel calcolo del valore di mercato, o potrebbero dare un'idea fuorviante delle consistenze dell'immobile, che sono insite nella nozione di superficie lorda di pavimento (s.l.p.).

L'area interna netta viene calcolata per singola destinazione. Se sono presenti parcheggi annessi alla proprietà (sotterranei o all'aperto), questi non devono essere considerati parte della superficie dell'immobile. Il numero di posti macchina a disposizione sarà fornito alla Banca Dati separatamente.

Le parti che devono essere *incluse* nella definizione dell'area interna netta sono elencate di seguito:

- atrio/entrata misurato unicamente alla sua base (non vengono calcolate superfici multiple se la sua altezza include altri piani dell'edificio), ad esclusione delle parti in comune;
- superfici antestanti gli ascensori (disimpegni) se ad uso esclusivo. Non devono tuttavia essere inclusi se parte comune utilizzata da più affittuari. Inoltre vengono esclusi i vani (nozionali) occupati da ascensori e scale;
- cucine;
- superfici utilizzabili diversamente e coperte da armadi a muro e simili;

- superfici occupate da muri interni non strutturali, pareti mobili (anche se di uso permanente), quando lo scopo della divisione è la ripartizione degli usi;
- aree di passaggio ottenute nei muri interni per porte e/o varchi.

Le parti che devono essere *escluse* (oltre a quelle già menzionate precedentemente) sono le seguenti:

- i vani tecnici contenenti impianti elettrici, di riscaldamento e simili;
- servizi e stanze adibite al magazzinaggio degli strumenti necessari alla pulizia dell'edificio se rappresentano una parte comune a più affittuari. Devono essere invece inclusi tali locali che sono ad uso esclusivo del conducente;
- corridoi e aree di circolazione quando usate in comune con altri affittuari;
- muri interni strutturali, colonne, camini e simili;
- balconi per tutte le tipologie di immobili ad esclusione del residenziale;
- aree la cui proiezione verticale risulta inferiore a 1,5 metri.

Poichè per le unità immobiliari le parti utilizzate in comune e le pareti divisorie sono escluse, la somma della superficie delle singole unità immobiliari può risultare diversa dalla superficie totale dell'immobile.

◆ **Inflazione**

Se le stime sono coerenti, le ipotesi sui futuri **tassi di inflazione** non influenzeranno in modo marcato i risultati della valutazione.

L'informazione sui parametri inflattivi prende a riferimento gli indicatori ufficiali pubblicati dall'ISTAT e dalla Banca d'Italia nonché le valutazioni previsionali contenute nei documenti governativi di programmazione economica (DPEF, RPP,...). Per ciò che concerne le previsioni dell'andamento dell'inflazione, è altresì possibile utilizzare fonti internazionali, quali istituti di ricerca economica e organismi internazionali, tra i quali vengono suggeriti: Banca Centrale Europea, OCSE, FMI e Economic Forecast.

◆ **Ipotesi sui livelli dei canoni di locazione**

Le ipotesi relative all'andamento dei livelli dei canoni di locazione per ogni singola unità (residenziale o commerciale) si basano sui contratti di locazione esistenti e previsti.

I livelli dei canoni di locazione futuri dipendono da fattori quali la posizione di mercato dei singoli immobili e lo sviluppo economico della regione. Il concetto di posizione di mercato comprende un accertamento della situazione del tasso

di non occupazione dei singoli immobili in relazione ai livelli di non occupazione sul mercato di riferimento. L'andamento dei livelli dei canoni di locazione deve essere confrontato con le ipotesi sull'inflazione. Nei mercati caratterizzati da un elevato tasso di sfritto, l'andamento dei canoni di locazione deve essere commisurato a incremento futuro e condizioni di mercato degli alloggi concessi in affitto, e paragonato a quelli relativi a destinazioni alternative dei medesimi. Nei mercati caratterizzati da un ciclo economico in calo, si presume che i futuri incrementi nei canoni di locazione saranno inferiori al tasso di inflazione.

◆ **Costi di gestione e manutenzione**

Per gli immobili più datati, le spese di manutenzione aumentano generalmente a un tasso superiore rispetto ai costi ordinari di gestione dell'immobile. Inoltre, considerando un valore iniziale normale, si presume che la somma dei costi di gestione e manutenzione aumentino più velocemente del tasso di inflazione.

◆ **Imposta patrimoniale (ICI)**

L'ICI è un'imposta proporzionale che colpisce il possesso di:

- fabbricati
- aree fabbricabili
- terreni agricoli.

L'imposta si applica prescindendo della destinazione d'uso degli immobili (siano essi strumentali o oggetto dell'attività produttiva/di investimento).

Se l'immobile fa capo a più proprietari, l'imposta deve essere ripartita proporzionalmente in base alla quota di proprietà ed ai mesi nei quali essa si è protratta. Ai fini ICI, i beni si considerano acquisiti dalla data di trasferimento o di costituzione del diritto, indipendentemente dalla trascrizione.

La base imponibile è costituita dal valore degli immobili ottenuto dal prodotto tra la rendita catastale rivalutata del 5% e diversi moltiplicatori, in funzione della tipologia dell'unità immobiliare.

Sono previste agevolazioni o riduzioni dell'ICI in casi particolari.

◆ **Yields (Rendimenti)**

L'yield è l'utile espresso come misura percentuale del valore di mercato dell'immobile. Il coefficiente si ottiene a partire dalle informazioni di mercato relative al settore/segmento di appartenenza. Si possono utilizzare a tal fine i database interni e/o le fonti disponibili fornite da istituti di ricerca (Nomisma/IPD, Scenari Immobiliari, ecc.) ed istituzioni varie (Agenzia del Territorio, Borse Immobiliari, ecc.).

Il rendimento utilizzato per determinare il valore di cessione alla fine del quinquennio/decennio del modello DCF deve essere adeguato all'andamento del mercato immobiliare in relazione all'ubicazione dell'immobile, agli andamenti di mercato previsti e alla fase del ciclo economico dell'immobile. Per determinare il relativo utile netto da scontare per il calcolo del valore di cessione, è necessario applicare un tasso di non occupazione a lungo termine. Tale tasso deve essere basato su una media stimata durante l'intero ciclo di mercato dell'immobile. Sarebbe irragionevole presumere che non ci sia un tasso di non occupazione a lungo termine; per questo motivo è possibile utilizzare un valore pari a zero soltanto in circostanze speciali e giustificate.

◆ **Tasso di sconto**

Il tasso di sconto sul capitale impiegato per un singolo immobile deve essere giustificato sulla base degli attuali tassi obbligazionari a lungo termine opportunamente aggiustati con un premio per i rischi legati all'immobile.

Il *tasso minimo base* deve tenere conto dei tassi d'interesse presenti sul mercato dei titoli di stato con una scadenza pari alla durata del periodo di analisi, e del tasso di inflazione atteso ad essi collegato.

Il *premio per il rischio* immobiliare è costituito in parte da un incremento normalmente compreso tra 1 a 3 punti percentuali. In aggiunta a tale premio di mercato, e' possibile prevedere un incremento specifico per l'immobile in questione che può variare da 0 a 5 punti percentuali.

Laddove i premi per il rischio determinati si discostano da tali range, la differenza deve essere adeguatamente giustificata nel rapporto di valutazione.

L'accertamento del tasso di sconto viene effettuato considerando fattori macro e microeconomici, quali posizione dell'immobile sul mercato, incremento economico dell'area locale, stabilità del reddito a lunga scadenza, commerciabilità degli immobili, ecc. In caso di immobili non residenziali, la parte preminente del rischio è legata alla qualità dei contratti di locazione ed al rating finanziario dei locatari. Di norma è necessario fornire una giustificazione chiara dell'origine del fattore di sconto prescelto.

Si può presumere che il tasso di sconto rimanga nominalmente invariato per l'intero periodo DCF in caso di variazioni minime dei tassi finanziari e dell'inflazione attesa durante tale periodo (rif. curva dei rendimenti).

◆ **Agevolazioni sugli interessi**

Non sono previste agevolazioni sugli interessi al di fuori di quelle per i mutui contratti per l'acquisto di una prima abitazione da parte di privati (dall'imposta lorda sul reddito è possibile detrarre un importo pari al 19% - fino a 3.615 €).

6. REQUISITI E CONTENUTO DEL RAPPORTO VALUTATIVO

Il Rapporto di valutazione deve essere redatto per iscritto e deve contenere tutte le informazioni rilevanti riepilogate di seguito. Si ricorda che si tratta di requisiti minimi e che i fattori specifici possono variare da un paese all'altro e in base alla prassi dei valutatori.

Informazioni contenute nel Rapporto di valutazione

- Denominazione dell'immobile.
- Data del valore.
- Nome del valutatore e della società di valutazione.
- Data della valutazione.
- Data del sopralluogo per la valutazione (ispezione).
- Nome dell'ispettore (solitamente lo stesso del valutatore).
- Note prese al momento dell'ispezione relative ai fattori che influenzano il valore.
- Superfici residenziali e commerciali.
- Canone corrente, termini e condizioni del contratto di locazione.
- Contabilità lorda o netta dei costi e dei ricavi.
- Metodo di valutazione.
- Valore di mercato.
- I valori dei canoni di locazione di mercato per tutti i locali commerciali e riepilogati per l'intero immobile.
- Altri redditi (parcheggio, segnaletica pubblicitaria ecc.).

Se si utilizza l'**analisi DCF**, il Rapporto di valutazione deve anche comprendere gli elementi di seguito elencati:

- Analisi del flusso di cassa con calcoli del valore corrente.
- Informazioni sulle ipotesi dell'analisi relative all'inflazione, agli andamenti dei canoni e dei costi, ai rendimenti di cessione, al tasso di sconto e al tasso di non occupazione a lungo termine.
- Giustificazione delle ipotesi di valutazione essenziali.

Se si applica il **metodo della capitalizzazione degli utili**, il Rapporto di valutazione deve anche contenere gli elementi di seguito descritti:

- Transazioni di confronto.
- Entrate nette e rendimento su cui è basata l'analisi.
- Giustificazione dei vari adeguamenti al valore.
- Analisi delle transazioni e conclusioni.

Infine, se si applica il **metodo comparativo**, il Rapporto di valutazione deve contenere i seguenti elementi:

- Transazioni di confronto e/o fonti del prezzo al metro quadro applicato.
- Chiaro riferimento alla tipologia di superficie adottata (l'adozione dell'area interna netta è da privilegiare)
- Giustificazione degli adeguamenti apportati per considerare le caratteristiche specifiche dell'immobile.
- Analisi delle transazioni e conclusioni.



Nomisma S.p.A.
Strada Maggiore, 44
40125 Bologna
Tel. +39 0516483301
Fax +39 051223441
Contatti: Daniela Percoco
e-mail: percocod@nomisma.it
www.nomisma.it



IPD
7-8 Greenland Place
London NW1 OAP
Tel. +44 207 4825149
Fax +44 207 72670208
Contatti: Davide Manstretta
e-mail: davide.manstretta@ipdindex.co.uk
www.ipdindex.co.uk