

**Avv. Antonio Campagnoli
Dott.ssa Elena Delsignore
Arch. Irene Leoni
Dott.ssa Rita Pulella**

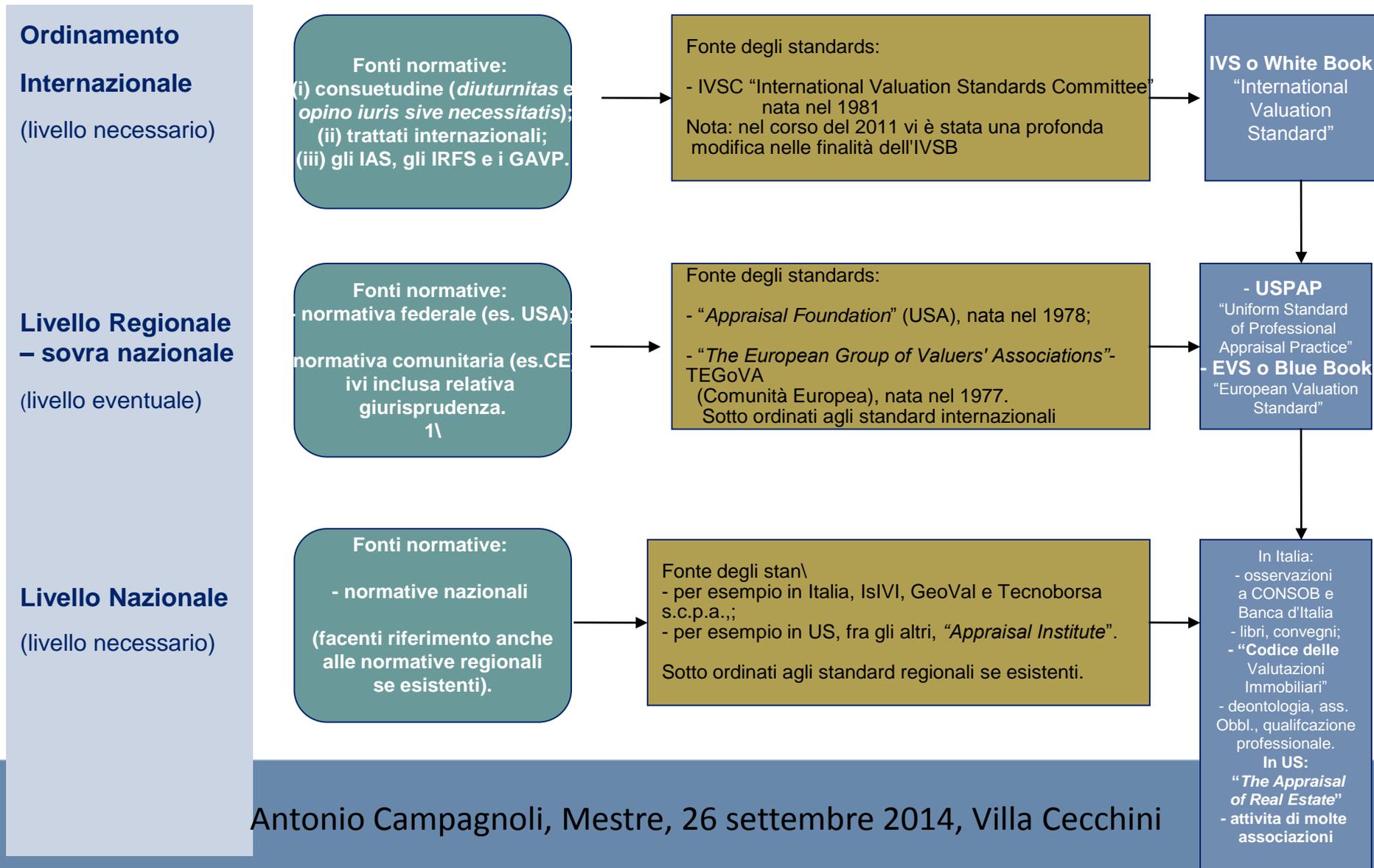
**CORSO STIME IMMOBILIARI
“European Valuation Standards (EVS)”**

Venezia, 26 settembre 2014
Sala Conferenze della società Promedil S.r.l.
Villa Cecchini in Mestre (Ve) via Miranese n. 91

L'importanza delle valutazioni per il mercato: certificazione accreditata ISO 17024 e REV – Recognized European Valuer del TEGoVA.

Nota: questa presentazione prende spunto anche dal lavoro svolto nell'ambito della ricerca “I Codici internazionali della valutazione immobiliare. Armonizzazione delle procedure della valutazione immobiliare”, Politecnico di Milano, Dipartimento BEST, Unità di Ricerca “Costruzioni della sostenibilità dei progetti e Finanza immobiliare”, coordinata dal prof. Sergio Mattia, vicepresidente Is.I.V.I..

Sistema omogeneo degli standards di valutazione (sistema giuridico/standard)



The European Group of Valuers' Association - TEGoVA

Qual'è la sua storia?

- S'intantoché la Comunità Europea non ha assunto una propria fisionomia politica, non vi era ragione per la formazione di un'associazione europea di valutazione. Così nel 1997 si è costituita la prima associazione europea di valutatori sotto il nome di TEGOVOFA (*"The European Group of Valuers of Fixed Assets"*). I primi standards di valutazione europea furono redatti proprio da TEGOVOFA nel 1978 alla luce della Quarta Direttiva della CEE concernente I conti annuali di alcuni tipi di società. Nel 1989 l'*European Committee* di FIABCI si è insediato a Bruxelles al fine di promuovere azioni di lobby a livello europeo. Da tale iniziativa è successivamente nata la CEPI (*Conseuil Européen des Professions Immobiliare*) nel cui seno si è sviluppata EUROVAL. Nel 1992 TEGOVOFA si è fusa con EUROVAL per dare vita a TEGoVA. Nel 1995 è stata pubblicata la prima edizione dell'EVS ad opera della TEGoVA, oggi alla quinta edizione, ed oggetto della traduzione in italiano qui presentata.

Dove ha sede?

- TEGoVA ha sede a Bruxelles (per un breve periodo in passato la sede operativa è stata a Londra).

Da chi è composta?

- TEGoVA è composta da 39 associazioni di 24 nazioni.

In quante lingue è disponibile l'EVS?

- 8 lingue incluso inglese, italiano, tedesco, francese, spagnolo, greco, lituano e ungherese.

Chi sono i membri italiani?

- 3 membri: Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare (Is.I.V.I.), Consiglio Nazionale dei Geometri (CNG) e Associazione Geometri Valutatori Esperti (Geo.Val.).
- Recognised European Valuer ("REV"): "designation" europea rilasciata da IsIVI, per conto di TEGoVA. L'elenco è unico ed è pubblico su www.tegova.eu
- La Banca Centrale Europea a seguito della c.d. Mortgage Direttive (2014/17/EU) ha imposto la prevalenza degli EVS a tutte le Banche in occasione dell'Asse Quality Review

Asset Quality Review?

Antonio Campagnoli, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Confronto fra IVS e EVS: principali macro differenze (1)

Ragione delle differenze

Gli IVS rappresentano per così dire il minimo comune denominatore di tutti gli standards regionali e nazionali applicabili in tutto il mondo, ivi incluso paesi in via di sviluppo. A loro volta gli standards regionali quali gli EVS (così come gli USPAP negli USA) si legano ad un sistema regionale normativo positivo (cioè coercibile) complesso (principalmente composto da Regolamenti e Direttive della Comunità Europea) .

Competenza e indipendenza del valutatore

Mentre l'IVS richiama nel Code of Conduct la preparazione del valutatore, gli EVS entrano nel tema in modo specifico distinguendo fra "Valutatore Qualificato" e "Valutatore Certificato" (Standard 2 e Appendice 2), prendendo in considerazione il mutuo riconoscimento del valutatore europeo, richiedendo specifiche competenze per i valutatori di complessi aziendali (Linea Guida 7) e di beni immateriali (Linea Guida 8).

Lettera d'incarico

Il tema non è trattato dagli IVS, mentre i codici regionali specialmente i codici regionali specialmente quello australiano e gli EVS ne fanno un'approfondita disamina. Secondo gli EVS l'incarico deve essere scritto e deve uniformarsi a quanto disposto dallo Standard 3 e, nel caso di finanziamenti connessi a finanziamenti immobiliari, dello Standard 6.

Assicurazione

Gli IVS non trattano il tema. Gli EVS impongono al valutatore l'assicurazione obbligatoria specialmente nel caso di valutazioni per fini ipotecari.

(1) Sulla base anche della ricerca svolta presso la New York University dal prof. David Scribner

Confronto fra IVS e EVS: principali macro differenze [continua]

Ottemperanza degli standards

Gli EVS a differenza degli IVS trattano specificatamente dei profili di responsabilità del valutatore che si discosta dagli standards (Standard 1) avendo come riferimento il sistema giuridico europeo dove la responsabilità (contrattuale e/o extracontrattuale) per negligenza e per colpa (lieve e/o grave) hanno una certa omogeneità.

“Development properties”

Gli EVS dedicano la Linea Guida 4 a tale tipologia di beni (si veda lo Standard 6 e lo Standard 8).

Joint venture e Newco

Gli EVS dedicano la Linea Guida 11 a tale argomento, importante nelle economie sviluppate ove gli accordi fra “proprietari” vengono spesso inseriti in clausole statutarie o parasociali. In paesi in via di transizione, spesso queste forme di aggregazione d'interessi sono ancora inusuali e non supportate da un sistema giuridico sufficientemente stabile e raffinato.

Proprietà d'interesse storico

Gli EVS dedicano la Linea Guida 6 a tale argomento fondamentale nel mercato europeo nel quale è situata la quasi totalità di tale tipologia di immobili. Anche questo è un esempio di come la codificazione regionale si adatta alla normativa ed al mercato di riferimento. In questo caso neanche gli altri codici regionali hanno ritenuto importante trattare di tali beni e ciò si ben comprende riflettendo sulla (breve) storia per esempio degli Stati Uniti o dell'Australia.

“Special Properties”

Gli EVS dedica la Linea Guida 2 a beni quali hotels, ristoranti, case di riposo ed altri le cui caratteristiche impongono una valutazione basata sui risultati operativi delle attività in essi condotte.

Confronto fra IVS e EVS: principali macro differenze [continua]

Cross Border Valuations

La linea Guida 10 degli EVS prende in considerazione specificatamente tale tema a differenza degli altri standard. Si tenga conto che la Comunità Europea ancora divisa in Stati nazionali rappresenta un esempio unico e un test importante per tale genere di valutazioni (molto meno comuni in Asia o in Sud America, mentre non sono considerate transfrontaliere all'interno degli Stati Uniti essendo quest'ultima una federazione di Stati a differenza della Comunità Europea).

Rating Immobiliare

La linea guida 14 dell'EVS tratta il tema del rating immobiliare, tema che non è trattato dagli IVS per ovvie ragioni essendo un tema che si basa su un sistema giuridico e finanziario particolarmente avanzato come quello Europeo, ove le cartolarizzazioni sono (forse erano) all'ordine del giorno.

Valutazione/consulenza immobiliare

Si noti come gli EVS (così come gli IVS) non distinguano fra valutazione e consulenza immobiliare, mentre “The Standards of the Appraisal Institute of Canada”, gli USPAP (Standard 5) e “Professional Practice of Australian Property Institute” trattino separatamente la consulenza immobiliare. Anche questa particolarità è dovuta al generale approccio della normativa europea circa la consulenza considerata quasi sempre come attività ancillare ad un'attività tipizzata e generalmente non regolata autonomamente.

Scopo degli EVS ed in generale del sistema degli standard di valutazione

Trasparenza del mercato immobiliare europeo

L'obiettivo è quello di una comune trasparenza del mercato immobiliare europeo alla luce della peculiare e numerosa normativa comunitaria esistente. Il processo di valutazione deve essere ripercorribile in ogni dettaglio.

Esempio di tale ruolo è il c.d. “*green paper*” relativo all'armonizzazione dell'ipoteca in Europa, così come la normativa sui requisiti patrimoniali delle banche, sulla certificazione energetica o sul riconoscimento delle professioni.

Ruolo a livello nazionale

A livello nazionale i principi internazionali e regionali di valutazione devono essere una base di partenza e non di arrivo per l'implementazione di una “best practice” nazionale e locale adatta alle peculiarità dell'ordinamento italiano. Questo elemento è spesso poco sottolineato. Armonizzazione non significa impoverimento e appiattimento della prassi locale, bensì inserimento della stessa nell'ambito di un più ampio contesto di metodologie condivise a livello prima regionale e poi internazionale. La ricostruzione piramidale degli standards che è stata svolta si basa sugli standard locali e nazionali. Quest'ultimi sono o dovrebbero essere di fatto la fonte vera e viva delle tecniche e della teoria dell'estimo.

Le Camere di Commercio hanno un ruolo centrale nell'ambito dell'individuazione degli usi, quali fonte dell'ordinamento, ai sensi dell'art. 1 del Codice Civile.

Prospettive

Proprio al fine di implementare e sviluppare la “best practice” internazionale, possono essere elencate, al solo fine esemplificativo, alcune delle tematiche che ISIVI ha attivato nel corso degli ultimi anni per sottolineare anomalie normative:

- la figura del valutatore immobiliare alla luce della normativa italiana;
- l'art. 173 – bis c.p.c sulla “relazione di stima” che non impone la determinazione di valore;
- normativa bancaria ed, in particolare, le nuove Istruzioni di Vigilanza (provvedimento dell'8 maggio 2012);
- la figura dell’ “asset monitor” relativa ai cover bond, riservata alle società di revisioni;
- il nuovo regolamento emittenti della CONSOB (delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 come successivamente modificato), che esclude l'obbligatorietà della relazione di stima nell'ambito delle sollecitazioni di fondi immobiliari non in conflitto d'interesse;
- la figura dell'esperto indipendente dei fondi immobiliari ai sensi del DM 228/1998.

Antonio Campagnoli, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Ruolo EVS a livello Europeo: es. il “green paper”

Il Green Paper

La Commissione Europea nel 2003 ha creato il “Forum Group on Mortgage Credit” al fine di studiare la possibilità di creare una normativa comune europea in tema di credito ipotecario. Nel 2004 sono stati pubblicati i risultati dei lavori di detta commissione in un rapporto dal titolo “The integration of EU Mortgage Credit” o “Green Paper” reperibile sul sito dell'Unione Europea. Nel dicembre 2005 si è tenuta a Bruxelles una pubblica consultazione su tale testo a cui ho avuto il piacere di partecipare direttamente. In data 22 dicembre 2006 è stato pubblicato a cura del “The Mortgage Funding Expert Group” o MFEG sia l’ “Executive Summary” sia il “Final Report” di tale lavoro.

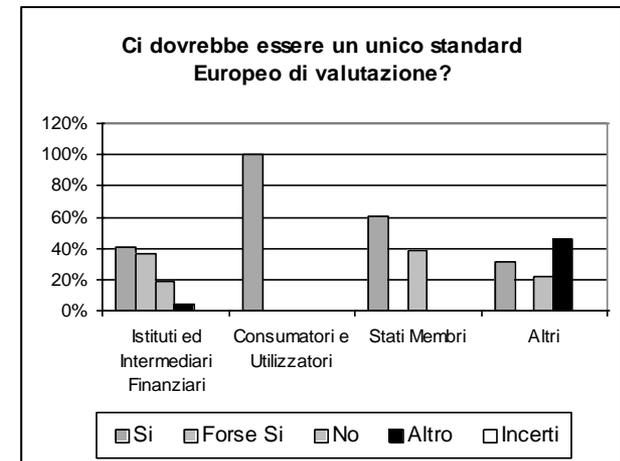
Paragrafo 3.2 del Final Report

Paragrafo 3.2 del Final Report: “European standards, covering common definitions for a certain number of basic technical terms like market value, mortgage lending value, etc. should apply to valuation principles to ensure transparency A European standard shall also include requirements regarding the valuation approach and the content of the valuation report. MFEG suggests that TEGoVA or another international body should take the lead in this exercise”.

I risultati della consultazione sul green paper:

- e.v.s. si o no?

Il 100% dei consumatori si è detto a favore di uno standard comune europeo, così il 62 % degli stati membri. Il 41% degli Istituti e degli intermediari finanziari si è detto favorevole senza condizioni, mentre il 37% degli stessi a certe condizioni. D'altro canto, chi si oppone deduce due argomentazioni: (i) la necessità di avere preliminarmente un'armonizzazione della normativa rilevante in ambito ipotecario fra gli Stati membri; e (ii) il rischio dell'aumento dei costi della valutazione se solo un valutatore qualificato possa essere chiamato a redigerla.



Ruolo EVS a livello Europeo: es. il “green paper” [continua]

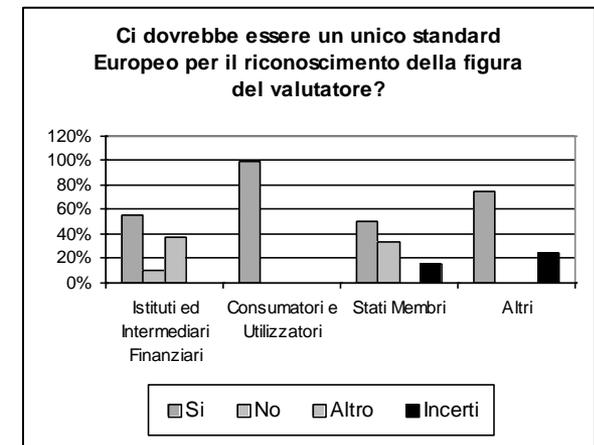
- valutatore europeo?

I sostenitori della necessità di uno standard di valutazione comune hanno sottolineato nel commentare il Green Paper che le banche possono scegliere liberamente fra diversi valutatori sintantoché questi sono accomunati nella metodologia applicata.

In tale ottica si inserisce la direttiva 2005/36/CE relativa al riconoscimento delle qualifiche professionali attuata in Italia dal Decreto Legislativo del 9 novembre 2007 n. 206.

- ricerca London School of Economics

Anche sulla base di una ricerca svolta dalla London School of Economics svolta in occasione del green paper, si è ipotizzata l'inefficienza economica del rapporto di valutazione a dispetto di una polizza d'assicurazione contro il rischio di credito. Tuttavia anche tale ricerca conclude come segue: “Set a common European standard for property valuation. Nationally defined valuation standards are historically motivated that differences between such standards bear no economic justification. Common standard would facilitate cross-border trade as they would diminish incumbents' advantages due to their familiarity with a particular valuation system. In conjunction with an improved incentive structure of the appraisal profession, they could lead to better protection of consumers from the risk of overoptimistic valuations, for which there is evidence in several European jurisdictions”



Ruolo EVS a livello nazionale: sprone all'emanazione di normative coerenti.

Il ruolo del valutatore in Italia, (alcune occasioni raccolte ed alcune mancate)

Settore bancario e non

Occasione colte

Occasione mancate

Il ruolo del valutatore deve essere ricercato nella definizione di “valutazione”, essendo colui che la redige. La valutazione è il processo e l'attività diretta a stimare il valore di un determinato bene ad un determinato fine (vendita, locazione, contabilità, finanziamento, merito creditizio, assicurativo, vendita forzata ecc.). La determinazione del valore (senza entrare nella definizione dello stesso) di un bene è l'attività principale del valutatore.

Il legislatore (in senso ampio) ha avuto recentemente un'occasione importante per evidenziare il ruolo del valutatore immobiliare nell'ambito della normativa concernente l'adeguatezza patrimoniale delle banche come regolata dagli accordi raggiunti in seno al Comitato di Basilea, trasfusa nella normativa comunitaria e recentemente adottata con provvedimenti della Banca d'Italia, fra cui le nuove Istruzioni di Vigilanza (Provvedimento dell'8 maggio 2012).

Altrettanto positivo è il recepimento della direttiva 2005/36/CE sul riconoscimento delle qualifiche professionali.

E' sicuramente positivo che le Istruzioni di Vigilanza in vigore, nell'ambito del “credit risk mitigation” (o CMR) relativo ai crediti ipotecari, prevedono la valutazione periodica eseguita da un perito indipendente in modo che documenti in modo chiaro e trasparente il valore di mercato (si veda per es. Titolo II, Capitolo I, Sez. 4 delle Istruzioni).

Si fa cenno a tre occasioni mancate sempre in ambito bancario:

- la responsabilità verso terzi dell'esperto indipendente dei fondi anche alla luce del pur positive modifiche ottenute con il provvedimento congiunto della Banca d'Italia e Conso del luglio 2010;
- la funzione di “gatekeeper” dell'esperto indipendente specialmente a tutela degli investimenti eseguiti dai fondi pensioni (si veda pubblica consultazione del Ministero delle Finanze chiusa il 29 giugno 2012);
- project bond, si veda anche la recente normativa emessa recentemente dal governo;
- la definizione di valore della garanzia nell'ambito del c.d. Credito fondiario (art. 38 T.U.F.);
- l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca (art. 2412 c.c., delibera CICR 22 febbraio 2006 e art. 11 TUF);
- disciplina dei Covered Bond, l'asset monitor può essere solo una società di revisione contrariamente a quanto previsto nella prima bozza circolata del provvedimento;
- obbligatorietà della relazione di stima solo nell'ambito di sollecitazione di fondi immobiliari in conflitto d'interesse (Reg. Emittenti Consob contro l'interpretazione rigida dell'art. 5 bis D.M. n. 228/1999);
- la relazione di stima di cui al nuovo art. 173 bis cpc in tema di esecuzioni immobiliari non necessariamente contiene un giudizio sul valore del bene;
- le difficoltà a rilasciare la fideiussione ex Decr. Lgs. 20/6/2005 n. 122 e il rating immobiliare.

Antonio Campagnoli, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Premesse alle osservazioni: trasparenza, interessi tutelati, ruolo *super partes* degli esperti indipendenti e fallimento linee guida non cogenti

Trasparenza

Da molti viene riconosciuta l'esigenza di rendere il mercato immobiliare più trasparente e di prevenire e minimizzare gli effetti dei conflitti di interessi.

Interessi tutelati

L'esperto indipendente riveste, ai sensi della normativa esistente, una funzione, benché settoriale e specifica, di protezione di interessi, soprattutto pubblici, di tutela del risparmio ed, in particolare, della trasparenza e fiducia nel sistema finanziario degli investitori.

Proposta Direttiva "AIFM"

Il rafforzamento dell'indipendenza dell'esperto è l'obiettivo anche della proposta di direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (*Alternative Investment Fund Managers*) – fra cui i fondi immobiliari - che modifica le direttive 2004/39/CE e 2009/.../CE del 30 aprile 2009.

Obiettivo

Da queste essenziali premesse risultano discendere importanti conseguenze dirette a rendere l'esperto indipendente capace di assolvere tale fondamentale ruolo di garante *super partes*.

Fallimento delle linee guida non cogenti

La libera regolamentazione del settore tramite linee guide (White Book, Red Book, Blue Book, Linee Guida ABI, Linee Guida Assogestioni – in corso di definizione) , standards e normative non imperative non ha prodotto i risultati sperati. Anche alla luce delle criticità emerse nel recente Quaderno di Finanza n. 65, sarebbe opportuno, prendendo spunto dalla normativa statunitense, una vigilanza diretta sugli esperti indipendenti e una normativa imperativa di settore più stringente.

Attività degli esperti indipendenti: prime riflessioni per una vigilanza diretta

DM 228 requisiti: vaghi

Ai sensi dell'art. 17, comma 4 del DM 228/99, “*gli esperti indipendenti devono essere iscritti ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l'idoneità ad effettuare valutazioni tecniche od economiche dei beni in cui è investito il fondo. Devono essere altresì in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali delle SGR ai sensi dell'articolo 13 del testo unico*”. Gli albi professionali in Italia che richiamano capacità di estimo sono molti, fra cui: albo degli ingegneri, dei geometri, degli architetti, degli agronomi, dei commercialisti, revisori contabili, periti industriali, il collegio dei mediatori, periti e esperti e molti altri.

Oligopolio di mercato

Il mercato italiano si contraddistingue per la presenza di un duopolio dominante: ad oggi i due principali valutatori hanno posizioni di mercato prossime all'80% (in base ad una ricerca della CONSOB del dicembre 2009), con effetti distorsivi per la corretta concorrenza fra i diversi *players*.

Conseguenze: asservimento e dumping

Da tale situazione sono emerse nel tempo due conseguenze: (i) un “asservimento” dell'esperto indipendente agli interessi delle SGR a dispetto di una protezione dell'interesse sotteso rilevante, il pubblico risparmio e (ii) una concorrenza al ribasso dei compensi degli esperti indipendenti con ricadute in termini di qualità e di affidabilità delle valutazioni. I soggetti dominanti fanno di fatto “dumping” sull'attività di valutazione per poi essere adeguatamente ricompensati con lo svolgimento di altre attività, spesso in conflitto di interessi, fra cui *agency, advisory, facility management* ecc..

Virtuosi emarginati

Tale comportamento “spiazza” gli esperti più virtuosi e soprattutto quelli che non svolgono gli altri incarichi in conflitto né si prestano a rendere un servizio che non sia imparziale, indipendente e terzo rispetto alle SGR.

Antonio Campagnoli, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Attività degli esperti indipendenti: prime riflessioni per una vigilanza diretta [continua]

Necessità di una visione complessiva del mercato finanziario immobiliare

L'esigenza di rendere il mercato immobiliare più trasparente potrebbe essere maggiormente assicurata attraverso l'intervento obbligatorio dell'esperto indipendente nella fase di valutazione degli *asset* immobiliari di tutti i prodotti finanziari correlati al settore immobiliare (fondi immobiliari, SIIQ, MBS, società immobiliari quotate, ecc). Manca oggi una chiara presa di coscienza che ogni qual volta vi sia nel mercato finanziario un prodotto sottostante o legato all'immobiliare sia assolutamente necessario acquisire una corretta rappresentazione dei rischi intrinseci ed estrinseci dell'immobile (esistente e/o in fase di sviluppo).

Necessità di vigilanza diretta

Da queste prime riflessioni sembrerebbe opportuno porre le premesse normative affinché l'esperto indipendente sia sottoposto alla vigilanza diretta delle Autorità amministrative preposte. Ciò anche in analogia agli artt. 18-bis e 18-ter TUF relativi ai consulenti e alle società di consulenza finanziaria, all'art. 31 del TUF relativo ai promotori finanziari nonché agli artt. 155 e seguenti del TUF relativi alle società di revisione.

L'attuale non sanzionabilità diretta: conseguenze

Oggi un'eventuale sanzione viene irrogata alla SGR in qualità di OICR vigilato, sul presupposto che quest'ultima si rivalga sull'esperto indipendente, se in errore. Tale situazione non rende pienamente responsabile l'esperto indipendente di fronte agli interessi ed ai soggetti la cui funzione è diretta a tutelare: il pubblico risparmio ed, in particolare, gli investitori. L'SGR ha piena facoltà di attivarsi ed agire nei sui confronti, ma potrebbe decidere discrezionalmente di evitare un'azione in garanzia (di fatto, non si registrano casi in cui questo sia avvenuto).

Antonio Campagnoli, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Conclusioni

Professionalità

Sembra opportuno, anzitutto, riconsiderare, alla luce dell'esperienza applicativa, l'adeguatezza dei requisiti professionali degli esperti indipendenti, stabiliti dall'art. 17, comma 4, D.M. n. 228/99.

Indipendenza

L'esperto indipendente deve essere *super partes* a tutela del pubblico risparmio. Sulla scorta dell'evoluzione della disciplina delle società di revisione e delle agenzie di *rating*, sembra opportuna una riflessione in merito all'introduzione di criteri e regole idonee a potenziare l'indipendenza degli esperti (con riferimento, ad esempio, all'obbligo di rotazione, al cosiddetto "periodo di raffreddamento", al divieto di prestare – *a latere* dell'attività di valutazione – ulteriori servizi che possono comprometterne l'indipendenza).

Qualità delle relazioni di stima

E' opportuno, inoltre, che venga migliorata la struttura e la qualità informativa delle relazioni degli esperti.

Vigilanza diretta

Gli esperti siano direttamente sanzionabili dall'autorità amministrativa indipendente preposta (noi crediamo che la CONSOB sia l'autorità che più si addice a tale ruolo visto che tutela il pubblico risparmio) tramite, per esempio, le Camere di Commercio, analogamente a quanto avviene per i promotori finanziari.

Property and Market Rating – PaM

Con specifico riferimento ai rischi considerati nella valutazione, andrebbe valutata l'opportunità di formulare, ad esito del processo di mappatura dei rischi (del singolo bene immobile, del portafoglio o del progetto immobiliare), un giudizio sintetico (c.d. "rating immobiliare"), che consenta una più agevole comparazione tra le varie opportunità disponibili (Vedi TEGoVA, Guidance 14 EVS e Nazioni Unite, "*Key Components of Real Estate Markets Framework*").

Antonio Campagnoli, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Le metodologie di valutazione

Prezzo (di scambio) = quantità di moneta - determinata dall'incontro tra domanda e offerta di mercato - scambiata, in un dato istante, per la compravendita di un bene o servizio

Valore (economico di scambio) = più probabile quantità di moneta alla quale, in un determinato istante, un bene o un servizio possono essere scambiati in un mercato

Le metodologie di valutazione

Prezzo = dato certo – dato oggettivo – dato concreto

**Valore = stima/previsione – dato anche soggettivo –
dato astratto**

**Il valore diventa prezzo al momento
della conclusione di un affare**

Le metodologie di valutazione

**Prezzo = dato sintetico – informazione puntuale -
numero**

**Valore = intervallo di numeri compreso tra un
minimo e un massimo**

**Un affare si conclude ogni qualvolta il
prezzo si inserisce nell'intervallo del
valore**

Le metodologie di valutazione

**Come si definiscono prezzo
e valore?**

**Da quali variabili
dipendono?**

**Da quali fattori sono
influenzati?**

Le metodologie di valutazione

Il valore/prezzo di un bene/servizio è una funzione di n fattori/variabili a cui vengono attribuiti n pesi dagli attori del processo di compravendita

$$V(\text{bene}) = f(X_1 Y_1, X_2 Y_2, X_3 Y_3, \dots, X_{n-1} Y_{n-1}, X_n Y_n)$$

dove:

X = fattori/variabili

Y = pesi

Le metodologie di valutazione

Prezzo e valore dipendono da una sommatoria ponderata (in base ai pesi attribuiti) di:

- **Variabili oggettive = fattori impersonali – unici – indiscutibili**

- **e Variabili soggettive = fattori personali – individuali – emotivi**

e dal percorso evolutivo/involutivo di tali variabili nel tempo

Le metodologie di valutazione

**Quali sono le variabili
soggettive?**

Le metodologie di valutazione

Esempi di Variabili soggettive:

- **Grado di soddisfacimento del bisogno**
- **Circostanze di acquisto/vendita**
- **Esistenza e caratteristiche di “alternative”**
- **Forza contrattuale**
- **Grado di informazione**
- **Tipologia di compravendita**

Le metodologie di valutazione

**Quali sono le variabili
oggettive?**

Le metodologie di valutazione

Esempi di Variabili oggettive:

- **Ubicazione**
- **Andamento mercato immobiliare**
- **Caratteristiche tecniche bene**
- **Caratteristiche quartiere**
- **Impianti, finiture, piano, etc...**

Le metodologie di valutazione

Variabili oggettive:

- **Variabili dell'ambiente esterno (macro e micro)**
- **Variabili dell'ambiente interno**

Le metodologie di valutazione

Variabili dell'ambiente esterno (sia macro che micro):

- Variabili politiche**
- Variabili economiche**
- Variabili socio- cultural -demografiche**
- Variabili tecnologiche**

Le metodologie di valutazione

Variabili dell'ambiente interno:

- **Variabili *primarie***
- **Variabili *di supporto***

Le metodologie di valutazione

Esempi di variabili dell'ambiente interno:

- **Localizzazione**
- **Servizi**
- **Stato conservativo**
- **Piano**
- **Finiture**
- **Aspetti contrattuali/diritti/gravami**
- **Possibilità di trasformazione/sviluppo**
- **Indice di edificabilità**

Le metodologie di valutazione

**Ma come si determina il valore
di un immobile?**

Le metodologie di valutazione

La Valutazione è il processo di stima del valore di un Immobile ad una certa data e comprende lo studio della sua natura, qualità, agibilità, utilità e commerciabilità ovvero rappresenta un'analisi precisa, completa e dettagliata di tutti gli aspetti tecnici, legali, economici, finanziari, fiscali, politici, sociali, culturali, strategici e tecnologici connessi all'Immobile.

Una valutazione corretta parte
sempre da un

MANDATO

che definisce, tra gli altri, i
confini dell'incarico

Le metodologie di valutazione

Non è possibile effettuare alcuna stima se non si è effettuato un

SOPRALLUOGO

del bene da valutare e del contesto in cui è inserito

Le metodologie di valutazione

Una valutazione perfetta è effettuata sempre a seguito di una

DUE DILIGENCE

dell'Immobile (tecnica, legale, fiscale, strategica, urbanistica, etc...)

MANDATO o LETTERA D'INCARICO

Antonio Campagnoli, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Premesse

La lettera d'incarico è fondamentale anche per le seguenti ragioni:

- .Individua le obbligazioni reciproche;
- .Individua l'obiettivo della valutazione (c.d. *Scope of work*);
- .Circostanza la responsabilità del valutatore;
- .Determina i criteri valutativi a cui fare riferimento;
- .Determina le informazioni a cui fare riferimento;
- .Ecc.

Contenuti minimi

Tutti gli standard internazionali (IVS, Red Book, USPAP e EVS) e non solo indicano i contenuti minimi della lettera d'incarico, fra cui:

- Il motivo della valutazione;
- La data a cui la valutazione deve riferirsi;
- L'oggetto della valutazione;
- Le informazioni su cui basare la valutazione;
- Le presunzioni (c.d. assumptions) della valutazione;
- Contenuto del rapporto di valutazione;
- Standards applicati;
- Obbligo di riservatezza;
- Destinatari del rapporto di valutazione;
- Persona o gruppo di persone impegnato nella valutazione;
- Grado di responsabilità;
- Compenso e termini di pagamento;
- Eventuali codici di condotta e standards richiamati;
- Richiamo all'assicurazione, a certificazioni, a requisiti professionali richiesti da specifiche norme di settore ecc.

Forma scritta

L'incarico deve, di fatto, essere scritto per potere contenere in dettaglio quanto prima menzionato.

Tranne eccezioni, gli standards internazionali e nazionali non sono così chiari in argomento (si veda S3 degli EVS2003, GN 1, nota 5.6.2 degli IVS, Canon 3 CPE).

Scopi generali

.Uno degli scopi sottesi ad una lettera d'incarico circostanziata è quello della trasparenza e della definizione delle aspettative fra le parti ed eventualmente verso terzi;

.Di fatto, a seconda del ruolo e del lato del tavolo di volta in volta tenuto, sapere cosa chiedere al valutatore oppure cosa poter offrire è il primo ed imprescindibile passo;

.Per il valutatore è un **biglietto da visita** che lo distingue.

Scopi specifici

Il valutatore (generalmente inteso, come singolo o società) può essere chiamato a prestare la propria professionalità in diverse tipologie d'incarico fra cui:

- .Valutazioni ai fini creditizi;
- .Valutazioni nell'ambito di una vendita/acquisizione;
- .Valutazione nell'ambito di una c.d. *Tenant Representation*;
- . Valutazioni per fondi immobiliari;
- .Valutazioni a fini fiscali;
- .Valutazioni nell'ambito di un contenzioso;
- .Valutazioni ai fini contabili (ivi incluso normative particolari, fra cui per es. ISVAP, Reg. 22 del 4.4.2008); ecc.

Negoziazione

La lettera d'incarico deve essere redatta per il caso specifico che state affrontando per cui:

- Conoscete prima il problema;
- Incontrate il cliente se possibile o fatevi spiegare bene le circostanze della valutazione;
- Fate capire al cliente cosa potete offrire;
- Capite cosa serve al cliente;
- Capite quando gli serve;
- Capite quali sono i documenti disponibili.

Mai un incarico è uguale ad un altro. Non è una perdita di tempo negoziare la lettera d'incarico. Non avete fretta di iniziare il lavoro.

Criticità

Sono molti i punti d'attenzione della lettera d'incarico, fra cui:

- Le “*assumptions*” opportune;
- La “*due diligence*”, limiti e fonti;
- La quantificazione del corrispettivo, il problema della c.d. *Contingent fee* (la percentuale sul valore è vietata per esempio negli Stati Uniti), alternative (costo fisso, a ore, misto ecc);
- Il grado di responsabilità solo colpa grave o anche colpa lieve (anche alla luce delle norme sui liberi professionisti per es. art. 2236 c.c.);
- Le spese per l'esecuzione;
- Le modalità di pagamento; ecc.

Tutti elementi che toccano la professionalità, la qualità e l'indipendenza della valutazione.

Elementi di una lettera d'incarico

La lettera d'incarico dovrebbe contenere i seguenti elementi:

- .**Premesse** (contengono i motivi della valutazione e descrivono il valutatore ed il cliente);
- .**Oggetto della prestazione** (cosa mi obbligo esattamente a fare e su che basi);
- .**Tempi** (da quando o per che data?);
- .**Corrispettivo** (quanto chiedo);
- .**Chi esegue l'incarico** (“*intuitu personae*”);
- .**La lingua** del rapporto di stima;
- .**A chi è indirizzata** (solo cliente o chi? L'affidamento dei terzi?);
- .**Riservatezza**;
- .**Standard e norme etiche di riferimento**;
- .**Grado di responsabilità**;
- .**Altre** (deleghe specifiche, sopralluoghi, ecc)
- .**Foro competente.**

Forma di conclusione del contratto, generalmente per scambio di corrispondenza.

Alcune linee guida

Il richiamo ad una o più linee guida è importante sia per le definizioni in esse contenute sia per il complesso di previsioni non facilmente ripetibile letteralmente nella singola lettera d'incarico.

Di seguito, alcune linee guida:

- . International Valuation Standards (IVS);
- . Red Book dei RICS;
- . European Valuation Standards (EVS);
- . Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP);
- . Linee Guida ABI;
- . Linee Guida di Tecnoborsa;
- . Code of Professional Ethics (CPA) dell'Appraisal Institute. Ecc.

L'esperto indipendente e il processo di valutazione dei beni immobili: la normativa di riferimento

- Decreto Ministeriale n.228 del 24 maggio 1999, Titolo IV, art. 17 - 18
- Provvedimento Banca d'Italia del 8 maggio 2012 Titolo V, Capitolo IV
- Regolamento Intermediari (Delibera Consob) n. 16190 del 29 ottobre 2007, art. 65 - 67

L'esperto indipendente e il processo di valutazione dei beni immobili: il Quaderno Consob n.65/2009

“Il rapporto tra le SGR e gli “esperti indipendenti” nella fase di valutazione degli asset dei fondi immobiliari”

Criticità emerse in tema di prassi e procedure di valutazione:

- scelta esperti e determinazione dei compensi
- rischio di conflitto di interessi
- necessità di coordinare i flussi informativi e documentali
- specificazione dei ruoli delle funzioni aziendali della SGR
- necessità di un contenuto minimo della perizia

L'esperto indipendente e il processo di valutazione dei beni immobili: la Comunicazione congiunta Banca d'Italia e Consob del 29 luglio 2010

Per superare criticità, entro 6 mesi da pubblicazione, è indispensabile che SGR si dotino di adeguati processi di valutazione dei beni immobili assicurando che:

- gli esperti indipendenti siano dotati di adeguata capacità professionale e assicurino oggettività e indipendenza rispetto sia alla SGR sia ai partecipanti ai fondi;
- siano definiti con precisione: i compiti delle società di gestione e degli esperti indipendenti, gli scambi informativi tra i due soggetti ed i controlli condotti dalle società di gestione sull'adeguatezza delle valutazioni effettuate dagli esperti.

L'esperto indipendente e il processo di valutazione dei beni immobili: la Comunicazione congiunta Banca d'Italia e Consob del 29 luglio 2010

Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione:

- Definizione del processo di valutazione degli immobili
- Gestione dei conflitti di interesse
- Rapporto tra SGR e esperti indipendenti
- Trasparenza degli incarichi assegnati agli esperti indipendenti

Definizione del processo di valutazione degli immobili

Il processo di valutazione dei beni immobili è un insieme complesso di criteri, procedure, controlli, attività (svolte dalla SGR e dagli esperti indipendenti) diretti a determinare, in linea con la vigente disciplina prevista nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, il valore corrente dei beni immobili dei fondi.

La definizione del processo di valutazione assume particolare importanza anche in considerazione della circostanza che una corretta valutazione degli immobili è essenziale per permettere alla SGR di assumere consapevoli scelte di investimento e disinvestimento, in coerenza con il processo di investimento aziendale.

Il processo di valutazione è definito nel rispetto dei requisiti generali di organizzazione e delle procedure interne previsti dal Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della CONSOB del 29 ottobre 2007.

Definizione del processo di valutazione degli immobili

Il processo di valutazione è formalizzato in un apposito documento, che include almeno:

- i criteri di valutazione da utilizzare per la valutazione dei beni immobili, definiti dalla SGR coerentemente con quanto previsto dal Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione del risparmio del 14 aprile 2005;
- i criteri per la selezione degli esperti indipendenti, le modalità per il rinnovo degli incarichi e per la commisurazione del compenso. In tale ambito, la SGR: fissa i requisiti, anche aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla vigente regolamentazione, relativi alla professionalità, onorabilità e indipendenza degli esperti; agisce con competenza e diligenza nell'affidamento degli incarichi di valutazione agli esperti indipendenti e nella determinazione del compenso dovuto;
- i compiti delle funzioni aziendali, sia operative sia di controllo, nell'ambito del processo di valutazione; sono, tra l'altro, precisati:
 - le modalità di coordinamento e i flussi informativi reciproci tra le medesime funzioni;
 - gli obblighi di documentazione delle attività svolte e di raccolta della documentazione trasmessa e ricevuta dagli esperti indipendenti;
 - gli obblighi di reporting nei confronti degli organi aziendali;
 - le modalità di coordinamento e i flussi informativi tra le funzioni aziendali e le società di revisione;
- **la descrizione dei presidi organizzativi** (informatici, personale con competenze professionali specifiche, ecc.) necessari per verificare nel continuo la corretta applicazione da parte degli esperti indipendenti dei criteri di valutazione dei beni. Tali presidi devono consentire una consapevole valutazione delle stime degli esperti.

Il processo di valutazione dei beni immobili dei fondi è approvato, coerentemente con quanto previsto nell'art. 31 del Regolamento congiunto, dall'organo con funzione di supervisione strategica della SGR, che ne verifica periodicamente l'adeguatezza. Sul rispetto del processo di valutazione vigila, altresì, l'organo con funzione di controllo della SGR.

Gestione dei conflitti di interesse

Le SGR stabiliscono - in coerenza con la politica di gestione dei conflitti di interessi, adottata ai sensi del Regolamento congiunto (art. 39) - le cautele necessarie per identificare, gestire e minimizzare i potenziali effetti pregiudizievoli per gli interessi dei partecipanti ai fondi, derivanti da situazioni di **conflitto di interessi** in cui possono versare gli esperti indipendenti (ovvero, laddove si tratti di esperti persone giuridiche, i dirigenti, i dipendenti e i collaboratori di questi ultimi).

Nell'affidamento degli incarichi, le SGR assicurano che l'affidamento di incarichi ulteriori e non direttamente correlati a quello di valutazione non pregiudichi in alcun modo **l'indipendenza** dell'incaricato e non comporti il sorgere di possibili conflitti di interesse.

Rapporto tra SGR e esperti indipendenti

I diritti e gli obblighi delle SGR e degli esperti indipendenti sono definiti in modo **chiaro e puntuale** in un accordo scritto. Nel contratto di affidamento dell'incarico sono, tra l'altro, stabilite:

- le modalità di coordinamento, i flussi informativi e gli scambi documentali tra le funzioni aziendali delle SGR e gli esperti indipendenti, con specificazione della relativa tempistica;
- la descrizione delle attività di competenza degli esperti indipendenti (ivi compresi i sopralluoghi) e le modalità di documentazione delle stesse;
- le attività di verifica e controllo che le funzioni aziendali delle SGR sono tenute a svolgere in relazione alla correttezza dei dati e delle informazioni contenute nelle relazioni di stima redatte dagli esperti indipendenti nonché circa la coerenza delle valutazioni degli esperti con il valore corrente degli immobili oggetto di valutazione;
- le informazioni minimali che debbono essere fornite dagli esperti indipendenti nelle relazioni di stima, con riguardo alle attività svolte, alle motivazioni sottese all'impiego di una determinata metodologia di valutazione, ai parametri, alle ipotesi ed ai rischi considerati.

L'incarico di valutazione conferito agli esperti indipendenti, sebbene non integri una fattispecie di esternalizzazione di funzioni aziendali, presenta profili di rischio assimilabili a quelli dell'outsourcing, tenuto conto che la SGR, come nel caso della esternalizzazione, affida a un soggetto terzo un processo critico della propria attività. In tal senso, le SGR, in analogia a quanto previsto dal Regolamento congiunto, adottano le misure necessarie per assicurare che siano soddisfatte le misure previste nell'art. 21, comma 2, lett. b), c), d), e), f), g), e j) del citato Regolamento.

Trasparenza degli incarichi assegnati agli esperti indipendenti

In una specifica sezione del rendiconto di gestione dei fondi le SGR indicano gli incarichi assegnati agli esperti indipendenti, illustrano i presidi organizzativi e procedurali adottati per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti medesimi e forniscono informazioni riguardanti l'eventuale adesione alle linee-guida in materia di valutazione immobiliare emanate da associazioni di categoria.

Le informazioni di cui al capoverso precedente possono anche essere inserite in una relazione distinta dal rendiconto del fondo. Tale relazione è approvata dall'organo con funzione di supervisione strategica della SGR ed è pubblicata congiuntamente al rendiconto del fondo; in alternativa, la SGR può indicare nel rendiconto la sezione del sito internet della SGR stessa o del fondo, in cui la relazione è pubblicata.

L'esperto indipendente e il processo di valutazione dei beni immobili: alcuni spunti di riflessione per la redazione della documentazione richiesta dalla Comunicazione

- Scelta criteri, metodi e tecniche
- Riconciliazione valori
- Commisurazione compenso
- Flussi informativi e assumption
- Interdipendenza tra due diligence e valutazione
- Precisazione comparables
- Verifica consistenze
- Ripercorribilità tassi attualizzazione e capitalizzazione

Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD)

DIRECTIVE 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL
of 8 June 2011

on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and
Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010

Article 19

“AIFMs shall ensure that, for each AIF that they manage, appropriate and consistent procedures are established so that a proper and independent valuation of the assets of the AIF can be performed in accordance with this Article, the applicable national law and the AIF rules or instruments of incorporation”.

Il problema della responsabilità dell'esperto indipendente: se privo di responsabilità verso terzi (almeno di natura non contrattuale) risulta compromesso il suo ruolo di terzietà/indipendenza.

Conclusioni

Chi ben comincia è a metà dell'opera si dice. Nel caso delle valutazioni la lettera d'incarico è fondamentale da un lato per dare un contenuto al proprio lavoro ed evitare spiacevoli conseguenze fra cui azioni di responsabilità od eccezioni di inadempimento, dall'altro lato per il rispetto della normativa di settore di volta in volta applicabile.

Nell'ambito degli esperti indipendenti, in particolare, l'interesse della protezione del risparmio è o dovrebbe essere messo al centro dell'effettiva modalità operativa.

DUE DILIGENCE

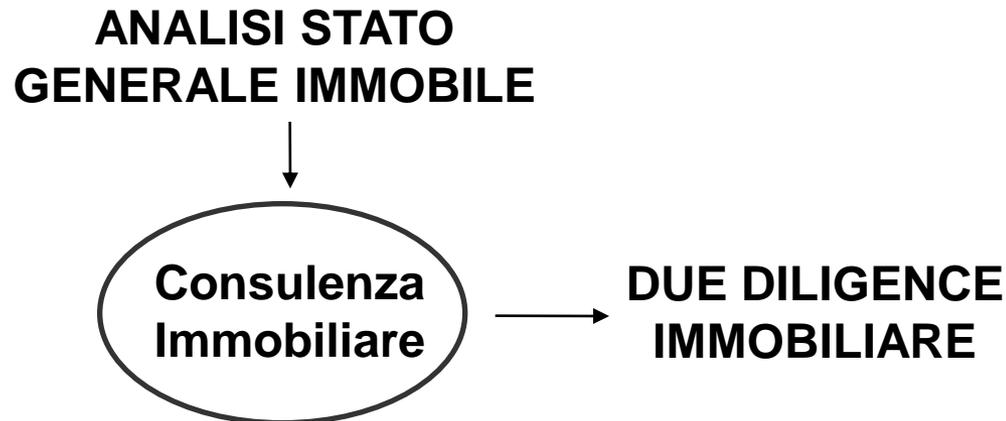
Antonio Campagnoli, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

IL CONCETTO DI DUE DILIGENCE

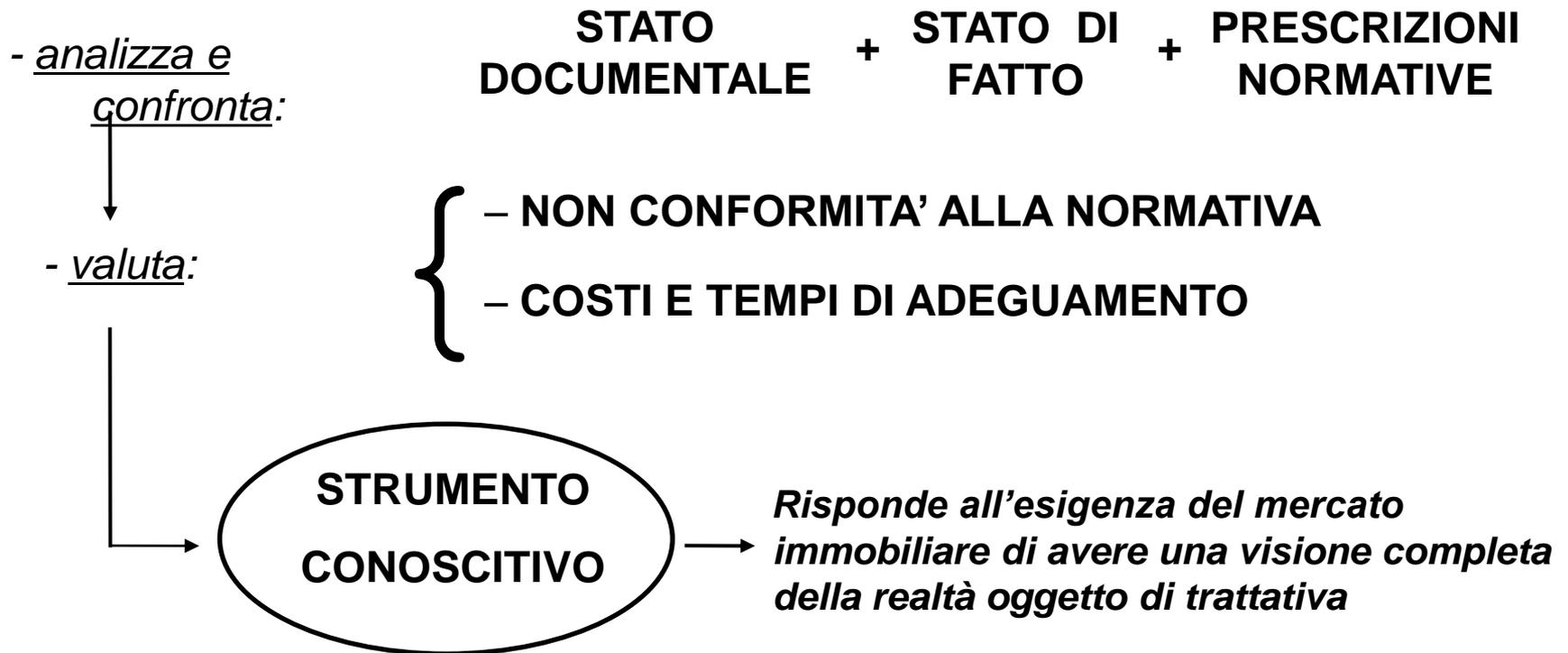
L'espressione inglese due diligence immobiliare identifica il processo investigativo che viene attuato per analizzare il valore e le condizioni di un bene immobile o di un progetto immobiliare

La Due Diligence è un processo piuttosto complesso che va ad indagare l'immobile sotto diversi punti di vista per cui richiede una competenza a trecento sessanta gradi da parte del professionista incaricato di svolgerla.

*Articolata **procedura di indagine e analisi critica propositiva**, effettuata da un team multidisciplinare di consulenti, che si concretizza in:*



LA DUE DILIGENCE IMMOBILIARE



PROCESSO DI INDAGINE

SETTORI INDAGATI:

Legale;
Catastale;
Urbanistico ed edilizio;
Strutturale;
Impiantistico;
Sicurezza e prevenzione;
Ambientale;
Manutenzione e conservazione.

FASI DI INDAGINE:

FASE 1: Analisi o audit documentale;
FASE 2: Sopralluogo;
FASE 3: Analisi di conformità e valutazioni.

SCOPO

:

**VALUTARE GRADO DI
CONFORMITA' DEI SETTORI
ALLA NORMATIVA**

**INDIVIDUARE PROCEDURE,
TEMPI, COSTI per eliminare le
non conformità rilevate**

PROCESSO DI INDAGINE

FASE 1: ANALISI O AUDIT DOCUMENTALE

- *Raccolta della doc. disponibile;*
- *Interviste e incontri;*

FASE 2: SOPRALLUOGO

- *Giudizio sullo stato di fatto dell'immobile;*
- *Verifica di quanto analizzato nella doc.ne;*
- *Realizzazione nuovi interventi edilizi;*
- *Stato di manutenzione e conservazione;*

FASE 3: ANALISI DI CONFORMITA' E VALUTAZIONI

**GIUDIZIO SUL
GRADO DI
CONFORMITA'
DELL'IMMOBILE**

Conforme

Non conforme

Non definibile

**VALUTAZIONE
PROCEDURE,
TEMPI, COSTI DI
ADEGUAMENTO**

SETTORE CATASTALE

FASE 1: ANALISI O AUDIT DOCUMENTALE

OBIETTIVO: *accertare la corrispondenza tra quanto trasferito (ed eventualmente trasformato), e quanto registrato catastalmente .*

DOCUMENTAZIONE:

- *Visure presso il Catasto Fabbricati e presso il Catasto Terreni;*
- *Fogli di mappa;*
- *Schede, tipi mappali, frazionamenti, volture, etc...*

FASE 2: SOPRALLUOGO

OBIETTIVO: *verificare la rispondenza tra quanto accatastato e stato di fatto.*

FASE 3: ANALISI DI CONFORMITA' A NORMATIVA

- 1) **CONFORME:** *immobile A NORMA, TRASFERIBILE;*
- 2) **NON CONFORME:** *TRASFERIBILE, COSTI DI ADEGUAMENTO INDEROGABILI;*
- 3) **NON DEFINIBILE:** *impossibilità di effettuare il sopralluogo o mancanza della documentazione necessaria (recupero doc. mancante e **differimento** tempi).*

SETTORE URBANISTICO ED EDILIZIO

FASE 1: ANALISI O AUDIT DOCUMENTALE

OBIETTIVO:

- **difformità urbanistico – edilizie;**
- **vincoli;**
- **strategia di valorizzazione urbanistica ed edilizia attraverso:**
 - *variazioni di destinazione d'uso;*
 - *richiesta di rilascio di titoli edilizi in sanatoria;*
 - *adozione di strumenti attuativi per operazioni di sviluppo e riqualificazione urbanistica di aree o comprensori.*

DOCUMENTAZIONE:

- *Certificato di destinazione urbanistica, P.R.G. e NTA;*
- *convenzioni, progetti approvati;*
- *permessi di costruire, DIA, autorizzazioni edilizie;*
- *condoni e sanatorie edilizie;*
- *certificato di agibilità / abitabilità*

SETTORE URBANISTICO ED EDILIZIO

FASE 2: SOPRALLUOGO

OBIETTIVO: *verificare la rispondenza tra quanto assentito e quanto edificato, in termini di cubatura, destinazioni d'uso, soluzioni strutturali, ivi inclusa la legittimità delle modifiche intervenute (sanatorie, condoni).*

FASE 3: ANALISI DI CONFORMITA' A NORMATIVA

- 1) CONFORME:** *immobile A NORMA, TRASFERIBILE;*
- 2) NON CONFORME:** *PUO' COSTITUIRE OSTACOLO ALLA TRASFERIBILITA', COSTI DI ADEGUAMENTO INDEROGABILI;*
- 3) NON DEFINIBILE:** *impossibilità di effettuare il sopralluogo o mancanza della documentazione necessaria (recupero doc. mancante e differimento tempi).*

SETTORE STRUTTURALE

FASE 1: ANALISI O AUDIT DOCUMENTALE

OBIETTIVO:

accertare la correttezza delle procedure burocratiche di presentazione dei calcoli.

DOCUMENTAZIONE:

- Fascicolo del fabbricato

(NORMATIVA: L.R. 31/02 assegna ai comuni la facoltà di dotarsi del fascicolo del fabbricato; la Delibera della Giunta Comunale n°27/04 istituisce ufficialmente il fascicolo del fabbricato);

- Progetti e relazioni

(NORMATIVA: L. 1086/71 sul cemento armato, sostituita con D.P.R. 3802001 “Testo Unico sull’edilizia” prescrive, per gli edifici edificati successivamente al ’71, la presentazione, oltre al progetto dell’edificio, anche dei calcoli strutturali del cemento armato e della relazione geologica) .

SETTORE STRUTTURALE

FASE 2: SOPRALLUOGO

OBIETTIVO: *rilevare direttamente eventuali lesioni, carenze costruttive, punti critici sollecitati, nonché situazioni che necessitano di ulteriori e più approfondite indagini (cedimenti, problemi in fondazione, instabilità, etc...).*

FASE 3: ANALISI DI CONFORMITA' A NORMATIVA

- 1) **CONFORME:** *immobile A NORMA, TRASFERIBILE;*
- 2) **NON CONFORME:** *TRASFERIBILE, COSTI DI ADEGUAMENTO TRASFERIBILI (trasferiti nella transazione oppure oggetto di trattativa);*
- 3) **NON DEFINIBILE:** *impossibilità di effettuare il sopralluogo o mancanza della documentazione necessaria (recupero doc. mancante e differimento tempi).*

SETTORE IMPIANTISTICO

FASE 1: ANALISI O AUDIT DOCUMENTALE

- **impianto elettrico** (cabina elettrica, quadri, punti luce, messa a terra, protezione contro le scariche atmosferiche, TV, citofonico, telefonco, allarme, etc...);
- **impianti di condizionamento** (caldaie, impianti di raffrescamento);
- **impianti meccanici** (ascensori, montacarichi, servoscala per disabili, etc).

OBIETTIVO:

accertare la sussistenza della documentazione e la coerenza delle certificazioni.

DOCUMENTAZIONE:

- - *certificati di conformità (NORMATIVA: L. 46/90 “Norme per la sicurezza di impianti”, L. 10/91 “Norme per l'attuazione del Piano energetico nazionale in materia di uso razionale dell'energia, di risparmio energetico e di sviluppo delle fonti rinnovabili di energia”, che da prescrizioni in merito a progettazione, messa in opera ed esercizio di impianti);*
- *documenti di certificazione in generale;*
- *libretti degli ascensori;*
- *progetti.*

SETTORE IMPIANTISTICO

FASE 2: SOPRALLUOGO

OBIETTIVO: *accertare presenza, stato manutentivo e funzionale.*

La rilevazione “a vista” in via generale e macro dello stato di manutenzione degli impianti, è fondamentale per evidenziare la necessità di sostituzioni, manutenzioni e adeguamenti, sino a formulare una valutazione sommaria dei costi da sostenere.

Particolare cura va prestata a questo aspetto negli immobili ad uso ufficio o commerciale, dove gli impianti hanno un peso significativo all'interno del costo di costruzione dell'immobile.

FASE 3: ANALISI DI CONFORMITA' A NORMATIVA

1) CONFORME: *immobile A NORMA, TRASFERIBILE;*

2) NON CONFORME: *TRASFERIBILE, COSTI DI ADEGUAMENTO TRASFERIBILI (trasferiti nella transazione oppure oggetto di trattativa);*

3) NON DEFINIBILE: *impossibilità di effettuare il sopralluogo o mancanza della documentazione necessaria (recupero doc. mancante e differimento tempi).*

FASE 1: ANALISI O AUDIT DOCUMENTALE

OBIETTIVO:

accertare la rispondenza alla normativa di quanto certificato e/o da certificare.

DOCUMENTAZIONE:

- *Certificato di Prevenzione Incendi ai sensi del D.M. 16.02.1982;*
- *Piano di emergenza e dimensionamento delle vie di fuga;*

NORMATIVA:

- *D.M. 16.02.1982 “Determinazione delle attività soggette alle visite di prevenzione incendi”, che stabilisce quali attività sono tenute a richiedere il certificato di prevenzione incendi;*
- *D.M. 26.08.92 “Norme di prevenzione incendi per l’edilizia scolastica”;*
- *D.M. 09.04.94 “Regola tecnica di prevenzione incendi per la costruzione e l’esercizio delle attività ricettive turistico-alberghiere”;*

SETTORE SICUREZZA E PREVENZIONE

FASE 2: SOPRALLUOGO

OBIETTIVO: *verificare immobile e impianti ai fini della sicurezza, e la presenza e l'efficienza dei sistemi di emergenza e protezione (messa a terra, protezione scariche atmosferiche, vie di fuga).*

FASE 3: ANALISI DI CONFORMITA' A NORMATIVA

- 1) **CONFORME:** *immobile A NORMA, TRASFERIBILE;*
- 2) **NON CONFORME:** *TRASFERIBILE, COSTI DI ADEGUAMENTO TRASFERIBILI (trasferiti nella transazione oppure oggetto di trattativa);*
- 3) **NON DEFINIBILE:** *impossibilità di effettuare il sopralluogo o mancanza della documentazione necessaria (recupero doc. mancante e differimento tempi).*

SETTORE AMBIENTALE

FASE 1: ANALISI O AUDIT DOCUMENTALE

OBIETTIVO:

accertare la rispondenza alla normativa di quanto certificato e/o da certificare.

DOCUMENTAZIONE (autorizzazioni):

- *per lo scarico in fognatura delle acque reflue;*
- *per l'emissione dei gas di combustione della centrale termica;*
- *per la presenza di materiale pericoloso e/o inquinante.*

FASE 2: SOPRALLUOGO

OBIETTIVO: *verificare presenza di materiali pericolosi (es. eternit), o di trasformatori e serbatoi sotterranei.*

FASE 3: ANALISI DI CONFORMITA' A NORMATIVA

- 1) **CONFORME:** *immobile A NORMA, TRASFERIBILE;*
- 2) **NON CONFORME:** *TRASFERIBILE, COSTI DI ADEGUAMENTO TRASFERIBILI (trasferiti nella transazione oppure **oggetto di trattativa**);*
- 3) **NON DEFINIBILE:** *impossibilità di effettuare il sopralluogo o mancanza della documentazione necessaria (recupero doc. mancante e **differimento tempi**).*

STATO MANUTENTIVO

FASE 1: ANALISI O AUDIT DOCUMENTALE

DOCUMENTAZIONE: *Piani di manutenzione.*

FASE 2: SOPRALLUOGO

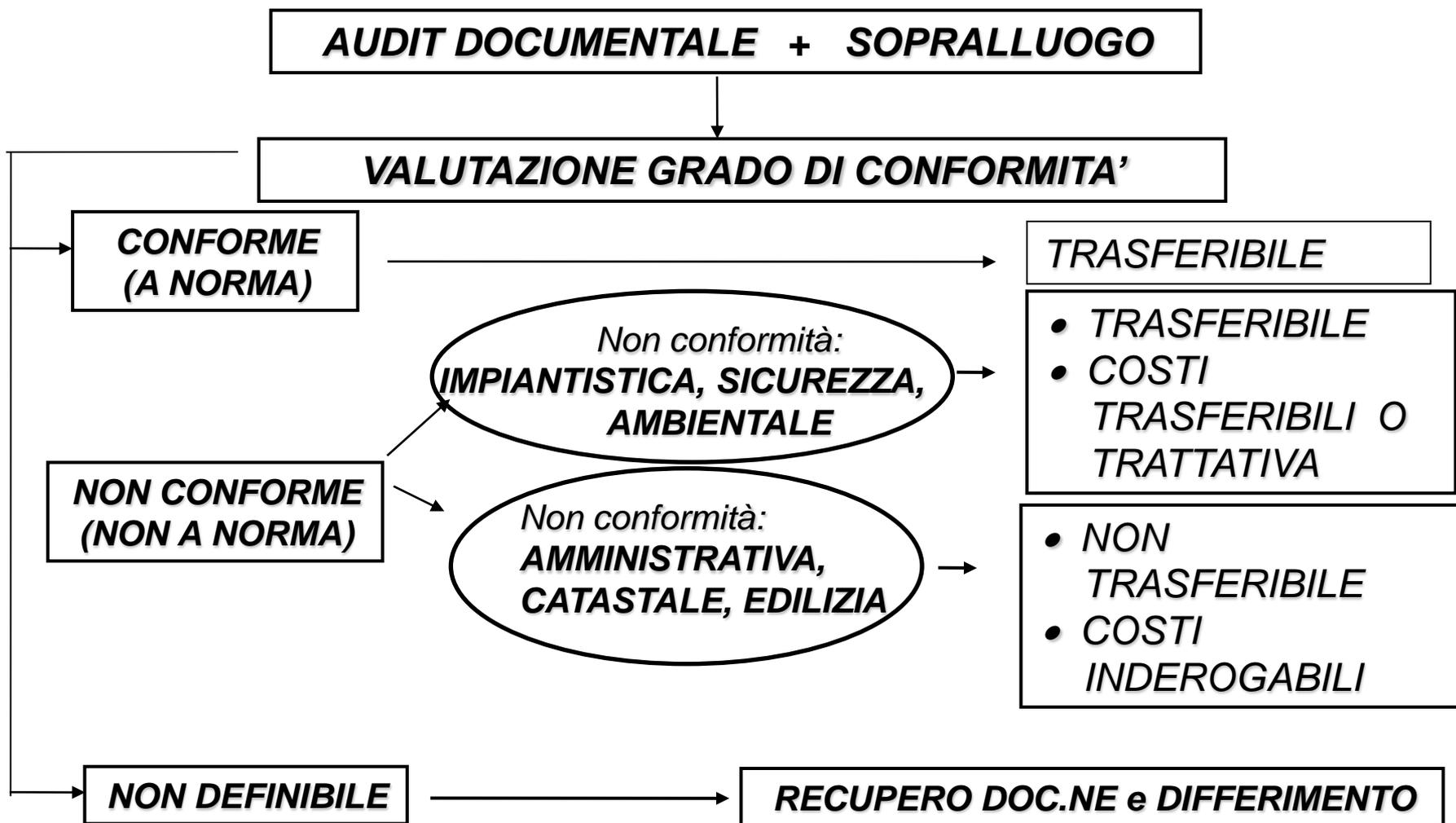
OBIETTIVO:

- *fenomeni infiltrativi*
 - *distacchi di intonaco, distacchi di copriferro nelle travi e nei pilastri*
 - *stato fessurativo,*
 - *stato generale degli impianti.*
- *valutare l'incidenza economica delle opere di manutenzione e conservazione mediante computi metrici estimativi, divisi per categorie di opere e basati su prezziari e listini di comune utilizzo.*

FASE 3: ANALISI DI CONFORMITA' A NORMATIVA

- 1) **CONFORME:** *immobile A NORMA, TRASFERIBILE;*
- 2) **NON CONFORME:** *TRASFERIBILE, COSTI DI ADEGUAMENTO TRASFERIBILI (trasferiti nella transazione oppure **oggetto di trattativa**);*
- 3) **NON DEFINIBILE:** *impossibilità di effettuare il sopralluogo o mancanza della **documentazione necessaria** (recupero doc. mancante e **differimento tempi**).*

RIEPILOGO PROCESSO DI INDAGINE



Le metodologie di valutazione

**Quali sono le definizioni di Valore di
comune utilizzo nel settore
immobiliare?**

Le metodologie di valutazione

Le principali definizioni di Valore secondo gli Standard Europei di Valutazione (EVS) redatti da TEGOVA sono:

- **Valore di mercato**
- **Valore d'uso esistente**
- **Valore d'uso alternativo**
- **Valore d'uso ottimale**
- **Valore Equo o Fair Value**
- **Valore Negativo**
- **Valore di costo**
- **Valore Ipotecario**
- **Valore azionario o del capitale investito**

Le metodologie di valutazione

Il Valore di Mercato è il (miglior) prezzo stimato per il quale la vendita di un bene immobiliare potrà ragionevolmente ritenersi conclusa alla data della valutazione, tra una parte venditrice che abbia la reale intenzione di venderlo ed una parte acquirente che abbia la reale intenzione di acquistarlo, presupponendo che ci sia stato un ragionevole periodo di tempo per effettuare una adeguata commercializzazione e che le parti abbiano agito correttamente informate, in modo indipendente, prudente e senza essere costrette.

Le metodologie di valutazione

Il Valore di Mercato è il (MIGLIOR) PREZZO STIMATO per il quale la VENDITA di un bene immobiliare potrà RAGIONEVOLMENTE ritenersi conclusa alla DATA DELLA VALUTAZIONE, tra una parte venditrice che abbia la REALE INTENZIONE di venderlo ed una parte acquirente che abbia la reale intenzione di acquistarlo, presupponendo che ci sia stato un RAGIONEVOLE periodo di tempo per effettuare una adeguata commercializzazione e che le parti abbiano agito CORRETTAMENTE INFORMATE, in modo INDIPENDENTE, PRUDENTE e senza essere COSTRETTE.

Le metodologie di valutazione

Il Valore d'Uso Esistente è il prezzo stimato per il quale la vendita di un bene potrà ragionevolmente ritenersi conclusa alla data della valutazione sul presupposto che continui l'attuale tipo di utilizzazione, ma assumendo che il bene sia libero da persone, tra una parte venditrice che abbia la reale intenzione di alienare tale bene ed una parte acquirente che abbia la reale intenzione di acquistarlo, presupponendo che ci sia stato un ragionevole periodo di tempo per effettuare una adeguata commercializzazione e che le parti abbiano agito correttamente informati, in modo indipendente, prudente e senza essere costretti.

Le metodologie di valutazione

Il Valore d'Uso Alternativo è il prezzo stimato per il quale la vendita di un bene potrà ragionevolmente ritenersi conclusa alla data della valutazione sul presupposto che modifichi la propria utilizzazione, assumendo che il bene sia libero da persone, tra una parte venditrice che abbia la reale intenzione di alienare tale bene ed una parte acquirente che abbia la reale intenzione di acquistarlo, presupponendo che ci sia stato un ragionevole periodo di tempo per effettuare una adeguata commercializzazione e che le parti abbiano agito correttamente informati, in modo indipendente, prudente e senza essere costretti.

Le metodologie di valutazione

Il Valore d'Uso Ottimale (Highest and Best Use) è definito come l'uso di un immobile più probabile che sia materialmente realizzabile, idoneamente motivato, legalmente permesso, finanziariamente sostenibile e che abbia come risultato il miglior valore dell'immobile oggetto della valutazione.

Le metodologie di valutazione

Il Valore Equo (Fair Value) è definito dallo IAS n. 16, come il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili.

Le metodologie di valutazione

Il Valore Negativo è definito come il valore generato da un Immobile ogniqualvolta lo stesso è soggetto a limitazioni fisiche, contrattuali o fiscali che ne diminuiscono il valore tanto da determinare un valore o una redditività negativa o da richiedere interventi tanto sostanziali da costare più di quanto possa essere valutato l'Immobile una volta che tali interventi siano stati eseguiti.

Le metodologie di valutazione

Il Valore Negativo è definito come il valore generato da un Immobile ogniqualvolta lo stesso è soggetto a limitazioni fisiche, contrattuali o fiscali che ne diminuiscono il valore tanto da determinare un valore o una redditività negativa o da richiedere interventi tanto sostanziali da costare più di quanto possa essere valutato l'Immobile una volta che tali interventi siano stati eseguiti.

Le metodologie di valutazione

Il Valore di Costo si definisce anche Valore di Costo di Riproduzione/Surrogazione è definisce l'insieme di tutti i costi da sostenere per riprodurre un Immobile di analoga utilità di quello oggetto di valutazione

Le metodologie di valutazione

Il Valore Ipotecario è il valore del bene determinato sulla base di una prudente valutazione della sua futura commercializzazione, che consideri le prospettive sostenibili a lungo termine del bene, le condizioni del mercato locale, l'uso abituale e gli usi alternativi appropriati del bene.

Le metodologie di valutazione

Il Valore della Vendita Forzosa è il prezzo stimato per il quale la vendita di un bene immobiliare potrà ragionevolmente ritenersi conclusa alla data della valutazione, presupponendo che ci siano stati un limitato periodo di tempo e limitati mezzi per effettuare la commercializzazione e che una parte abbia agito in condizioni di limitazione.

Le metodologie di valutazione

Il Valore di Liquidazione descrive una situazione nella quale un gruppo di asset utilizzati congiuntamente in una attività sono offerti in vendita separatamente, usualmente a seguito della cessazione di attività. Sebbene spesso associato al termine Vendita Forzata, questi due termini hanno significato distinto. Non c'è motivo perché degli asset non possano essere liquidati attraverso una vendita ordinaria che segua una appropriata commercializzazione .

Le metodologie di valutazione

Il Valore di mercato del capitale investito è l'importo lordo stimato, senza alcuna deduzione per il deprezzamento e per gli accantonamenti, per il quale l'azienda può essere ceduta alla data della valutazione fra parti consapevoli e libere dopo un'adeguata commercializzazione, che abbiano agito correttamente informate, in modo indipendente, prudente e senza essere costrette.

Il Valore di mercato del capitale azionario è l'importo stimato, senza alcuna deduzione per il deprezzamento e per gli accantonamenti, ma tenendo conto di tutte le attività e passività, per il quale le azioni/le quote emesse possono essere vendute alla data della valutazione fra parti consapevoli e libere dopo un'adeguata commercializzazione, che abbiano agito correttamente informate, in modo indipendente, prudente e senza essere costrette.

Le metodologie di valutazione

Le fasi del processo di stima si sintetizzano in:

- Identificazione tipologia Immobile e scopo della Valutazione**
- Analisi e scelta della/e metodologia/e di stima**
Redazione del piano di azione
- Raccolta dati ed informazioni**
- Analisi dati e informazioni**
- Valutazione dei fattori critici**
- Applicazione metodologia/e di stima**
- Definizione del Valore**
- Redazione Relazione di stima**

Le metodologie di valutazione

E' necessario analizzare il mercato e i dati del mercato in dettaglio prima di decidere quale/quali metodo/i e quali tecniche devono essere usate per effettuare la valutazione. È importante sottolineare che l'esame, l'investigazione e l'analisi delle prove tangibili del mercato, sono tra le parti più importanti del processo valutativo e devono essere portate avanti con estrema accuratezza; non è possibile alcuna scorciatoia in questa parte del processo.

Le metodologie di valutazione

E' di vitale importanza lo svolgimento di un'approfondita ricerca diretta ad evidenziare i dati significativi di mercato, che dipendono ad esempio da:

- la natura del mercato locale;
- il tipo di proprietà da valutare;
- i dati demografici delle località e di quelle limitrofe;
- il clima finanziario al momento della transazione.

Per essere capaci di fare ciò nel caso di beni commerciali e industriali, è utile che il valutatore abbia capacità e conoscenze dell'attività o delle attività effettuate negli immobili e, inoltre, dei fattori che devono essere associati al Valore di Mercato.

Le metodologie di valutazione

È importante esaminare, in dettaglio, la natura del mercato locale - quali categorie di beni sono presenti e se, ad esempio, il mercato del bene da valutare è maggiormente un mercato di soggetti che vivono in case di proprietà o un mercato di conduttori. Questo ultimo fattore può essere importante per decidere quali dati di confronto sono da ricercare e se è da preferire l'approccio di confronto diretto (*direct comparison approach*) o l'approccio reddituale (*capitalised rental approach*). Possono esserci molti sotto-mercati ed è importante studiarli. Inoltre, saranno egualmente esaminati le localizzazioni di suoli aventi maggior rilevanza e tutti gli altri fattori localizzativi che possono risultare significativi non solo per quanto riguarda il valore attuale, ma anche per quanto riguarda il metodo e le tecniche utilizzabili per la determinazione del valore.

Le metodologie di valutazione

Fonti mercato immobiliare:

Dirette: forniscono informazioni economiche puntuali (prezzi) e qualitative (contratti compravendita, offerte di vendita, perizie giudiziarie, valutazioni pubbliche, etc)

Indirette: forniscono quotazioni a seguito di acquisizione e rielaborazione di pluralità di dati (quotazioni OMI, Nomisma, OSMI, Scenari Immobiliari, periodici specializzati, banche dati Tecnocasa, Fiaip, etc)

Le metodologie di valutazione

Attenzione e cura nell'utilizzo delle Fonti mercato immobiliare:

Problema trasparenza

Problema non omogeneità dati

**Fondamentale reperire, leggere, analizzare,
scomporre e riconciliare**

Le metodologie di valutazione

Contenuti di una relazione di stima:

Indicazione del cliente

Indicazione del valutatore

Data del sopralluogo

Data della relazione di stima

Ubicazione

Rappresentazione catastale

Descrizione immobile

Studio del mercato e del contesto di riferimento

Le metodologie di valutazione

Contenuti di una relazione di stima:

Confini

Titolarità – Due Diligence

Verifica esistenza servitù – Due Diligence

Legittimità edilizia ed urbanistica Due Diligence

Principi di riferimento

Limiti e assunzioni della valutazione

Metodologia adottata

Valore definito

Allegati alla relazione

Le metodologie di valutazione

Ma quali sono le metodologie di stima?

Le metodologie di valutazione

I procedimenti di stima si dividono in:

Diretti o Sintetici – comparativi: si utilizzano se si dispone di prezzi relativi a transazioni di beni analoghi (disponibilità di un elevato campione di dati). Si fondano sulla raccolta dati e sulla successiva formulazione del giudizio di stima

Indiretti: Analitici – ricostruttivi: si utilizzano se non si dispone di prezzi relativi a transazioni di beni analoghi , al fine di pervenire alla stima del bene indirettamente tramite altre informazioni relative allo stesso

Le metodologie di valutazione

**Metodo comparativo o di mercato
(diretto)**

**Metodo reddituale o dei flussi di cassa
(indiretto)**

Metodo del costo (indiretto)

Le metodologie di valutazione

Metodo comparativo o di mercato

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Si basa sul confronto fra la Proprietà oggetto di stima e altri beni con essa comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, effettuando i necessari aggiustamenti per tener conto delle differenze esistenti tra i diversi immobili in relazione alla data della vendita, all'ubicazione, alla tipologia, all'età e allo stato di manutenzione nonché alle prospettive future del mercato.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Gli elementi di confronto sono dati dalle caratteristiche /fattori chiave del bene in relazione alle caratteristiche / fattori chiave di proprietà confrontabili e sono le differenze tra queste caratteristiche a generare la differenza del prezzo effettivamente pagato (aggiustamenti - in aggiunta o detrazione - motivati di prezzo).

Le metodologie di valutazione

Ma come si identifica un bene comparabile?

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Per bene comparabile si intende un bene appartenente allo stesso segmento di mercato.

Esiste quindi il problema di identificare le caratteristiche che individuano un determinato segmento di mercato.

Le metodologie di valutazione

Segmentazione mercato immobiliare:

Destinazione funzionale (residenziale, commerciale, terziario, capannoni, logisitica, turistico-ricettivo, etc)

Localizzazione (centro, semi centro, periferia, etc)

Qualità edilizia (nuovo, ristrutturato, da ristrutturare, buono, etc)

Tipologia edilizia (lusso, medio, economico, etc.)

Disponibilità (libero, occupato)

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Situazione ottimale si ha con beni simili e compravendite recenti.

Ovviamente, più i beni di confronto sono diversi da quello di riferimento, meno attendibile sarà il metodo comparativo.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Al fine dell'applicazione del metodo deve esistere un numero ragionevole di transazioni per il confronto.

Il minimo assoluto per un confronto è di 3/5 beni, normalmente si confronta un intorno di 10 beni, la situazione ottimale si ha con 20 beni.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Le variabili possono essere di tipo fisico od economico, qualitative o quantitative, continue o discrete: superficie, piano, tessitura del terreno, ubicazione, vincoli contrattuali, ecc.

I valori di mercato possono essere rilevati da transazioni di compravendita o da altre quantificazioni aventi carattere di oggettività, come valori base d'asta, valori cauzionali, valori accertati a fini fiscali, indennità espropriative, ecc.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Ci sono un gran numero di fattori da considerare quando si esamina l'attendibilità dei beni di confronto:

- la loro localizzazione confrontata con quella del bene da valutare;
- la rilevanza dei termini contrattuali della locazione;
- il fattore tempo;
- il grado di obsolescenza – fisica, tecnica ed economica;
- il numero di compravendite confrontabili;
-

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

- E' tipico del mercato residenziale
- E' usato anche - di solito come metodo secondario – per valutare immobili non residenziali (uffici, negozi, capannoni industriali, magazzini, etc.)
- Non può essere usato per beni il cui mercato è “raro” ovvero le transazioni poco vivaci ovvero non esistono comprables: chiese, caserme, ospedali, rete ferroviaria, etc.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Il processo di stima:

- RICERCHE DI MERCATO E RACCOLTA DATI
- IDENTIFICAZIONE DELLE VARIABILI CHIAVE
- COMPARAZIONE (VARIABILI CHIAVE) DELLA PROPRIETA' IN OGGETTO CON ALTRE RECENTEMENTE COMPRAVENDUTE SUL MERCATO DI RIFERIMENTO
- DETERMINAZIONE DEL VALORE

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Si consideri l'ipotesi della valutazione di un Immobile ubicato al quarto piano di uno stabile dotato di ascensore con affaccio sul giardino interno.

L'immobile è ubicato in una zona servita sia dai mezzi di trasporto pubblico di superficie che dalle linee metropolitane (distanza 150 mt.).

Nell'edificio, risalente alla fine del 2000, con finiture medie, non sono necessarie opere di manutenzione straordinaria.

Il cespite può essere considerato in buono stato di conservazione e non necessita di ristrutturazioni (impianti a norma e finiture di medio livello)

La consistenza complessiva dell'Immobile è di circa 100 mq, oltre a un box con due posti auto

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Dal punto di vista delle condizioni di mercato:

- il mercato immobiliare è stabile con un numero di transazioni in crescita;
- Il mercato dei mutui non è in tensione:
- Compratore e venditore non sono in una situazione di necessità di acquisto/vendita immediata.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Al fine dell'applicazione del metodo comparativo il valutatore deve identificare , in un lasso di tempo a ridosso dell'attuale compravendita, un numero di transazioni (almeno superiore a 3/5) di immobili confrontabili con quello oggetto di stima.

Il perito individua 3 beni di cui si riportano di seguito le principali caratteristiche.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Bene 1

Compravenduto una settimana prima della stima attuale a 250.000 Euro

Bene 2

Compravenduto un mese prima della stima attuale a 170.000 Euro

Bene 3

Compravenduto tre mesi prima della stima attuale a 135.000 Euro

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Bene 1

Appartamento di 100 mq. , oltre a box con due posti auto, sito al quinto ed ultimo piano di un condominio ormai obsoleto. Affaccio su corte interna. Impianti vecchi (oltre 20 anni). Finiture di pregio. Manutenzione straordinaria necessaria per lo stabile. Distanza da mezzi pubblici 500 mt.

Le condizioni esterne di mercato a cui è avvenuta la compravendita sono identiche a quelle attuali.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Bene 2

Appartamento di 75 mq. , oltre a box per un'auto, sito al quarto piano di uno stabile di fronte a quello oggetto di stima, in un condominio con caratteristiche simili ma che necessita di manutenzione. Impianti risalgono a circa 15 anni fa. Finiture di medio livello. Distanza da mezzi pubblici 150 mt.

Le condizioni esterne di mercato a cui è avvenuta la compravendita erano caratterizzate da un tasso di interesse più alto e il venditore aveva fretta di vendere.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Bene 3

Appartamento di 60 mq. sito all'ultimo piano di fronte al principale parco della città, con affaccio sullo stesso. Lo stabile è piacevole ed ha uno buono stato di manutenzione e non necessita di intervento alcuno. Gli impianti interni all'appartamento sono da rifare e le finiture sono di basso livello. Distanza da mezzi pubblici 750 mt. E' compreso un box per una sola auto.

Le condizioni esterne di mercato a cui è avvenuta la compravendita erano caratterizzate da un tasso di interesse più basso e il venditore concedeva all'acquirente una dilazione di pagamento.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Al fine dell'applicazione del metodo comparativo il valutatore deve formulare delle ipotesi ed attribuire diversi pesi alle variabili di confronto al fine di stimare il valore della proprietà.

Non esistono dati certi e precisi sul “peso” da attribuire alle variabili. Tali pesi dipendono dall'esperienza e dalla scienza del perito.

Le stime possono essere espresse in moneta o in termini percentuali.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Fattori comparativi	Bene da valutare	Bene 1	Bene 2	Bene 3
Prezzo	????	250.000	170.000	135.000
Lontananza vendita	-	1 settimana	1 mese	3 mesi
Superficie		100	75	60
	100			
Facciate/tetto/etc	ok	Da rifare	Da rifare in parte	ok
Finiture interne	medie	Di pregio	medio	basso
Impianti	10 anni	Oltre 20 anni	15 anni	Da rifare
Box	2 auto	2 auto	1 auto	1 auto
Vista	Giardino interno	Corte interna	Esterno	Ottima
Stile edificio	2000	obsoleto	simile	normale
Distanza mezzi pubblici	150	500	150	750
Condizioni mercato	-	identiche	negative	buone

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Fattori comparativi	Bene da valutare	Bene 1	Bene 2	Bene 3
Prezzo	????	250.000	170.000	135.000
Box	20.000	20.000	17.000	17.000
Prezzo no box	????	230.000	153.000	118.000
Facciate/tetto/etc	-	+5.000	+2.500	-
Finiture interne	-	-7.500	-	+7.500
Impianti	-	+10.000	+5.000	+25.000
Vista	-	-	+1.500	-3.000
Stile edificio	-	+10.000	-	-
Distanza mezzi pubblici	-	+2.000	-	+4.000
Condizioni mercato	-	-	+20.000	-3.000
Totale senza box	????	249.500	182.000	148.500
Superficie	100	100	75	60
Valore al mq.		2.495	2.427	2.475
Totale senza box	245.000	-	-	-
Totale con box doppio	265.000			

Le metodologie di valutazione

Ma cosa avviene nella realtà?

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Nella realtà si utilizzano le banche dati nel rispetto del principio della ordinarietà.

**ATTENZIONE ALL'UTILIZZO DELLE BANCHE
DATI**

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

In linea di massima, le tecniche di analisi possono essere divise in due gruppi: il prezzo di transazioni confrontabili è relazionato

- a **parametri fisici**
- o a **parametri economici.**

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Esempi di parametri fisici comuni sono:

- la superficie calpestabile,
- il volume,
- il numero di stanze,
- l'ubicazione,
- il piano,
- gli accessori (ascensore, terrazze, etc.)
-

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Esempi di parametri economici comuni sono:

- Il tasso di rendimento,
- Il tasso di sconto,
- Le spese condominiali,
- I costi di manutenzione,
-

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

Il metodo comparativo può essere:

- Monoparametrico: la stima di prezzo dipende sostanzialmente da un aspetto. Si utilizza tale aspetto/parametro per definire il prezzo (es. Superficie)
- Pluriparametrico: la stima di prezzo dipende sostanzialmente da una pluralità di aspetti. Si utilizzano tali aspetti/parametri per definire il prezzo (es. Superficie, Destinazione, Piano, etc)

Le metodologie di valutazione

Metodo Monoparametrico Monoequazionale non statistico

$$MV = f(x)$$

ovvero

$$MV = X_i * (\text{sommatoria } P_n / \text{sommatoria } X_n)$$

Dove

MV = valore mercato

X= modalità variabile/parametro di riferimento

P= prezzo

Le metodologie di valutazione

Metodo Monoparametrico Monoequazionale non statistico

Quando si usa l'area come unità di confronto, si calcola innanzitutto il rapporto tra la sommatoria dei prezzi inerenti a transazioni recenti di beni confrontabili (pc) e la sommatoria delle superfici calpestabili dei medesimi beni (ac). La moltiplicazione dell'area del bene di riferimento (as) per questo rapporto porta a stimare il Valore corrente o di mercato (MV)

$$MV = as * (pc / ac)$$

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

La stessa procedura è applicata quando si usano altri parametri fisici come unità di confronto. Perciò, quando si usa questo metodo il Valore è calcolato di solito sostituendo nella precedente formula le modalità degli altri parametri fisici.

Le metodologie di valutazione

Metodo Comparativo o di Mercato

E' importante che l'unità di confronto sia la stessa per tutte le proprietà e che la proprietà in oggetto (per esempio, se la superficie lorda di pavimento è l'unità di confronto) deve essere misurata nello stesso modo per ogni proprietà.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Forte

Le caratteristiche di un Immobile possono essere articolate in:

- .Caratteristiche posizionali estrinseche (qualificazione infrastrutturale e ambientale)
- .Caratteristiche posizionali intrinseche (panorama, orientamento, piano)
- .Caratteristiche intrinseche o tecnologiche (qualità edilizia, tipologia, stato conservativo)
- .Caratteristiche produttive (stato occupazione, redditività)

Le metodologie di valutazione

Metodo del Forte

Forte propone un'incidenza massima e minima per ogni caratteristica:

		Massimo	Minimo
Pos estrinseche	Kpe	35%	5%
Pos intriseche	Kpi	25%	5%
C. intrisenche	Ki	30%	10%
C. produttive	Ke	10%	5%
		100%	25%

Le metodologie di valutazione

Metodo del Forte

La stima si fonda su tre passaggi:

- Reperimento di un bene oggetto di stima con caratteristiche che ne determinano un punteggio di 100
- Analisi delle caratteristiche del bene oggetto di stima e attribuzione di un punteggio
- Definizione del valore

$MV = V_{max}$ moltiplicato per sommatoria K_i

Le metodologie di valutazione

Metodo del Forte (variante)

Definizione del valore

$MV = V \text{ medio moltiplicato per } K$

Dove $K =$ coefficiente che sintetizza il contributo delle caratteristiche dell'immobile oggetto di stima ovvero è il prodotto dei coefficienti attribuiti ai singoli gruppi ove i singoli K sono pari a 1 se nella media, inferiori a 1 se sotto la media e superiori a 1 se sopra la media

$K = K_{pe} * K_{pi} * K_i * K_e$

Le metodologie di valutazione

Metodo reddituale o dei flussi di cassa

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito

Il Metodo Reddituale (*Income Approach*) è una forma di analisi dell'investimento. Si basa sulla capacità del bene di generare benefici (di solito monetari) e la conversione di tali benefici in Valore Attuale. I benefici possono essere semplicemente considerati come redditi operativi, rendimenti che per le attività produttive sono comunemente indicati con l'acronimo EBITDA, risultato prima degli interessi, imposte, deprezzamenti e ammortamenti (*earnings before interest, tax, depreciation and amortisation*).

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito

Gli specifici dati analizzati nell'*Income Approach* comprendono il modello dei flussi di cassa e un valore residuo alla fine del periodo considerato.

Generalmente, quando si applica l'*Income Approach* è richiesta la definizione di:

- un modello di calcolo;
- il reddito annuale netto atteso (*flusso di cassa*);
- un orizzonte temporale (un determinato periodo di calcolo);
- un tasso di rendimento (tasso di sconto); e
- un valore residuo.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito

Il Metodo Reddituale prende in considerazione due diversi approcci metodologici:

- **Capitalizzazione diretta**
- **Metodo dei Flussi di Cassa attualizzati - DCF (Discounted Cash Flow)**

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito

Capitalizzazione diretta

Si basa sulla capitalizzazione, ad un tasso dedotto dal mercato, dei Redditi netti futuri generati dalla Proprietà.

$$\text{Valore} = \text{Reddito netto} / \text{tasso di attualizzazione}$$

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: Capitalizzazione diretta

Le tecniche di capitalizzazione diretta sono usate per convertire l'aspettativa di reddito in un indice di valore applicando un tasso di rendimento appropriato al reddito stimato (più spesso il reddito operativo netto o il canone di locazione/affittanza).

Il reddito che è capitalizzato è il reddito atteso per un anno .

Dal momento che le tecniche di capitalizzazione diretta comportano la capitalizzazione perpetua del reddito di un anno del bene considerato, queste tecniche non riflettono nessun incremento potenziale futuro a meno che si introduca una appropriata variazione.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: Capitalizzazione diretta

Se si deve determinare il Valore di Mercato, qualunque incremento del potenziale canone di locazione/affittanza dovrà essere riflesso dal tasso di rendimento adottato.

Ciò può essere evidenziato semplicemente nel seguente modo:

Tasso di rendimento iniziale (rendimento) = tasso privo di rischio + tasso di inflazione atteso + premio per il rischio – tasso di incremento atteso del reddito.

Questo implica che può essere accettato un rendimento inferiore, nel caso in cui il cambiamento del valore atteso sia elevato, e a condizione che sia accettabile un tasso di rendimento fisso.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito

Metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

I metodi di sconto sono basati sui calcoli del Valore Attuale di un reddito annuale atteso o di un flusso di cassa inerente ad un determinato periodo. Diversamente dai metodi di capitalizzazione diretta, il valore residuo è normalmente calcolato e scontato alla fine del periodo. Di conseguenza, in un determinato orizzonte temporale, devono essere determinati il flusso di cassa previsto e il valore residuo. Per calcolare il Valore Attuale il reddito stimato o il flusso di cassa atteso devono essere scontati nella applicazione di un tasso di sconto predeterminato.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito

Metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Si basa :

- sulla determinazione per un periodo n di anni dei redditi netti futuri derivati dalla Locazione della Proprietà;
- sulla determinazione del Valore di Mercato mediante la capitalizzazione diretta alla fine degli n anni, del reddito netto;
- sulla attualizzazione alla data della Valutazione dei redditi netti (flussi di cassa, redditi netti al valore di mercato).

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Il valore può essere calcolato come segue:

Valore Attuale del reddito netto nel periodo di calcolo considerato +

Valore Attuale del valore residuo alla fine del medesimo periodo.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

In teoria, la durata del periodo di calcolo può variare da un anno all'infinito. In pratica, i modelli dei flussi di cassa scontati cercano di solito di riflettere il periodo tipico di possesso o la vita utile che resta al bene. Comunque, i calcoli normalmente variano tra i cinque e i dieci anni perché è più difficile fare previsioni accurate sul flusso di cassa atteso quando aumenta il periodo.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

I calcoli, esclusi i casi in cui il reddito è considerato perpetuo, richiedono molto spesso la determinazione del valore residuo del bene alla fine del periodo. La determinazione del valore residuo può avere un forte impatto sulla stima del valore finale, specialmente quando la durata del periodo di calcolo supera i dieci anni.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Esistono diversi modi per stimare il valore residuo alla fine di un periodo di calcolo, ad esempio:

- capitalizzazione netta e calcolo del Valore Attuale del reddito operativo netto per il primo anno successivo al periodo di calcolo;
- stima del valore futuro del bene sulla base del suo Valore Attuale, assumendo un incremento o decremento annuale (reale o nominale) del valore e, se appropriato, uno sconto per obsolescenza sul periodo di calcolo.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Quando si stima un Valore di Mercato con una DCFA, il flusso di cassa annuale (reddito operativo netto) previsto deve riflettere la situazione del mercato al fine di evidenziare se il bene è locato/affittato ad un canone eccessivo o insufficiente. In altre parole, i parametri come i canoni, i tassi di rendimento, i costi e i tassi di non occupazione, quando è opportuno e possibile, devono essere adattati nella considerazione dei livelli del mercato concorrenziale.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Il tasso di sconto usato per il calcolo del Valore Attuale deve riflettere i tassi di rendimento, generalmente accettati per beni inseriti in mercati simili a quello di appartenenza del bene di riferimento. È lo stesso tasso nominale che viene applicato nella valutazione mediante capitalizzazione netta di mercato, al fine di stabilire il rendimento iniziale. Di conseguenza, è integrato mediante la considerazione, da un lato, del premio di rischio inerente allo specifico bene considerato e, dall'altro lato, del rendimento di un investimento privo di rischi.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Uno dei vantaggi dell'approccio DCFA è che riflette la variabilità dei dati e, in particolare, la crescita del valore residuo (ad esempio, il valore di mercato alla fine del periodo preso in considerazione). Il valore locativo deve riflettere qualsiasi incremento nel reddito operativo netto nel periodo preso in considerazione dalla DCFA.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Il Reddito operativo netto (NOI) è dato dalla differenza tra il reddito lordo immobiliare effettivo e i costi operativi effettivi.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Il reddito lordo immobiliare effettivo è il ricavo potenziale di un bene al netto dei mancato incasso dei canoni di locazione.

Si stima normalmente in base al canone di locazione annuo incassato dall'inquilino.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

I costi operativi sono tutti i costi sostenuti (dalla proprietà) per la gestione ordinaria e straordinaria del bene, siano essi tecnici, fiscali, economici, etc.

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

I costi operativi sono:

- ICI e altre imposte sul reddito,
- Assicurazione immobile,
- Spese per manutenzione ordinaria e straordinaria
- Tasse smaltimento rifiuti
- Costi amministrativi
- Spese per la gestione (pulizia, custodia, condominio, etc.)

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Il tasso di capitalizzazione è composta da due elementi:

- Il tasso di sconto o rendimento,
- Il tasso di recupero del prezzo iniziale dell'investimento

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

Il tasso di sconto è composto da:

- Tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (titoli di stato a medio lungo termine)
- Tasso di premio per il rischio
- Tasso di premio della minor liquidità dell'investimento immobiliare
- Tasso dei costi di gestione delle attività immobiliari

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito

Attività:

- RICERCHE DI MERCATO E RACCOLTA INFORMAZIONI
- ANALISI DEI CONTRATTI DI LOCAZIONE
- RISCHIO SFITTO ED INESIGIBILITA'
- SPESE A CARICO DELLA PROPRIETA'
- COSTI DI ADEGUAMENTO
- TASSO DI ATTUALIZZAZIONE
- DETERMINAZIONE DEL VALORE

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

APPLICAZIONE DEL METODO DEI FLUSSI DI CASSA PER L'IMMOBILE OGGETTO DI STIMA

BRENNERO

Assumption di base alla data di valutazione

Data di riferimento della valutazione	30/06/10	
Canone di locazione annuo	€ 80.957,63	
Scadenza della locazione	21/03/14	
Scadenza per eventuale rinnovo	21/03/23	
Primo anno flusso di cassa	2011	
Durata residua della locazione	3,73	
Durata residua comprensiva di rinnovo	12,73	
Periodo per ripristino in anni (capex)	2	
Superficie commerciale locata	2.446	
Oneri manutenzione straordinaria annui	€ 24.460,00	
Assicurazione immobile	€ 2.446,00	
ICI (regione a statuto speciale)	€ 8.000,00	
Percentuale imposta di registro	1,00%	
Costo al mq. Per ripristino	€ 250,00	
Tasso di sconto (locazione)	0,0420 di cui base AT	0,0350
Tasso di sconto (post locazione)	0,0420 di cui base AT	0,0350
Tasso capitalizzazione del reddito	0,0420 di cui base AT	0,0350
Canone futuro atteso	€ 80.957,63	

Le metodologie di valutazione

Metodo del Reddito: metodo dei Flussi di Cassa attualizzati

	2011	2012	2013	2023	2024	2025
	1	2	3	13	14	15
Inflazione	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
ISTAT per periodo		1,025	1,025	1,025	1,025	1,025
ISTAT incrementale		1,025	1,051	1,345	1,379	1,413
ISTAT parametrizzato canone locazione		1,01875	1,01875	1,01875	1,01875	1,01875
Canone	€ 40.478,82	€ 82.475,59	€ 84.022,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Valore Finale						€ 2.723.595,52
Totale flussi di cassa attivi	€ 40.478,82	€ 82.475,59	€ 84.022,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 2.723.595,52
Manutenzioni straordinarie	-€ 12.230,00	-€ 25.071,50	-€ 25.698,29			
Assicurazione	-€ 1.223,00	-€ 2.507,15	-€ 2.569,83	-€ 3.289,60	-€ 3.371,84	
ICI	-€ 4.000,00	-€ 8.000,00	-€ 8.000,00	-€ 8.000,00	-€ 8.000,00	
Imposta registro	-€ 202,39	-€ 412,38	-€ 420,11			
Capex					-€ 611.500,00	
Totale flussi di cassa negativi	-€ 17.655,39	-€ 35.991,03	-€ 36.688,23	-€ 11.289,60	-€ 622.871,84	0
Flussi di cassa netti	€ 22.823,42	€ 46.484,56	€ 47.333,78	-€ 11.289,60	-€ 622.871,84	€ 2.723.595,52
Tasso di sconto	0,0210	0,0420	0,0420	0,0420	0,0420	0,0420
1+ Tasso di sconto	1,0210	1,0420	1,0420	1,0420	1,0420	1,0420
Tasso di attualizzazione complessa	1,0210	1,0639	1,1086	1,6728	1,7430	1,8162
Discount cash flow	€ 22.823,42	€ 43.693,34	€ 42.698,24	-€ 6.749,01	-€ 357.349,03	€ 1.499.577,11
Valore Corrente	€ 1.587.296,87					

Rita Pulella, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Le metodologie di valutazione

IL METODO DEL COSTO

Rita Pulella, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Le metodologie di valutazione

Il metodo del costo – cost approach

Il metodo del costo è maggiormente conosciuto come metodo del costo di riproduzione deprezzato (depreciated replacement cost): il valore di mercato del bene è ottenuto dalla sommatoria tra il costo lordo di riproduzione (gross replacement cost), deprezzato per obsolescenza ed altre cause, e il valore di mercato del terreno.

Valore = costo di riproduzione – deprezzamento + valore del terreno ed ogni aggiustamento necessario per considerare le inadeguatezze, i vantaggi, ecc.

Questo metodo è molto vicino al modo in cui sono analizzate le transazioni nel mercato reale. Esso è comunemente usato per stimare il valore di mercato di beni particolari e altri beni raramente venduti o immessi sul

Le metodologie di valutazione

Fase 1: stima del costo di riproduzione lordo:

La stima del costo di riproduzione lordo di un bene può essere effettuata in diversi modi:

se la proprietà è di recente costruzione, i recenti costi di costruzione possono essere utilizzati come punto di partenza apportando gli aggiustamenti diretti renderli coerenti con la realtà osservata ;

se esiste nelle vicinanze una proprietà molto simile di recente costruzione, i costi di questa proprietà confrontabile possono essere presi come punto di partenza, purchè il valutatore sia convinto che non ci siano circostanze speciali che possano generare dubbi sul loro impiego;

in assenza delle predette condizioni, il valutatore dovrà impiegare appropriate tecniche di stima, da lui conosciute o richiedere l'assistenza di esperti di settore;

il metodo più facile e più comunemente usato di stima del costo di costruzione è il metodo comparativo. Questo metodo è basato sul costo per unità di superficie o volume. I costi di costruzione varieranno considerevolmente a seconda della consistenza dell'edificio;

molti paesi pubblicano informazioni sui costi di costruzione stimati per altri edifici, che potranno essere utilizzati come punto di partenza per determinare il costo di riproduzione lordo.

Le metodologie di valutazione

Il costo di costruzione e di lavori accessori deve essere riferito al momento della valutazione. Non può comprendere i costi futuri di riqualificazione. Se il bene da valutare è antiquato e obsoleto e non verrebbe pertanto costruito in tal modo ai giorni nostri, potrà essere necessario stimare il costo di riproduzione di un equivalente edificio moderno. Questa tecnica è conosciuta come teoria di sostituzione dell'edificio (*the substituted building theory*).

Le metodologie di valutazione

Fase 2: deprezzamento

Dopo aver valutato il costo di riproduzione lordo, il valutatore deve considerare gli aspetti qualitativi delle installazioni e l'effettivo ciclo di vita utile del bene, considerando tutti gli aspetti inerenti alla sua obsolescenza economica, ambientale, funzionale e strategica.

Le detrazioni da applicare al costo di riproduzione lordo riguarderanno i seguenti elementi, e qualsiasi altro elemento, rilevanti per assicurare il mantenimento del ciclo di vita utile del bene:

- obsolescenza fisica;
- obsolescenza funzionale;
- obsolescenza strategica;
- obsolescenza economica e ambientale;

nel caso di applicazione della teoria di sostituzione dell'edificio, oltre a tutti gli aspetti sopraindicati, è opportuno considerare anche i costi complementari di manutenzione, ad integrazione degli ammortamenti applicati all'edificio moderno sostituto.

Non esiste comunque un criterio di determinazione del tasso di deprezzamento generalmente accettato: il metodo maggiormente utilizzato è costituito da modelli matematici che considerano il deprezzamento maggiore nei primi anni del ciclo di vita di un bene, chiamato dai contabili metodo d'ammortamento a saldi decrescenti (*the reducing-balance method of depreciation*).

Le metodologie di valutazione

“ In relazione alla vetustà si applica un coefficiente di degrado per ogni anno decorrente dal sesto anno successivo a quello di costruzione dell'immobile e stabilito nel modo seguente:

- a) 1 per cento per i successivi quindici anni;*
- b) 0,50 per cento per gli ulteriori trenta anni.”*

Disciplina delle locazioni di immobili urbani. (Equo canone) Legge n. 392 del 27 luglio 1978 – art 20

Considerato che la costruzione dell'immobile risale, agli anni '60, risulta applicabile un coefficiente di vetustà a riduzione del valore.

In considerazione di quanto sopra, l'indice di vetustà è così determinato:

$2014 - 1967 = 47$ anni

$47 - 5 = 42$ anni = 15% indice di vetustà parziale

$42 - 15 = 27$ anni = 13,5% indice di vetustà parziale

$15 + 13,5 = 28,5$ indice di vetustà

Le metodologie di valutazione

Il valore di costruzione risulta così determinato:

immobile: mq. 1696 x 1000,00 €/mq = € 1.696.000,00

accessori indiretti: mq. 1277 x 600,00 €/mq = €
766.200,00

totale costo ricostruzione a nuovo = € 2.462.200,00

indice di vetustà 28,5% = € 701.727,00

totale = € 1.760.473,00

Le metodologie di valutazione

Fase 3: il terreno

Se il terreno è troppo grande per lo sviluppo attuale, il terreno in esubero può essere sia ignorato sia, se può essere oggetto di un progetto di sviluppo autonomo, valutato separatamente. Inoltre, se il terreno è stato edificato in modo non efficiente così che uno sviluppo in sostituzione richiederebbe molto meno terreno, potrebbe essere considerata solo la porzione del terreno necessaria.

Esistono due diversi metodi per stimare il valore del terreno:

- confronto delle transazioni (*sales comparison*); o
- valutazioni d'investimento (*investment calculations*).

Le metodologie di valutazione

Il sales comparison è usato quando si valutano terreni liberi o terreni considerati tali e dove sono disponibili informazioni su transazioni comparabili.

L'investment calculations si può sviluppare secondo due approcci:

- 1) il metodo del reddito residuo del terreno (land residual method);
- 2) il metodo di capitalizzazione della rendita fondiaria (ground rent capitalisation).

Il metodo del reddito residuo del terreno è applicabile quando il valore dell'edificio e il reddito operativo netto sono conosciuti o possono essere calcolati e possono essere eseguite sia la capitalizzazione del terreno sia quella dell'edificio.

Se il bene da valutare è oggetto di un contratto di locazione, per stimare il valore del terreno è usato il metodo di capitalizzazione della rendita fondiaria.

Le metodologie di valutazione

Fase 4: aggregazione ed esame complessivo

Una fase importante della valutazione riguarda l'aggregazione dei valori parziali sopraindicati; il risultato è esaminato per vedere se rappresenta una stima realistica del valore, piuttosto che un insieme di risultati di diversi calcoli matematici.

Le metodologie di valutazione

Metodo della trasformazione

Rita Pulella, Mestre, 26 settembre 2014, Villa Cecchini

Le metodologie di valutazione

Questa tipologia di valutazione è utilizzata per aree soggette a un progetto di valorizzazione immobiliare che prevede la costruzione di unità immobiliari.

Il valore di mercato del bene è stato determinato attraverso il “metodo di trasformazione” sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa generati dall'operazione immobiliare (RICAVI DI VENDITA - COSTI DELL'INVESTIMENTO DIRETTI ED INDIRETTI) spalmati sull'orizzonte temporale definito dal progetto di massima e dai tempi amministrativi e tecnici di realizzazione e commercializzazione.

I tempi di sviluppo dell'iniziativa sono stati considerati secondo il programma previsto dalla convenzione.

Le metodologie di valutazione

RICAVI:

Viene utilizzata la superficie lorda per il prezzo di mercato unitario (Euro/mq) tramite opportuni coefficienti di ponderazione delle diverse destinazioni d'uso. (soffitta, giardino, terrazza, etc)

Il piano vendite delle diverse unità immobiliari è stato previsto secondo le analisi della capacità di assorbimento del mercato immobiliare della zona.

I prezzi medi di vendita che sono stati applicati alle diverse unità immobiliari sono ottenuti dall'osservazione dei prezzi praticati dalla concorrenza e dell'analisi di mercato nell'ambito territoriale definito nel bacino di mercato potenziale in cui si colloca l'iniziativa, presupponendo che il venditore sia una figura di accreditata esperienza tecnica e commerciale.

Le Banche date utilizzati sono;

- OMI
- Scenari Immobiliari
- Nomisma
- Almeno 3 comparables effettivi del mercato locale
- Dati di agenzie del mercato locale

Le metodologie di valutazione

COSTI:

Per ciò che concerne i costi di costruzione si riassumono di seguito i principali valori suddivisi per le diverse tipologie e destinazioni d'uso delle varie tipologie edilizie

Destinazione	Costo costruzione
Residenziale	975/1300 €/mq
Commerciale	300/1200 €/mq
Parcheggi	150/500 €/mq

I dati sono i valori medi secondo usi e consuetudini come risultanti anche dai prezzari delle CCIAA locali.

Le metodologie di valutazione

Per quanto riguarda tutti gli altri costi ed oneri accessori al progetto si possono riassumere come segue:

Costi Indiretti (progettazione e direzione lavori): stimati nell'8% del costo di costruzione.

Costi di urbanizzazione primaria e secondaria: I costi per la realizzazione delle opere di urbanizzazione sono stimati per singola concessione (definiti da atto)

Imprevisti pari al 3% dei costi diretti

Costi di commercializzazione e di marketing stimati nel 2% delle vendite

Profitto del promotore immobiliare stimato in un valore variabile – a seconda della tipologia di iniziativa e del rischio della stessa - dal 25% al 33% dell'operazione e che riguardano in pratica le operazioni di reperimento dell'area, definizione dell'idea di business, gestione dell'iter urbanistico e amministrativo sino al rilascio delle Concessioni, definizione e gestione del progetto tecnico e di tutte le professionalità coinvolte, ricerca dei finanziamenti, project management e infine marketing e commercializzazione.

Le metodologie di valutazione

Definiti i flussi in entrata ed uscita da ultimo, viene determinato il tasso di attualizzazione dell'iniziativa di sviluppo.

Per il calcolo del tasso di attualizzazione sono stati considerati i tassi “risk free”:

I dati sono stati raccolti dal sito di Euribor.it, Forepros.it e di Bloomberg e sono state eliminate tutti gli scostamenti dell'ultimo periodo dell'anno, connessi ad aspetti congiunturali del mercato italiano e comunitario, che tendono ad assestarsi nel medio periodo.

E' importante sottolineare che, dato l'attuale momento politico ed economico che sta attraversando il nostro paese che ha inficiato “sporcando” per proiezioni di medio- lungo periodo l'andamento di titoli di stato, il valutatore ha ritenuto corretto normalizzare i dati pervenuti dalle ultime aste, allineandoli con il classico andamento del mercato dei titoli di stato.

Le metodologie di valutazione

Per il calcolo dei flussi di cassa a moneta costante generati nei vari anni è stato individuato un tasso di sconto tenendo conto degli attuali andamenti del mercato, delle prospettive inflazionistiche del mercato immobiliare e del rischio intrinseco dell'operazione in oggetto. Tale tasso si è desunto, partendo da un tasso “ipotetico atteso” free risk capitale proprio e free risk capitale di terzi come in precedenza descritto incrementato per il rischio specifico connesso alla liquidità, al settore, agli aspetti urbanistici e all'iniziativa e alla sua domanda e tempistiche di mercato.

La struttura finanziaria ipotizzata è costituita dal 50% di mezzi propri e dal 50% dei mezzi a prestito.

I rendimenti riscontrati risultano analoghi a quelli di operazioni immobiliari similari verificatesi sul mercato e consentono tassi di ritorno calcolati a moneta costante.

Nella determinazione del tasso di sconto si è tenuto conto dello stato di avanzamento dell'iniziativa.

Le metodologie di valutazione

I TASSI

Le metodologie di valutazione

Tassi di attualizzazione e di capitalizzazione nel metodo del Discount Cash Flow

La determinazione del valore mediante l'applicazione di metodi basati sui flussi di cassa consente di convertire la previsione del flusso atteso in un'indicazione di valore mediante la sua attualizzazione alla data della valutazione. E' poi indispensabile, al fine di determinare il valore finale, convertire la previsione di un reddito medio futuro atteso annuale in un'indicazione di valore, dividendo lo stesso per un opportuno tasso di capitalizzazione (cap rate).

Tasso di attualizzazione e tasso di capitalizzazione sono, quindi, due variabili chiave nella definizione del valore. Gli stessi sono desunti, in linea di massima, dalle condizioni medie del contesto economico e finanziario del mercato dei capitali (tassi praticati per operazioni immobiliari simili).

Le metodologie di valutazione

TASSO DI CAPITALIZZAZIONE O CAP RATE

Il tasso di capitalizzazione o cap rate può essere determinato in due modalità:

- con stima diretta per comparazione ovvero mediante la rilevazione ed il confronto di un campione di compravendite di immobili di prezzo unitario noto e di un campione di affitti di immobili di canone unitario noto. La maggior criticità per l'applicazione di tale metodo è legata alla natura privata del mercato e alla sua bassa efficienza che rendono difficoltosa la raccolta delle informazioni sui prezzi realizzati nelle transazioni degli immobili e sui redditi relativi. Infatti la scelta di transazioni inadeguate in termini di omogeneità, compravendite comparabili lontane nel tempo e quindi in condizioni di mercato che potrebbero essere mutate possono portare a una valutazione errata nel cap rate. Per tale motivo normalmente tale calcolo viene confrontato con quello ottenuto applicato con una stima indiretta.
- con stima indiretta mediante procedimento analitico, mediante una indagine condotta dalla società di valutazione con riferimento allo specifico segmento di mercato, e tiene conto delle principali componenti di rischio che caratterizzano l'immobile stesso: situazione locativa (inquilini e contratti, appetibilità dell'immobile, rischio sfritto), fattori estrinseci (localizzazione, trend di mercato) e fattori intrinseci (taglio dimensionale, frazionabilità, qualità e stato di manutenzione, fungibilità).

Le metodologie di valutazione

La dottrina estimale per stima indiretta del saggio di capitalizzazione è articolata secondo diversi procedimenti che possono distinguersi in:

- approcci additivi:
 - del saggio medio mediante l'adozione di un saggio medio e una sua correzione mediante variazioni in aumento (in grado di innalzare il valore del saggio e quindi diminuire il valore dell'immobile; ad esempio per vetustà, ubicazione periferica, bene malsano, etc) e diminuzione (in grado di ridurre il valore del saggio e quindi aumentare il valore dell'immobile; ad esempio per centralità, presenza infrastrutture, contesto, etc). Tale metodologia è stata studiata ed approfondita dal Prof. Carlo Forte, oltre che Orefice e De Rossi;
 - del saggio minimo (build up approach) mediante l'esplicitazione, una volta definita una base di partenza ovvero un tasso free risk, di un premio per il rischio di tipo generale e specifico, ovvero qualitativamente connesse sia a fattori macroeconomici e di settore, sia a fattori di rischio specifici legati alle caratteristiche dell'immobile. Si parte quindi da un saggio privo di rischio a cui viene sommato un premio per illiquidità oltre che un premio di gestione e un premio per le specificità dell'immobili. Da ultimo viene preso in considerazione un premio per la rivalutazione/svalutazione;

Le metodologie di valutazione

- approcci finanziari:
 - WACC o costo medio ponderato del capitale mediante la definizione del costo medio ponderato del capitale inteso come combinazione di mezzi propri e finanziamento esterno, considerando anche il beneficio fiscale sul debito, come meglio specificato nella definizione dei tassi per l'applicazione del metodo della trasformazione;
 - CAPM (Capital Asset Pricing Model) mediante lo studio del mercato azionario laddove stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità misurata tramite un unico fattore di rischio beta. APT (Arbitrage Pricing Theory) mediante il quale il rendimento è espresso come funzione lineare di una serie di fattori più una componente specifica di rischio. Queste due ultime metodologie sono utilizzate di rado per il calcolo del saggio di capitalizzazione.

Le metodologie di valutazione

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

- Il tasso di attualizzazione o di sconto è determinato in funzione dell'inflazione, della tipologia, del rischio di remunerazione dell'operazione d'investimento immobiliare e del rischio imprenditoriale connesso alla immobilizzazione di capitale. Esso inoltre tiene in considerazione le caratteristiche tipologiche dello specifico immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo, sia dai rischi strettamente connessi al settore immobiliare quali il rischio per il mancato incasso dei canoni, per la rilocalizzazione dell'immobile alla scadenza del contratto di locazione, la tipologia dell'immobile e le condizioni del mercato immobiliare locale.
- Il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa, in generale, viene determinato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

Le metodologie di valutazione

- Per la determinazione del tasso di attualizzazione in campo immobiliare vi sono una pluralità di metodologie, riconducibili a due modelli:
- quello comparativo che ricerca il saggio sinteticamente in termini di redditività complessiva attesa ovvero basato sulla ricerca di immobili analoghi per i quali siano noti redditi operativi e valori. Tale metodologia, come già espresso in precedenza, definendo il cap rate, ha dei forti limiti connessi alla poca trasparenza del mercato immobiliare italiano;
- quelli volti a ricercare il saggio analiticamente basati su due tipi di approcci:
 - finanziario che pone a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati immobiliari. Tali metodi si basano, come già anticipato in precedenza definendo i cap rate, su WACC e Sul CAPM;
 - additivo che tiene conto separatamente delle diverse componenti del rischio dell'investimento. Tali metodi si basano, come già anticipato in precedenza definendo i cap rate, su metodi per aggiunte e detrazioni da un saggio medio ovvero per somma di componenti partendo da un saggio minimo

Le metodologie di valutazione

Il tasso di attualizzazione nel metodo della trasformazione

- Per ciò che concerne le operazioni di trasformazione, è necessario identificare, di volta in volta, non essendoci pubblicazioni ufficiali attendibili relative a rendimenti, ritorni su equity e debito del mercato immobiliare, operazioni similari e/o tramite indagini dirette presso investitori, finanziatori o operatori immobiliari qualificati.
- I risultati emersi da tali studi vanno confrontati con i dati attesi e registrati sul mercato e con le assunzioni espresse nel tasso di attualizzazione come di seguito calcolato.
- Il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa, in generale, viene determinato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

Le metodologie di valutazione

Per la determinazione del tasso di attualizzazione in campo immobiliare vi sono una pluralità di metodologie, riconducibili a due modelli:

- quello comparativo che ricerca il saggio sinteticamente in termini di redditività complessiva attesa ovvero basato sulla ricerca di immobili analoghi per i quali siano noti redditi operativi e valori. Tale metodologia, come già espresso in precedenza, definendo il cap rate, ha dei forti limiti connessi alla poca trasparenza del mercato immobiliare italiano;
- quelli volti a ricercare il saggio analiticamente basati su due tipi di approcci:
 - finanziario che pone a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati immobiliari. Tali metodi si basano, come già anticipato in precedenza definendo i cap rate, su WACC e sul CAPM;
 - additivo che tiene conto separatamente delle diverse componenti del rischio dell'investimento. Tali metodi si basano, come già anticipato in precedenza definendo i cap rate, su metodi per aggiunte e detrazioni da un saggio medio ovvero per somma di componenti partendo da un saggio minimo.

Le metodologie di valutazione

In linea generale, normalmente, in caso di trasformazione, il tasso di attualizzazione impiegato nel DCF è il WAAC ovvero Weighted Average Cost of Capital e rappresenta il costo medio ponderato del capitale e tiene conto delle tipologie di capitali impiegati per promuovere un investimento (capitale di rischio/equity e capitale di debito), del loro ammontare e dei rispettivi “costi”.

Esso assume due tipologie di capitale impiegato (capitale proprio e capitale di debito) e i rispettivi costi, in relazione alle caratteristiche dell'intervento. In particolare, il costo del capitale proprio viene determinato con il metodo build-up approach, ovvero considerando un tasso privo di rischio (risk free) e il premio per il rischio connesso all'investimento.

Nei casi generali, ove non sia conosciuta una diversa composizione dell'investimento, si assume una ipotesi “classica” di indebitamento pari a 50% di mezzi propri e 50% di mezzi di terzi, considerando il rischio specifico connesso all'operazione.

Le metodologie di valutazione

Operativamente le valutazioni impiegano la seguente formula semplificata del Wacc:

$$WACC = E/K * Re + D/K * Rd$$

dove:

E = ammontare di capitale di rischio;

D = ammontare di capitale a debito;

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

Re = tasso di rendimento atteso per capitale proprio (costo del capitale di rischio);

Rd = tasso di rendimento richiesto per capitale a debito (costo del capitale debito).

Il costo del capitale di debito è il tasso richiesto dalle banche per finanziare l'operazione immobiliare, considerando lo specifico rischio operativo e la struttura finanziaria.

Le metodologie di valutazione

Esso è normalmente stimato con riferimento all'Euribor o l'Euris a 3/6 mesi (tali tassi sono ricavati da sito www.euribor-ebf.eu) aumentato eventualmente di uno spread desunto da indagini presso gli istituti di credito per operazioni similari.

Il costo del capitale di rischio è il rendimento minimo al lordo delle imposte che il mercato richiede per investire nell'operazione immobiliare, considerando il rischio operativo, il costo del debito e la struttura finanziaria.

Le metodologie di valutazione

Esso è stimato come sommatoria del:

- saggio privo di rischio: rendimento di Btp o titoli simili (titoli di stato con rischio nullo) con scadenza simile al progetto (tali tassi sono ricavati nella Base Informativa Pubblica di Banca d'Italia www.bipbancaditalia.it) ;
- premio di rischio che considera l'illiquidità, rischio urbanistico e il rischio dell'iniziativa specifica. Più in particolare vengono presi in considerazione:
 - il rischio operativo che consiste nella volatilità dei flussi di cassa operativi e deriva principalmente dalla possibilità che il progetto non sia in grado di conseguire un flusso di cassa attivo. Tale rischio, conosciuto anche come rischio immobiliare, è connesso con il settore, la localizzazione, la tipologia, la qualità, la locazione, gli aspetti urbanistici, gli aspetti tecnico costruttivi, lo sviluppo, etc;
 - il rischio finanziario che consiste nel maggior rendimento richiesto sul capitale proprio per la presenza di debito bancario che, per la precedenza nel pagamento, incrementa il rischio complessivo di quest'ultimo. Si può determinare applicando un moltiplicatore basato sul modello della leva finanziaria che considera l'effetto della struttura finanziaria, il differenziale rispetto al costo del debito ed il beneficio fiscale.

GRAZIE A TUTTI PER LA PARTECIPAZIONE

antonio.campagnoli@ilpunto-re.eu

irene.leoni@ilpunto-re.eu

rita.pulella@ilpunto-re.eu