

# Introduzione

Quando a metà degli anni Novanta SDA Bocconi School of Management<sup>1</sup> avviò un progetto di ricerca sul tema della Valutazione Immobiliare che “conciliasse, rendendole omogenee, la tradizione dell’Estimo italiano, la prassi anglosassone internazionale e la dottrina valutativa di derivazione aziendalistica”, lo scenario del mercato immobiliare italiano, per quanto molto meno sviluppato, per numerosi aspetti era assimilabile a quello degli ultimi anni. In particolare, la crisi del mercato di inizio anni Novanta, proprio come la Global Financial Crisis del 2007-2008, aveva “portato ad una contrazione dei valori, dei prezzi e della redditività delle attività immobiliari” e costretto “gli operatori ad interrogarsi sulla correttezza delle valutazioni e delle scelte di investimento adottate”. Inoltre, “gli incagli e le sofferenze del sistema bancario, particolarmente esposto nei confronti del settore immobiliare” sollecitavano “una maggiore trasparenza e affidabilità delle valutazioni immobiliari”. Altresì era crescente l’“attenzione delle imprese industriali, commerciali e finanziarie nei riguardi della valutazione e della gestione del proprio patrimonio immobiliare sia in quanto componente strumentale allo svolgimento dell’attività di impresa sia come bene di investimento”, così come quella “della Pubblica Amministrazione, delle società statali, degli Enti Previdenziali, delle municipalizzate o delle numerose società private” che affidavano “alle dismissioni immobiliari le speranze di risolvere pesanti crisi finanziarie” o ancora era in atto un “progressivo processo di integrazione europea” per imporre “l’adozione di norme e comportamenti sempre più omogenei nei vari contesti nazionali”.

---

<sup>1</sup> Sotto la guida del Prof. Cesare Ferrero, con il contributo di ASPESI e la collaborazione di un nutrito numero di professionisti del settore.

Ovviamente, rispetto a tale contesto, l'adozione dell'euro e la conseguente maggior stabilità economica hanno spinto molti operatori internazionali a investire nel mercato immobiliare italiano portando con sé, oltre a capitali, nuovi *modus operandi* e una visione meno tecnica e più economica del Bene Immobiliare. Le tecniche di analisi degli investimenti immobiliari non si discostano da quelle utilizzate per altre *asset class*, ma diverse rimangono nel concreto le problematiche applicative a causa dei differenti livelli di efficienza del mercato e di disponibilità dei dati.

La valutazione immobiliare rappresenta da secoli un'attività di fondamentale importanza perché numerose sono le finalità per cui è importante conoscere il valore di un Immobile. L'insegnamento dell'estimo, inteso come la "disciplina che tratta dei criteri e dei procedimenti che si possono adottare per formulare giudizi di valore (espressi in moneta) relativamente a un qualsiasi bene economico, per soddisfare determinate esigenze pratiche"<sup>2</sup>, si ritrova nelle facoltà di agraria e di ingegneria a partire dalla seconda metà del XIX secolo e lo stesso termine "estimo" ha un'origine molto antica tanto che già nel XVI secolo si dibatteva sulla sua derivazione<sup>3</sup> che pare essere ben "più antica del neologismo «economia» di Senofonte"<sup>4</sup>. La medesima letteratura in materia di valutazione immobiliare e tecniche estimative è ampia e dettagliata e spesso basata su formule curiose e complesse che, a fronte di un teorico rigore matematico, nel concreto lasciano ampio spazio alla discrezionalità.

Allora perché proporre un altro libro sul tema della Valutazione Immobiliare, questa volta per di più neppure scritto da tecnici profondi conoscitori delle scienze costruttive e di misurazione dei Beni Immobiliari, bensì da accademici di finanza immobiliare e professionisti del settore?

Convieni a questo punto dichiarare fin da subito che il Libro non ha la pretesa di coprire l'intero e vasto tema della Valutazione Immobiliare, dal momento che non affronta tutti gli argomenti allo stesso riconducibili<sup>5</sup>, ma semplicemente intende fornire una semplice e chiara introduzione allo stesso, fornendo una corretta impostazione, una descrizione delle meto-

---

<sup>2</sup> Definizione tratta da Enciclopedia Treccani.

<sup>3</sup> Festasio (1569).

<sup>4</sup> Milanese (2011).

<sup>5</sup> Tra questi la valutazione di investimenti, l'effetto dell'utilizzo del Debito, gli investimenti indiretti, gli investimenti in portafogli, la valutazione di NPL, la valutazione dei diritti reali minori, la *mass appraisal* etc.

dologie e la loro applicazione a casi tipici. In particolare si focalizza su due aspetti:

1. sulla ricerca del Valore di Mercato, inteso come “l’ammontare stimato di moneta o mezzo equivalente al quale un Immobile dovrebbe essere ceduto o acquistato, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari ed entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata attività di commercializzazione in cui entrambi abbiano agito in modo informato, consapevole e senza costrizioni. Tale importo deve riflettere, con alcuni limiti, il massimo e migliore utilizzo del bene (*Highest and Best Use*), cioè quell’uso che sia fisicamente possibile, finanziariamente sostenibile, legalmente permesso ed economicamente conveniente per gli operatori ordinari”. In altre parole, non ci si “porrà nei panni di un Investitore” (come invece accade nella stima del Valore di Investimento) né si andrà a stimare il rendimento di un investimento e l’impatto delle modalità di finanziamento, bensì si cercherà quanto il bene vale in termini di denaro ottenibile dalla sua vendita in normali condizioni. Sebbene apparentemente questa definizione sia più a supporto di un “perito estimatore”, in realtà la stessa vuole rappresentare un valido strumento anche per l’Investitore che, nelle proprie decisioni di investimento, fundamentalmente deve comprendere se vendere o comprare un Immobile anche in relazione al valore a esso attribuito dal mercato;
2. sui Beni a destinazione Commerciale, che rappresentano la principale categoria di investimento, ancorché il Residenziale costituisca una parte molto importante del mercato immobiliare. I riferimenti saranno quindi prevalentemente destinati agli operatori professionali e non tanto rivolti all’individuo interessato alla valutazione di un Bene Residenziale.

In quest’ottica la volontà degli Autori è proprio quella di proporre una visione dell’Immobile, e a breve il Lettore comprenderà il significato dell’iniziale maiuscola, assimilabile a un’azienda, il cui valore dipende dal prodotto offerto al mercato, l’Uso dello Spazio, per la cui misurazione e quantificazione economica dei costi e benefici sono necessarie competenze tecniche ed economico-finanziarie.

Il Libro non ha l'obiettivo di entrare nel dibattito su metodologie, definizioni e classificazioni, ma di tutte queste propone delle semplificazioni finalizzate a facilitare il Lettore nel comprendere i principi e le tecniche per stimare il valore dei beni in una moderna prospettiva economica, che ritrova nel mercato il suo fondamento. L'utilizzo delle maiuscole non è pertanto orientato a conferire importanza ai singoli termini, che potrebbero anche non essere strettamente "rigorosi" da un punto di vista giuridico o economico bensì, un po' come accade nei contratti, rappresenta una modalità per semplificare la lettura e indicare in modo univoco un concetto che per praticità sarà spesso richiamato nel testo sempre con il medesimo significato (e che sarà possibile ritrovare nel Glossario a fine Libro). Non è certamente intenzione degli Autori proporre nuove definizioni!

A questo punto il Lettore si chiederà che cosa troverà di innovativo e che cosa invece non troverà nel Libro che sta sfogliando. Partendo dal presupposto che non vi sia nulla di nuovo da inventare nell'ambito della Valutazione Immobiliare<sup>6</sup> e che gli Autori non si pongono l'ambizione di introdurre innovazioni sul tema, lo stesso si differenzia rispetto all'ampia offerta già presente prevalentemente nel voler fornire una diversa prospettiva della Valutazione Immobiliare, che non parte tanto da una serie di formule di cui difficilmente nel mondo reale si trovano i corretti e oggettivi dati da inserire, quanto da una serie di ragionamenti che possono guidare il Lettore nell'identificare, con maggiore consapevolezza, le corrette metodologie e i migliori parametri da applicare nelle diverse circostanze. La Valutazione Immobiliare non rappresenta sicuramente una scienza esatta e spesso non vi è nemmeno un consenso assoluto circa il miglior approccio per valutare un determinato Immobile, pertanto una scelta consapevole, ragionata e motivata consente di minimizzare i margini di errore e di rendere maggiormente solida la perizia di stima.

In particolare, non saranno trattate nel dettaglio tutte le metodologie, bensì ci si focalizzerà prevalentemente sulla Metodologia Economico-Fi-

---

<sup>6</sup> Ancorché le tecniche di valutazione siano in continua evoluzione e, in senso lato, sia presumibile attendersi negli anni a venire molteplici novità, soprattutto in alcuni campi della valutazione immobiliare, derivanti dall'innovazione tecnologica, dall'applicazione dell'intelligenza artificiale, nell'utilizzo dei *big data* etc.

nanziaria, di cui il Lettore potrà comprendere la rilevanza. I metodi basati sulla Comparazione Fisica e sul Costo, sebbene brevemente descritti, non saranno approfonditi sia in quanto già ampiamente trattati nella letteratura sia soprattutto perché di scarso rilievo pratico nel segmento degli Immobili Commerciali e pertanto di scarso interesse per gli Investitori professionali, guidati da logiche di rendimento e Flussi di Cassa generati. Il Libro affronterà invece con rigore la tematica dei tassi immobiliari (Tasso di Capitalizzazione e Tasso di Attualizzazione) che spesso rappresenta una delle aree grigie nella prassi applicativa, come anche in molti manuali: che cosa esprimono esattamente i tassi immobiliari? Quali sono i parametri da considerare nella loro costruzione? Qual è la relazione che lega tra loro Tasso di Capitalizzazione e Tasso di Attualizzazione? A queste e ad altre domande il Libro cerca di fornire una risposta pur nella consapevolezza che non vi sia una soluzione univoca e che il riferimento deve essere sempre rappresentato dagli operatori di mercato, in termini di rendimenti effettivi o richiesti.

Il Lettore troverà altresì una descrizione molto semplice delle caratteristiche economiche dei Beni Immobiliari e dei rischi degli stessi da cui capire quali sono i parametri fondamentali da considerare e come stimarli, nonché un supporto pratico nel preparare un rapporto valutativo, con una guida ragionata sui vari elementi necessari e sulla loro importanza al fine di rispondere a un quesito valutativo.

L'esperienza degli Autori, accademica ma anche professionale, guiderà inoltre il Lettore nel distinguere quanto suggerito dalla teoria e quanto necessario o possibile svolgere nella pratica, in un ideale parallelo tra "aula" e "mondo reale". Molti manuali, generosi nel fornire formule, dimenticano infatti di aiutare il proprio Lettore su come reperire il "dato" nel mercato: nel presente testo, invece, si cercherà di guidarlo non tanto indicando degli indirizzi, fisici o virtuali, quanto aiutandolo nei ragionamenti necessari. Verrà data evidenza anche di quelli che si ritengono essere i principali errori presenti nelle valutazioni immobiliari, anche al fine di consentire a chi non è "del mestiere" di poter leggere in modo critico una perizia immobiliare.

A questo proposito si evidenzia l'importanza della coerenza nella scelta dei dati, nella loro interpretazione e nella loro elaborazione, che appare ancora più evidente quando la valutazione è relativa a portafogli di Immobili.

In merito ai contenuti<sup>7</sup>, il Libro è suddiviso in una Prima Parte, di complessivi 9 capitoli, dedicata alle “Metodologie” e una Seconda Parte, di complessivi 4 capitoli, in cui vengono presentati alcuni casi applicativi delle stesse.

Agli stessi si aggiunge un sito internet di riferimento ([www.valutazione-immobiliare.it](http://www.valutazione-immobiliare.it)) a cui si rimanda per maggiori approfondimenti e per i *file* contenenti gli esempi e le principali tabelle.

Il Capitolo 1 è dedicato a illustrare le caratteristiche economiche dei Beni Immobiliari, che ne determinano la domanda da parte di potenziali acquirenti, fornendo una classificazione propedeutica alla valutazione; tali caratteristiche sono fondamentali per individuare nel mercato i dati che consentono di stimare il valore del bene proprio in funzione delle stesse e nella scelta della corretta metodologia.

Il Capitolo 2 fornisce al Lettore una descrizione dei principali elementi di rischio al fine di poter quantificare un rischio complessivo associabile a un determinato Immobile oggetto di valutazione, per il quale potrebbe essere necessario stimare un tasso di rendimento atteso.

Il Capitolo 3 introduce il tema della Valutazione Immobiliare, evidenziando l'importanza che lo stesso riveste nell'ambito delle attività economiche. Si definisce quindi il quesito estimativo, cioè l'insieme degli elementi rappresentati dall'oggetto, dalla finalità e dalla data della valutazione nonché dal valore da stimare (distinguendo in particolare tra Valore di Mercato, Valore di Investimento e altre definizioni). Infine, si descrivono brevemente le principali associazioni attive nell'ambito della valutazione immobiliare che hanno l'obiettivo di elevare gli standard operativi e omogeneizzare le prassi valutative a livello internazionale.

Nel Capitolo 4 si descrivono gli elementi principali che compongono il cosiddetto “Rapporto di Valutazione”, ovvero il documento afferente la perizia di stima di un Immobile riportando quelli che si ritengono essere gli elementi principali che dovrebbero essere presenti con indicazione, tra gli altri, di quelli che sono dei requisiti fondamentali e quanto costituisce, invece, una buona prassi.

---

<sup>7</sup> L'opera nasce dal lavoro congiunto degli Autori, tuttavia i capitoli 1, 2, 6, 7, 8 e 9 sono prevalentemente attribuibili a Giacomo Morri, mentre i capitoli 3, 4, 5, 10 e 11 sono prevalentemente attribuibili a Paolo Benedetto.

Il Capitolo 5 fornisce una panoramica dell'analisi di mercato, macroeconomica e immobiliare, che rappresenta le fondamenta su cui si basa ciascuna valutazione immobiliare.

Nel Capitolo 6 si descrivono le Metodologie Valutative che saranno approfondite nei capitoli successivi, proponendo una nuova classificazione delle stesse, non tanto al fine di introdurre una nuova teoria o al fine di voler imporre nuovi criteri, ma sempre per guidare il Lettore nella stima del valore dei beni in funzione delle loro caratteristiche economiche.

Il Capitolo 7 è dedicato alla Metodologia della Comparazione Fisica, dai principi su cui la stessa si fonda alla descrizione dei principali criteri applicativi della stessa – il Criterio Sintetico Comparativo, il Criterio dei Prezzi Edonici e i Moltiplicatori – evidenziando per ciascuno l'utilizzo, i maggiori vantaggi, nonché i principali limiti.

Nel Capitolo 8 si fornisce una descrizione dettagliata della Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria nei suoi principali criteri applicativi, il Criterio Reddittuale e il Criterio Finanziario. Viene altresì presentato il Procedimento di Trasformazione che, basandosi sui precedenti criteri, consente di stimare il valore dei Suoli e, in generale, di tutti gli Immobili giunti a fine ciclo di vita.

Infine, il Capitolo 9 è dedicato ai tassi immobiliari – Tasso di Capitalizzazione e Tasso di Attualizzazione – la cui modalità di determinazione rimane uno degli elementi più critici nell'applicazione della Metodologia Economico-Finanziaria ed è spesso fonte di errori o di stime non sufficientemente supportate da evidenze empiriche.

Il corpo del testo è inoltre arricchito da alcuni Esempi e Approfondimenti racchiusi in box di facile identificazione.

Come anticipato, la Parte Seconda è dedicata invece alla presentazione di alcuni casi applicativi delle Metodologie precedentemente descritte. In particolare, nel Capitolo 10 si riporta un esempio di applicazione della Metodologia della Comparazione Fisica con Criterio Sintetico Comparativo, mentre nei Capitoli 11, 12 e 13 si riportano tre esempi di applicazione della Metodologia Economico-Finanziaria con un caso di valutazione di un Immobile a destinazione terziaria, di una struttura ricettiva e, infine, tramite l'applicazione del Procedimento di Trasformazione, di un'Operazione di Sviluppo residenziale.

Ovviamente i casi presentati, pur adattati da fattispecie reali o verosimili, sono presentati in forma esemplificata e con un taglio didattico che

consenta di riflettere sull'identificazione delle caratteristiche economiche degli Immobili e sulla scelta della metodologia valutativa e dei corretti dati da utilizzare nella valutazione stessa, più che sugli aspetti tecnici della perizia o sui calcoli matematici da applicare. Né tantomeno i casi presentati esauriscono l'intero spettro di potenziali fattispecie oggetto di valutazione ancorché rappresentino un campione di studio che, con i dovuti accorgimenti, può essere applicato a una gamma piuttosto ampia di Immobili.

Il sito internet [www.valutazione-immobiliare.it](http://www.valutazione-immobiliare.it) rappresenta un supporto a tutti gli effetti parte integrante del Libro, con:

- bibliografia interattiva con possibilità di consultare direttamente gli studi citati grazie ai collegamenti ai documenti originali;
- modelli su foglio di calcolo con esempi di valutazione per un migliore approfondimento e un immediato utilizzo a fine didattico;
- link ai siti citati nel testo e ad altri di interesse su argomenti correlati;
- presentazioni con *slide* per ripercorrere i temi affrontati in ogni capitolo, che consentono al Lettore di avere una sintesi di quanto trattato e rappresentano per i docenti un utile strumento didattico.

Un sentito ringraziamento va a tutti coloro che, a diverso titolo, hanno contribuito alla realizzazione di questo Libro: Giulia Pisoni per il prezioso contributo di ricerca documentale; Celeste Cenedesi ed Elena Masegaglia per la revisione delle tematiche di carattere giuridico nel *Capitolo 3*; Sabina Bulgheroni per la revisione delle tematiche di carattere tecnico nel *Capitolo 4*; il Professor Martin Hoesli che ha realizzato il capitolo originale da cui è stato tratto il *Paragrafo 7.3* sul Criterio dei Prezzi Edonici; Roberto Maselli, Valeria Serra, Simone Demurtas e Alessandro Pedrazzi, che in questi anni hanno collaborato a vario titolo con gli Autori nella redazione di innumerevoli perizie di stima; Fabrizio Trimarchi, autore del caso di valutazione di una struttura alberghiera nel *Capitolo 12*; Federico Chiavazza e Paolo Ranieri, autori del caso di valutazione di un'operazione di sviluppo residenziale nel *Capitolo 13*; Federico Palmieri, per il prezioso supporto operativo e il continuo lavoro di revisione delle bozze. *Last but not least*, un ringraziamento speciale a Edoardo Viganò, decano delle valutazioni immobiliari in Italia, che tra i primi ha contribuito a diffondere

la conoscenza e l'applicazione della Metodologia Economico-Finanziaria e con cui gli Autori hanno avuto il piacere di collaborare più volte negli ultimi anni.

Ovviamente ogni eventuale errore o imprecisione rimane esclusivamente responsabilità degli Autori!

Infine, non è presunzione degli Autori sostituirsi a più autorevoli fonti sulle tematiche etiche relative a una stima di valore, ma gli stessi Autori sostengono con forza principi fondamentali quali l'indipendenza, l'integrità, l'obiettività, il rispetto degli altri e della professione, l'assunzione delle proprie responsabilità e la necessità di operare sempre con l'obiettivo di elevare i propri standard professionali.

Giacomo Morri, Paolo Benedetto

*Milano, settembre 2017*