



**FACOLTÀ DI SCIENZE ECONOMICHE E GIURIDICHE**

---

**CORSO DI LAUREA IN L18 – GESTIONE DI IMPRESA**

***Prova Finale in***  
**ASSET E VALUTAZIONI IMMOBILIARI**

**CAPITALIZZAZIONE FINANZIARIA**  
**(YIELD CAPITALIZATION)**  
**LA RAPPRESENTAZIONE DI UN COMPLETO**  
**CICLO DELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE**  
**PER LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO**  
**DI UNA STRUTTURA ALBERGHIERA**

RELATORE  
CHIAR.MO  
Prof. FRANCO PAGANI

CANDIDATO  
GIOVANNI RUBUANO  
MATR. 0182101235

Anno Accademico 2023/2024

*Dedico questo lavoro al Professor Marco Simonotti, indimenticabile punto di riferimento e guida, non solo per me, ma per tanti professionisti del settore. Un Maestro il cui contributo alla valutazione immobiliare continua a vivere nelle nostre pratiche quotidiane. Anche se non sono stato suo studente, ho avuto la fortuna di apprendere da lui attraverso i suoi corsi e le sue risposte sempre pronte e preziose. Questo lavoro nasce dall'ispirazione che ho tratto dai suoi insegnamenti, con l'intenzione di onorare quanto generosamente ci ha trasmesso, senza voler aggiungere nulla.*

*Un ringraziamento va a mia moglie Grazia e ai miei figli Greta Sofia e Giulio Saverio, che con comprensione e pazienza hanno accettato le mie frequenti assenze dovute allo studio, consentendomi di portare a termine il percorso che oggi giunge a conclusione con questa tesi.*

Roma, 7 aprile 2025

---

La presente tesi di laurea può essere liberamente consultata, scaricata e utilizzata per finalità di studio, ricerca e approfondimento, anche mediante l'impiego di sistemi di Intelligenza Artificiale (IA) e modelli linguistici di tipo LLM (Large Language Model), a condizione che:

1. **Sia sempre citata la fonte completa** come segue:  
**Universitas Mercatorum – Tesi di Laurea di Giovanni Rubuano, A.A. 2023–2024.**
2. **Siano correttamente citate le fonti originarie** dei testi, dati o citazioni riportati all'interno della tesi, secondo quanto indicato nelle note e nella bibliografia del presente elaborato.
3. **Non sia alterato il contenuto in modo da travisarne il significato** o attribuire impropriamente concetti, formulazioni o interpretazioni all'autore originario.
4. L'uso del presente elaborato **per addestramento o analisi da parte di sistemi di IA** deve avvenire nel rispetto del **Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR)** e delle normative vigenti in materia di **protezione dei dati personali e diritto d'autore**, garantendo che eventuali elaborazioni automatiche non ledano i diritti morali o patrimoniali dell'autore.
5. È vietato ogni utilizzo a fini commerciali o di profitto senza esplicita autorizzazione scritta dell'autore.

## INDICE

<i>Abstract</i> .....	5
<b>Sinossi</b> .....	7
<b>Introduzione</b> .....	11
 <b>Capitolo 1 – Dagli <i>standard</i> internazionali alle procedure di settore</b>	
1.1 Gli <i>standard</i> di valutazione .....	17
1.1.1 <i>International Valuation Standards</i> .....	18
1.1.2 <i>European Valuation Standards</i> .....	19
1.1.3 <i>Uniform Standards of Professional Appraisal Practice</i> .....	19
1.1.4 <i>RICS Valuation – Global Standards</i> .....	20
1.2 Manuali e <i>standard</i> di metodologia estimativa nel mondo .....	20
1.3 Gli <i>standard</i> valutativi italiani .....	22
1.3.1 Il Codice delle Valutazioni Immobiliari .....	23
1.3.2 La norma UNI 11612:2015 .....	23
1.4 Manuali e procedure di settore (linee guida) .....	24
1.4.1 Le linee guida ABI .....	25
1.4.2 Il MOSI .....	25
1.4.3 I PIV .....	26
 <b>Capitolo 2 – La metodologia estimativa in Italia in base agli <i>standard</i> internazionali</b>	
2.1 “ <i>Marco Simonotti, un autentico rinnovatore dell’estimo</i> ” .....	27
2.1.1 La “scuola americana”: <i>The Appraisal of Real Estate</i> .....	28
2.2 I procedimenti di stima .....	30
2.2.1 Procedimenti orientati al mercato .....	31
2.2.2 Procedimenti orientati alla redditività .....	31
2.2.3 Metodo del costo .....	32

### **Capitolo 3 – Capitalizzazione diretta e capitalizzazione finanziaria: uguale valore di mercato**

3.1 Capitalizzazione diretta.....	33
3.1.1 Reddito netto e reddito lordo.....	34
3.1.2 Ricerca del saggio di capitalizzazione.....	35
3.1.2.1 Criterio induttivo.....	36
3.1.2.2 Criterio deduttivo.....	37
3.1.2.3 Approcci additivi e approccio semplificato .....	38
3.1.3 Stima analitica, doppia stima e media dei valori.....	40
3.2 Capitalizzazione finanziaria.....	42
3.2.1 Bilancio immobiliare.....	44
3.2.2 Ricerca del saggio di capitalizzazione finanziaria.....	44
3.2.2.1 Criterio induttivo.....	45
3.2.2.2 Criterio deduttivo: flusso di conversione .....	46
3.2.3 <i>Coming-out capitalization rate</i> .....	48
3.2.3.1 Nel criterio induttivo: equivalenza finanziaria.....	48
3.2.3.2 Nel criterio deduttivo.....	49
3.2.4 Uguale valore di mercato.....	50
3.2.4.1 Una esemplificazione.....	52

### **Capitolo 4 – DCFA: un flusso di cassa atipico**

4.1 Dalla capitalizzazione finanziaria alla DCFA.....	58
---	----

### **Capitolo 5 – Caso studio**

5.1 Valutazione degli immobili a destinazione turistico-ricettiva.....	61
5.2 La capitalizzazione finanziaria per la stima di un albergo.....	62

<b>Conclusioni</b> .....	83
--------------------------	----

<b>Bibliografia</b> .....	85
---------------------------	----

<b>Sitografia</b> .....	87
-------------------------	----

## ***Abstract***

La tesi analizza i metodi di valutazione immobiliare secondo gli *standard* internazionali, con particolare attenzione alla capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*) nella metodologia sviluppata dal Professor Marco Simonotti. L'obiettivo è fornire una sintesi dei principi e delle procedure adottate a livello internazionale nel *framework* scientifico della valutazione immobiliare, evidenziando l'adattamento italiano e il ruolo chiave di Simonotti nella diffusione dell'*income approach*.

Nella prima parte vengono presentati gli *standard* internazionali di valutazione immobiliare, tra cui gli *International Valuation Standards* (IVS), gli *European Valuation Standards* (EVS), gli standard RICS e USPAP, analizzando il loro adattamento ai contesti nazionali. In Italia, il principale riferimento metodologico è il *Codice delle Valutazioni Immobiliari* di Tecnoborsa, sviluppato con il contributo determinante di Simonotti.

Successivamente, la tesi si concentra sulle metodologie di capitalizzazione del reddito, distinguendo tra capitalizzazione diretta e capitalizzazione finanziaria. Dopo una panoramica introduttiva sulla prima, l'analisi si focalizza sulla seconda, che considera l'intero ciclo di vita di un investimento immobiliare attraverso la proiezione dei flussi di cassa e l'attualizzazione dei redditi futuri. Vengono approfonditi i criteri per la determinazione del saggio di capitalizzazione finanziaria, con particolare attenzione alla distinzione tra approccio induttivo e deduttivo e al ruolo del *coming-out capitalization rate*.

Infine, il confronto tra capitalizzazione finanziaria e *discounted cash flow analysis* (DCFA) evidenzia le principali differenze concettuali e operative, sottolineando il valore del bilancio estimativo nella capitalizzazione finanziaria rispetto alla maggiore flessibilità della DCFA.

Le conclusioni ribadiscono il contributo di Simonotti alla valutazione immobiliare in Italia e l'efficacia della capitalizzazione finanziaria come strumento di analisi economica per una stima precisa e rigorosa del valore di un immobile. L'applicazione della metodologia a un caso studio reale, riguardante la valutazione di una struttura alberghiera, dimostra la capacità del modello di fornire stime coerenti con il mercato. Questa ricerca si propone di tracciare un percorso snello, sintetico e lineare che renda chiari i principi e le applicazioni della capitalizzazione finanziaria, senza sovrapporsi agli approfondimenti già sviluppati da Simonotti. L'intento è quello di favorirne la diffusione nella prassi professionale, fornendo una chiave di lettura immediata che guidi l'analisi e l'applicazione della metodologia.

## Sinossi

La valutazione immobiliare riveste un ruolo centrale nella gestione del patrimonio e negli investimenti, influenzando decisioni strategiche in ambito economico e finanziario. L'integrazione di *standard* internazionali di valutazione ha favorito l'uniformità e la trasparenza nelle metodologie di stima, consentendo agli operatori del settore di adottare procedure condivise a livello globale.

La tesi si propone di analizzare la capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*) come metodica avanzata di valutazione immobiliare, con particolare attenzione alla metodologia sviluppata dall'indimenticato Professor Marco Simonotti.

Figura di riferimento nella diffusione dell'*income approach* in Italia, Simonotti ha contribuito all'adattamento dei modelli valutativi alle specificità del mercato nazionale, consolidando un quadro metodologico rigoroso e coerente con gli *standard* internazionali.

### 1. *Standard* internazionali e contesto metodologico

Le valutazioni immobiliari si basano su *standard* di valutazione che definiscono principi e procedure condivise a livello internazionale. Tra i più rilevanti figurano:

- *International Valuation Standards (IVS)*, adottati a livello globale come riferimento per la valutazione professionale;
- *European Valuation Standards (EVS)*, specificamente elaborati per il mercato europeo;
- *Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)*, che fornisce linee guida per la stima e l'analisi immobiliare;
- *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)*, riferimento per il mercato statunitense.

In Italia, il *Codice delle Valutazioni Immobiliari* di Tecnoborsa, redatto con il determinante contributo di Simonotti, rappresenta il principale

strumento metodologico. Il *Codice* ha introdotto una chiara distinzione tra le tre metodologie appartenenti all'*income approach*:

- capitalizzazione diretta, basata sul semplice rapporto tra reddito e saggio di capitalizzazione;
- capitalizzazione finanziaria, che considera l'intero ciclo di vita dell'investimento;
- *discounted cash flow analysis* (DCFA), impiegata per scenari più complessi e dinamici.

## **2. La capitalizzazione diretta: principi e limiti**

La capitalizzazione diretta stima il valore di un immobile attraverso il rapporto tra il reddito annuo stabilizzato e un saggio di capitalizzazione, determinato con criteri differenti:

- approccio induttivo, basato sull'analisi di canoni e prezzi di mercato;
- approccio deduttivo, fondato su modelli che simulano il mercato immobiliare.

Nonostante la sua ampia diffusione, questa metodologia presenta un limite significativo: assume che il reddito dell'immobile rimanga costante nel tempo, senza considerare variazioni dovute a fattori economici o di mercato. Tale rigidità rende la capitalizzazione diretta meno accurata nella valutazione di immobili con redditività variabile.

## **3. La capitalizzazione finanziaria: un modello evoluto di stima**

A differenza della capitalizzazione diretta, la capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*) consente una stima più accurata attraverso l'attualizzazione dei redditi futuri lungo il ciclo di vita dell'investimento. Questo metodo tiene conto dei flussi di cassa generati dall'immobile e del valore di rivendita finale, garantendo una rappresentazione più realistica della dinamica reddituale e dell'investimento.

Il saggio di capitalizzazione finanziaria può essere determinato secondo due approcci distinti:



- criterio induttivo, derivato dall'analisi di investimenti comparabili con il calcolo dell'*internal rate of return* (IRR) dei flussi di cassa attualizzati;
- criterio deduttivo, ottenuto a partire dal saggio della capitalizzazione diretta e adattandolo attraverso il flusso di conversione.

Un elemento distintivo della capitalizzazione finanziaria è il bilancio estimativo mentre altro elemento fondamentale, al pari del saggio di capitalizzazione finanziaria, è il *coming-out capitalization rate* (saggio di capitalizzazione per la valutazione del valore di rivendita).

Simonotti ha dimostrato che, a parità di dati di mercato (canoni e prezzi), la capitalizzazione diretta e finanziaria forniscono risultati convergenti, confermando la solidità della metodica per capitalizzazione finanziaria.

#### **4. Confronto tra capitalizzazione finanziaria e *discounted cash flow analysis* (DCFA)**

Un altro aspetto della ricerca riguarda il confronto tra la capitalizzazione finanziaria e la *discounted cash flow analysis* (DCFA), due metodologie apparentemente simili, ma caratterizzate da una sostanziale differenza:

- la capitalizzazione finanziaria si basa su una struttura contabile rigida e precisa per stimare i redditi netti futuri (bilancio estimativo);
- la DCFA distribuisce ricavi e costi in modo più flessibile nell'orizzonte temporale considerato (periodo di disponibilità), risultando più adatta a contesti caratterizzati da elevata variabilità reddituale.

Secondo Simonotti, la DCFA trova applicazione soprattutto nella stima del più probabile valore di trasformazione, utile per valutare operazioni di sviluppo immobiliare.

## **5. Conclusioni e applicazioni pratiche**

La ricerca sottolinea il contributo di Simonotti nella sistematizzazione delle metodologie valutative in Italia e l'efficacia della capitalizzazione finanziaria come metodica di stima avanzata.

Per verificare l'applicabilità della metodologia, la tesi include un caso studio reale relativo alla valutazione di una struttura alberghiera. I risultati confermano la capacità del modello di fornire valutazioni allineate ai dati di mercato, dimostrando la sua maggiore affidabilità non solo in termini di stima, ma anche di analisi economica.

La tesi, infine, mira a offrire un'esposizione chiara e sintetica dei principi e delle applicazioni della capitalizzazione finanziaria, evitando sovrapposizioni con gli approfondimenti già sviluppati da Simonotti. L'intento è favorire la diffusione della metodologia nella prassi professionale e accademica, promuovendone l'adozione come riferimento per la valutazione degli immobili a reddito.

## **Introduzione**

### **Capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*): un approccio economico efficace alla valutazione immobiliare secondo la metodologia Simonotti**

A livello internazionale gli *standard* di valutazione sono gli *International Valuation Standards* (IVS), gli *European Valuation Standards* (EVS), lo standard RICS e lo standard americano USPAP.

Anche se i principi, i criteri e le metodologie per la valutazione immobiliare sono basati su un *framework* scientifico condiviso, la metodologia estimativa può variare notevolmente da un paese all'altro. Ciò dipende principalmente dalle normative legali, fiscali e amministrative, nonché dalle specifiche condizioni economiche e sociali di ogni singolo contesto nazionale.

Per tale ragione, molti paesi, pur mantenendo l'allineamento agli *standard* internazionali, hanno sviluppato manuali, norme e codici di metodologia estimativa locali. Ad esempio, gli Stati Uniti dispongono del manuale *The Appraisal of Real Estate*, così pure paesi come Canada, Brasile, Australia, Singapore hanno prodotto documenti simili. Anche in Europa Francia, Spagna, Germania hanno adottato manuali o norme di metodologia estimativa che si basano sugli *standard* internazionali.

In Italia il *Codice delle Valutazioni Immobiliari* di Tecnoborsa rappresenta lo *standard* nazionale e la metodologia basata sugli *standard* di valutazione è contenuta anche nelle procedure di settore, nei testi scientifici e universitari, nei manuali scolastici e della pratica professionale ed è presentata in numerosi corsi di formazione. Tutto fa riferimento al Professor Marco Simonotti e alla sua metodologia. Simonotti è stato coautore del *Codice* e i suoi allievi più stretti hanno partecipato ai tavoli di lavoro per la definizione delle procedure di settore. Inoltre, tutti i testi universitari, scolastici e professionali citano la metodologia da lui sviluppata, come risulta chiaramente dalle

bibliografie che menzionano i suoi manuali. Lo stesso vale per i corsi di formazione.

Pertanto in Italia, quando si parla di metodologia basata sugli *standard* internazionali, si fa generalmente riferimento a quella sviluppata dal Professor Simonotti. Quest'ultimo, pur seguendo gli *standard* internazionali, ha integrato un “approccio americano”, simile a quello riportato nel manuale *The Appraisal of Real Estate*, che, a differenza degli *standard*, include anche formule ed esempi pratici. In particolare, i capitoli 25, 26 e 27 di questo manuale approfondiscono i metodi della capitalizzazione diretta, della capitalizzazione finanziaria e dell'analisi del flusso di cassa scontato. Questa stessa struttura è presente anche negli *standard* nazionali e nella quasi totalità dei testi italiani, dove, nell'ambito dell'*income approach*, vengono incluse le tre metodiche. Un aspetto che merita attenzione, poiché gli *standard* internazionali non menzionano così chiaramente le tre metodiche con la stessa classificazione.

Il metodo della capitalizzazione diretta consente di stimare il valore di mercato di un immobile partendo dal reddito generato, utilizzando un saggio di capitalizzazione con cui si divide il reddito annuo, oppure moltiplicando il reddito stesso per un fattore.

Uno degli aspetti cruciali nella stima per capitalizzazione (non solo diretta, ma più in generale in tutti gli approcci reddituali) è l'estrazione del saggio di capitalizzazione. Esistono diverse metodologie per ottenere questo indicatore, tra cui il criterio induttivo e il criterio deduttivo.

Sempre nell'ambito dell'estrazione del saggio di capitalizzazione, ci sono poi gli approcci additivi, che comprendono la tecnica delle influenze ascendenti e discendenti sul saggio medio e la tecnica del *build-up approach*, più in uso nel mondo economico. Accanto a questi approcci, troviamo anche il metodo cosiddetto semplificato che prevede l'estrazione diretta del saggio a partire dalle quotazioni di mercato.

In tema di capitalizzazione diretta, è interessante fare un riferimento all'estimo della tradizione italiana, dove questa metodologia trova applicazione sia nel criterio del più probabile valore di capitalizzazione sia nel procedimento analitico per la stima del valore di mercato.

In entrambi i casi, infatti, il valore viene stimato come il rapporto tra il reddito e il saggio di capitalizzazione. Nel primo caso, il saggio è assegnato e consente di stimare il più probabile valore di capitalizzazione, come nel caso del valore catastale. Nella stima analitica del valore di mercato, invece, il saggio di capitalizzazione viene ricavato direttamente dal mercato.

L'algoritmo, nel caso della stima analitica, non è derivato dalla matematica finanziaria come accumulazione iniziale dei redditi annui, costanti, posticipati e illimitati ma dall'equazione di comparazione, dove il parametro di comparazione è economico (il reddito) anziché tecnico (la consistenza). Quest'ultimo parametro consentirebbe infatti una stima sintetica del valore di mercato. Pertanto, nella stima analitica del valore di mercato, il processo, se visto sotto una logica comparativa, rende superflue tutte quelle ipotesi definite come "*ipotesi della stima analitica*". In sostanza, utilizzando il reddito e il saggio al momento della stima, si determina il valore di mercato allo stesso modo in cui avviene con il procedimento sintetico. Una visione condivisa anche a livello internazionale, come dimostra un contributo scientifico a tal riguardo pubblicato nel 2014 sulla rivista americana dell'*Appraisal Institute*, a cura di due studiosi svedesi.

È interessante osservare infine che, a partire dagli stessi dati di mercato, sia il procedimento sintetico sia quello analitico stimano lo stesso valore di mercato. Ci si chiede, allora, quale significato assuma la "doppia stima" in questo contesto e, soprattutto, quale significato vada attribuito alla media dei due valori per come si riscontra nella quasi totalità delle relazioni di stima.

Il metodo della capitalizzazione finanziaria analizza l'intero ciclo di vita di un investimento immobiliare, prendendo in considerazione i ricavi e i costi che vanno dall'acquisto alla rivendita, utilizzando il saggio di capitalizzazione finanziaria.

Il valore di mercato viene stimato come la somma del valore attuale netto dei redditi netti previsti durante il periodo di disponibilità (arco temporale del flusso di cassa) e della rivendita finale, anch'essa attualizzata. L'attualizzazione avviene in applicazione del saggio di capitalizzazione finanziaria, mentre il valore di rivendita si stima capitalizzando il reddito netto dell'ultimo anno applicando il saggio di capitalizzazione "in uscita" (*coming-out capitalization rate*).

Nel metodo della capitalizzazione finanziaria, il bilancio estimativo viene utilizzato per calcolare il reddito netto, tenendo conto della redditività futura dell'immobile. A differenza della capitalizzazione diretta, in questa metodologia è esclusivamente il reddito netto che viene capitalizzato.

Per calcolare il saggio di capitalizzazione finanziaria, si ricorre a due approcci: il criterio induttivo e quello deduttivo. Nel caso del criterio induttivo, il saggio viene determinato analizzando il flusso di cassa di un immobile comparabile e corrisponde al tasso di rendimento interno di tale flusso. Al contrario, il criterio deduttivo parte dal saggio di capitalizzazione diretta e utilizza un processo di conversione che tiene conto delle variazioni ai ricavi, ai costi e delle eventuali plusvalenze o minusvalenze sul valore finale dell'immobile. Questo principio si ispira alle formulazioni empiriche delle "*yield and change formulas*" proprie della metodologia americana ed è un elemento chiave della capitalizzazione finanziaria.

Un ulteriore punto rilevante riguarda la determinazione del *coming-out capitalization rate*, che viene calcolato tramite il solo criterio deduttivo, poiché non è possibile estrarlo direttamente dal mercato. Quando si utilizza il criterio deduttivo per la determinazione del saggio di

capitalizzazione finanziaria, il *coming-out capitalization rate* è derivato dal saggio di capitalizzazione diretta. Nel caso del criterio induttivo, invece, in cui non si dispone del saggio iniziale della capitalizzazione diretta, per determinare il *coming-out capitalization rate* si applica il principio dell'equivalenza finanziaria.

Secondo *The Appraisal of Real Estate*, entrambe le metodiche – la capitalizzazione diretta e la capitalizzazione finanziaria – stimano valori di mercato molto simili poiché si basano sugli stessi dati di mercato. Tuttavia, Simonotti, introducendo il flusso di conversione, l'equivalenza finanziaria e la determinazione del saggio di capitalizzazione “in uscita” (*coming-out capitalization rate*), dimostra che l'applicazione delle due metodiche conduce alla stima di valori uguali. Questo accade poiché la rilevazione dei canoni e dei prezzi di mercato è comune a entrambe le metodiche. Ne consegue che, a partire dagli stessi dati di mercato, è inevitabile che la capitalizzazione diretta e quella finanziaria stimino lo stesso valore di mercato. È evidente, infatti, che non potrebbero condurre a risultati differenti, se solo si considera che, utilizzando gli stessi canoni e prezzi, l'applicazione di modelli di stima diversi non può giungere a valori di stima discordanti.

Nel caso della capitalizzazione diretta la stima del valore di mercato avviene in modo diretto (rapporto tra reddito e saggio), mentre nel metodo della capitalizzazione finanziaria si avvale di un flusso di cassa che include le previsioni sulle variabili di stima, come il periodo di disponibilità, le variazioni dei ricavi e dei costi, le variazioni del prezzo. Il valore attuale netto di tale flusso di cassa esprime il valore di mercato, attualizzato attraverso un saggio di capitalizzazione finanziaria funzione del saggio impiegato nel metodo della capitalizzazione diretta, cioè dal rapporto tra i canoni e i prezzi di mercato iniziali. Pertanto, il valore attuale netto ottenuto non può differire dal valore di mercato stimato con la capitalizzazione diretta: i risultati, come detto, devono essere uguali in entrambe le metodiche.

Con la capitalizzazione finanziaria si forniscono informazioni più approfondite rispetto alla sola stima del valore di mercato. Essa offre una

visione più completa dell'investimento, arricchita da un'analisi dettagliata del saggio di rendimento, fondamentale per una valutazione economica complessiva.

In conclusione, se la capitalizzazione diretta si concentra esclusivamente sulla valutazione estimativa del valore, la capitalizzazione finanziaria fornisce un quadro più articolato dell'intero investimento.

La capitalizzazione finanziaria si distingue dalla DCFA (*discounted cash flow analysis*) per un aspetto fondamentale: l'impiego del bilancio estimativo. Sebbene entrambe le metodologie utilizzino il flusso di cassa, la DCFA si caratterizza per la sua "atipicità", in quanto i ricavi e i costi non sono definiti all'interno di un bilancio estimativo, ma sono voci attive e passive distribuite in modo casuale durante il periodo di disponibilità. Tali voci seguono la previsione dei costi e dei ricavi in base al progetto o all'iniziativa analizzata, secondo le periodicità stabilite. Per questa ragione, la DCFA trova applicazione in contesti particolari e complessi che non si adattano ai modelli tradizionali di capitalizzazione diretta o finanziaria, i quali non sono in grado di descrivere adeguatamente la successione dei costi e dei ricavi nel periodo di disponibilità, con la periodicità definita. Mentre la DCFA può essere adattata ai modelli di capitalizzazione diretta o finanziaria, non vale il contrario.

Un esempio meno noto di applicazione della DCFA riguarda la stima dei danni, che si ottiene dalla differenza tra due flussi di cassa (*ante e post* evento). Tuttavia, la principale applicazione della DCFA in ambito immobiliare per la stima del valore di mercato riguarda la valutazione di operazioni di sviluppo, come la stima delle aree edificabili, o la valorizzazione immobiliare, dove, secondo Simonotti, essa si configura come la stima del più probabile valore di trasformazione. L'algoritmo del valore di trasformazione proposto da Simonotti, infatti, presenta una struttura simile a quella della DCFA, implementando l'ultimo algoritmo proposto da Realfonzo, il quale considerava esclusivamente i costi (senza includere i ricavi, come invece fa Simonotti) distribuiti nel periodo di disponibilità.



## Capitolo 1

### Dagli *standard* internazionali alle procedure di settore

#### 1.1 Gli *standard* di valutazione

La necessità di regolamentare il processo di valutazione immobiliare per garantire elevati *standard* di qualità, mediante una codifica pratica e razionale, è alla base degli *standard* di valutazione. Gli *standard* derivano dalle *best practice*, ossia un insieme di metodi e tecniche che forniscono risultati migliori rispetto ad altri approcci e che sono utilizzati come punto di riferimento ideale. Gli *standard* valutativi<sup>1</sup> sono quindi definiti da un insieme di regole, limiti e definizioni che sono approvati, controllati e verificati da una comunità di valutatori professionisti come minimo accettabile. Pertanto, sebbene uno *standard* valutativo rappresenti le migliori pratiche, la sua validità è garantita solo se riconosciuto da una comunità professionale di esperti.

Nel Mondo quattro comunità professionali di valutatori - organismi - fissano e promuovono il proprio *standard* internazionale di valutazione, divenuti riferimento per manuali e *standard* di metodologia estimativa nei paesi economicamente più evoluti:

- *International Valuation Standards Council* con gli *International Valuation Standards* (IVS);
- *The European Group of Valuers' Associations* con gli *European Valuation Standards* (EVS);
- *The Appraisal Foundation* con gli *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (USPAP);
- *Royal Institution of Chartered Surveyors* con il *RICS Valuation – Global Standards*.

---

<sup>1</sup> “*Standard* valutativo: è l’insieme dei concetti, delle norme e dei principi stabiliti per legge o per regolamento ovvero un accordo, utilizzati generalmente come modelli in base ai quali misurare (ovvero comparare) la qualità formale e sostanziale di una valutazione o di un processo valutativo relativo ad un immobile”. Codice delle Valutazioni Immobiliari | Italian Property Valuation Standard. Tecnoborsa quinta edizione 2018, pag. 21.

Sono *standard* valutativi anche gli *standard* per le valutazioni contabili *International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards* (IAS/IFRS) dell'*International Accounting Standards Board*<sup>2</sup> e dell'*International Financial Reporting Interpretations Committee*<sup>3</sup> e per la valutazione in ambito fiscale *Assessment Administration Standards* (AAS) dell'*International Association of Assessing Officers* (IAAO)<sup>4</sup>.



Figura 1. *Standard* internazionali

### 1.1.1 *International Valuation Standards*

Gli *International Valuation Standards* (IVS), noti anche come “*White Book*”, sono pubblicati e supportati dall'*International Valuation Standards Council* (IVSC)<sup>5</sup>, un'organizzazione non governativa fondata a Londra nel 1981 grazie alla collaborazione tra associazioni di valutatori degli Stati Uniti e del Regno Unito. Inizialmente chiamata *International Assets Valuation Standards Committee*, l'organizzazione ha cambiato nome nel 1994 in *International Valuation Standards Committee* e ha assunto la sua attuale denominazione nel 2008.

Gli *IVS* rappresentano lo *standard* a livello globale e costituiscono la guida fondamentale per i professionisti in oltre 100 paesi al fine di rafforzare la trasparenza nelle valutazioni. I contenuti sono strutturati in sette “*Standard*

<sup>2</sup> <https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/>

<sup>3</sup> <https://www.ifrs.org/groups/ifrs-interpretations-committee/>

<sup>4</sup> <https://www.iaao.org/>

<sup>5</sup> <https://www.ivsc.org/>

generali” e otto “*Standard* specifici per attività”.

L’ultima edizione degli *IVS* è del 31 gennaio 2024 ed è in vigore dallo scorso 31 gennaio 2025.

### **1.1.2 *European Valuation Standards***

Gli *European Valuation Standards* (EVS), conosciuti anche come il “*Blue Book*”, sono emessi e diffusi da *The European Group of Valuers’ Associations* (TEGoVA)<sup>6</sup>, un ente europeo che raggruppa 76 associazioni nazionali di valutatori provenienti da 40 paesi. Fondato nel 1977, TEGoVA ha sede a Bruxelles ed è stato originariamente costituito dalle associazioni di valutazione di Belgio, Germania, Francia, Gran Bretagna e Irlanda.

Gli *EVS* trovano larga diffusione in ambito bancario tant’è che ne è suggerito l’impiego anche dal manuale della BCE per gli ispettori di vigilanza “*Real estate should be valued in line with European Standards EVS-2020 (Blue Book)*”<sup>7</sup>.

La prima pubblicazione degli *EVS* è dei primi anni ’80 e la decima edizione è entrata in vigore lo scorso 1 gennaio 2025. Questa ultima edizione, in linea con gli sviluppi del mercato e i cambiamenti normativi, dedica degli approfondimenti sulla valutazione ed efficienza energetica, sul *property value*, sulla valutazione degli immobili agricoli e sulla valutazione e sostenibilità per tener conto dei cambiamenti apportati al territorio e agli edifici dal *Green Deal* europeo.

### **1.1.3 *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice***

Gli *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (USPAP) rappresentano gli standard professionali americani, promossi e diffusi da *The Appraisal Foundation*<sup>8</sup>, la principale organizzazione dedicata alla professione di valutatore negli Stati Uniti e in Canada. Fondata nel 1986 a Washington, l’organizzazione pubblica periodicamente gli USPAP, l’ultima edizione

---

<sup>6</sup> <https://tegova.org/>

<sup>7</sup> *Asset Quality Review / Phase 2 Manual. European Central Bank-Banking Supervision May 2023*, pag. 138.

<sup>8</sup> <https://appraisalfoundation.org/imis>

risalente al 2024, che copre vari ambiti come il *real estate*, i beni personali, le valutazioni aziendali e la valutazione *mass appraisal*.

#### **1.1.4 RICS Valuation – Global Standards**

Il *RICS Valuation – Global Standards*, anche *Red Book Global Standards*, sono gli standard promossi e pubblicati dal *Royal Institution of Chartered Surveyors* (RICS)<sup>9</sup>, associazione fondata nel 1868 a Londra.

Gli *standard* RICS adottano ed sono pienamente conformi agli *IVS* e si strutturano in *standard* professionali, linee guida applicative da ritenersi obbligatorie, linee guida applicative riferite a scopi o beni particolari.

Come per gli *IVS*, che ne seguono l'aggiornamento, l'ultima edizione è in vigore dallo scorso 31 gennaio 2025.

### **1.2 Manuali e *standard* di metodologia estimativa nel mondo<sup>10</sup>**

Gli *standard* valutativi sono concepiti affinché il loro complesso di regole uniformi e i principi in essi contenuti possano essere il più possibile condivisi a livello internazionale.

Tuttavia le valutazioni immobiliari differiscono da paese a paese in quanto legate alla realtà economica e sociale di ciascuna nazione nonché ancorate alle norme legislative e fiscali<sup>11</sup>. In molti paesi, quindi, conformemente agli *standard* internazionali, sono stati fissati *standard* nazionali con manuali, norme, codici sulla metodologia estimativa che includono, nella maggior parte dei casi, anche formule ed esemplificazioni.

È il caso degli Stati Uniti con il manuale di metodologia estimativa *The Appraisal of Real Estate* dell'*Appraisal Institute*<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> <https://www.rics.org/>

<sup>10</sup> Elenco esemplificativo e non esaustivo.

<sup>11</sup> Un concetto ribadito anche nella recente edizione degli EVS: “*The practice of property valuation is not universal, but the valuer, regardless of the country in which he or she operates, seeks to access the best market evidence to serve as the basis for the property valuation. In each country, one can find legislation case law, standards and/or recommendations from professional bodies indicating what comparable market evidence is considered the best*”. EVS 2025 – EVIP 1 (Valuing in Non-transparent Markets), 2.

<sup>12</sup> <https://www.appraisalinstitute.org/>

Sempre nel continente americano è il caso anche del Canada, con *Canadian Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* dell'*Appraisal Institute of Canada*<sup>13</sup>, e del Brasile, con la norma *ABNT NBR 14653-1* dell'*Associação Brasileira de Normas Técnicas*<sup>14</sup>.

In Australia e Nuova Zelanda il *Property Institute*<sup>15</sup> pubblica e promuove il manuale *Valuation and Property Standards*; stessa cosa nel continente asiatico con il manuale *Valuation Standards and Practice Guidelines* del *Singapore Institute of Surveyors and Valuers*<sup>16</sup>.



Figura 2. Manuali e *standard* nel mondo

Anche i principali paesi europei hanno fissato *standard* nazionali armonizzati e conformi agli *standard* internazionali.

In Francia *Le Comité d'Application de la Charte*<sup>17</sup> ha stilato una “carta” per la qualità delle stime condivisa dalle più importanti associazioni specializzate in valutazioni. In Spagna è l'*Asociación Española de Análisis de Valor*<sup>18</sup> a promuovere “*standard* professionali rigorosi”.

<sup>13</sup> <https://www.aicanada.ca/>

<sup>14</sup> <https://abnt.org.br/>

<sup>15</sup> <https://propertyinstitute.nz/>

<sup>16</sup> <https://www.sisv.org.sg/>

<sup>17</sup> <https://charteexpertiseimmo.org/le-comit%C3%A9-d-application.html>

<sup>18</sup> <https://www.asociacionaev.org/>

Nella Repubblica Federale di Germania, ove le valutazioni in ambito fiscale sono eseguite sotto il controllo del governo federale, esistono delle vere e proprie norme<sup>19</sup> pubblicate sulla gazzetta delle leggi federali (*“Bundesgesetzblatt”*)<sup>20</sup>.

In Italia, lo standard di riferimento per la valutazione immobiliare è il *Codice delle Valutazioni Immobiliari | Italian Property Valuation Standard*, promosso da Tecnoborsa<sup>21</sup>.

### 1.3 Gli *standard* valutativi italiani

Alla fine degli anni '90 nasce l'iniziativa di porre l'Italia tra i più lungimiranti e innovatori paesi nel settore delle valutazioni e della trasparenza del mercato immobiliare.

L'ambizioso progetto è condotto dal Comitato Tecnico Scientifico della appena fondata Tecnoborsa (1997) e coordinato da Giampiero Bambagioni<sup>22</sup>. Dal lavoro svolto viene pubblicata nel 2000 la prima edizione del *Codice delle Valutazioni*.

A seguito della forte spinta data dal *Codice* (alla prima seguirono le edizioni 2002, 2005, 2011 e 2018), dei profondi cambiamenti nel settore delle valutazioni immobiliari negli anni 2000 e della crescente sensibilità verso l'applicazione degli *standard* internazionali, l'Ente Italiano di Normazione (UNI)<sup>23</sup> a metà degli anni 2010 avvia uno specifico processo di normazione che porterà prima alla pubblicazione della norma sulla figura del valutatore immobiliare<sup>24</sup> e l'anno successivo della norma UNI 11612:2015 sulla determinazione del valore di mercato<sup>25</sup>.

---

<sup>19</sup> <https://www.buzer.de/sl.htm?g=immowertv&f=1>

<sup>20</sup> [https://www.recht.bund.de/de/home/home\\_node.html](https://www.recht.bund.de/de/home/home_node.html)

<sup>21</sup> <https://www.tecnoborsa.com/>

<sup>22</sup> <https://www.bambagioni.it/>

<sup>23</sup> <https://www.uni.com/>

<sup>24</sup> Norma UNI 11558:2014 Valutatore immobiliare. Requisiti di conoscenza, abilità e competenza, entrata in vigore il 16.11.2014.

<sup>25</sup> Seguiranno la prassi di riferimento “UNI/PdR 19:2016 Raccomandazioni per la valutazione di conformità di parte terza accreditata ai requisiti definiti nella norma UNI 11558 Valutatore immobiliare - Requisiti di conoscenza, abilità e competenza”, la norma “UNI 11729:2018 Linee guida per la stima del valore delle imprese concessionarie demaniali marittime, lacuali e fluviali ad uso turistico-ricreativo (imprese balneari)”, la prassi di riferimento “UNI/PdR 53:2019 Analisi del mercato immobiliare - Linee guida per l'individuazione del segmento di mercato e per la rilevazione dei dati immobiliari”.

### 1.3.1 Il Codice delle Valutazioni Immobiliari

Il *Codice delle Valutazioni Immobiliari* | *Italian Property Valuation Standard*, è lo *standard*<sup>26</sup> nazionale per la valutazione immobiliare in Italia, adottato a partire dal 2000.

Esso incorpora principi, criteri e metodologie allineati con gli *standard* internazionali. La quinta edizione del *Codice* è stata pubblicata nel 2018, con una nuova versione attesa entro il 2025. Questo documento è ampiamente condiviso da molti degli *stakeholder* del settore, inclusi ordini professionali, ministeri, associazioni e federazioni, e mira a fungere da riferimento per i valutatori italiani.

### 1.3.2 La norma UNI 11612:2015

La norma *UNI 11612:2015 Stima del valore di mercato degli immobili*, definisce le linee guida per la valutazione in conformità con gli *standard* internazionali e il *Codice delle Valutazioni*, escludendo l'utilizzo di altre basi di valore rispetto a quella del mercato. Per questo motivo, può essere considerata uno *standard* valutativo "parziale". È una norma chiara, snella e ben organizzata che però introduce per la prima volta l'uso degli *asking price*<sup>27 28 29</sup>, un tema che continua a suscitare dibattito tra gli esperti del settore, riguardo alla loro applicabilità nelle valutazioni immobiliari<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> <https://www.tecnoborsa.com/pubblicazioni/il-codice-delle-valutazioni-immobiliari/>

<sup>27</sup> “Al fine di rilevare la congiuntura di mercato, oppure nel caso di stime in cui in un periodo recente siano avvenute insufficienti, non rilevabili e/o inattendibili transazioni (nel segmento di riferimento), laddove il committente nella fase di sottoscrizione della lettera di incarico sia stato informato preventivamente delle potenziali criticità, previa analisi della comparabilità delle specifiche caratteristiche immobiliari, in via residuale potranno essere prese in considerazione le richieste di prezzi per immobili simili offerti in vendita (*asking price*); tuttavia la rilevanza di tale informazione deve essere chiaramente definita e analizzata in modo critico nonché giustificata, obbligatoriamente, nel rapporto estimativo”. Norma UNI 11612:2015 Stima del Valore di Mercato degli Immobili, pag. 3.

<sup>28</sup> <https://www.linkedin.com/pulse/evs-2025-il-primo-paper-informativo-%C3%A8-sugli-asking-giovanni-dgcw/?trackingId=HPwJGTH9QbG5WUwvoPM8fA%3D%3D>

<sup>29</sup> “If few recent transactions have occurred, the valuer may consider the prices of identical or similar assets that are listed or offered for sale, provided the relevance of this information is clearly established, critically analysed and documented. This is sometimes referred to as the comparable listings method and should not be used as the sole indication of value but can be appropriate for consideration together with other methods. When considering listings or offers to buy or sell, the weight afforded to the listings/ offer price should consider the level of commitment inherent in the price and how long the listing/offer has been on the market. For example, an offer that represents a binding commitment to purchase or sell an asset at a given price may be given more weight than a quoted price without such a binding commitment”. IVS 2025 – IVS 103 (Valuation Approaches: Appendix), A10.03.

<sup>30</sup> <https://www.linkedin.com/pulse/volte-ritornano-gli-asking-price-rubano-valutatore-immobiliare-zxgfc/?trackingId=YmE0bUruR4q21YC5pA3r3g%3D%3D>

## 1.4 Manuali e procedure di settore (linee guida)

Nel contesto dell'adozione degli *standard* valutativi, avviata dal *Codice delle Valutazioni*, e alla luce delle normative nazionali ed europee sempre più stringenti, negli anni 2010 emerge la necessità in ambito bancario, fiscale ed economico di stabilire linee guida operative per la valutazione immobiliare e aziendale, con l'obiettivo di uniformare i processi secondo criteri prestabiliti.

In generale, le linee guida sono un insieme di istruzioni sistematicamente definite e costantemente aggiornate, che indirizzano il comportamento e le pratiche da seguire in ambiti economici, finanziari e contabili, dove le valutazioni immobiliari sono applicate. Mentre gli *standard* valutativi si concentrano specificamente sulle modalità di effettuazione delle valutazioni immobiliari, le linee guida stabiliscono invece obiettivi predeterminati, indicando le valutazioni come strumento per raggiungere tali scopi.

Esemplificano questo approccio le *linee guida ABI* nel settore bancario, il *MOSI* nel campo fiscale (che, pur definendosi manuale, fornisce le linee guida per i tecnici dell'Agenzia delle Entrate nelle loro valutazioni), e i *PIV* nel settore economico-aziendalistico.



Figura 3. *Standard*, manuali e procedure



### 1.4.1 Le linee guida ABI

Al fine di consentire il rispetto delle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche (Banca d'Italia, circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 in recepimento degli accordi di Basilea II) e a seguito della situazione economica politica di fine anni 2000 per la grande recessione scoppiata negli Stati Uniti che, seppure aspetto marginale ha comunque contribuito ad accelerare i lavori, l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) nel 2011 pubblica la prima edizione delle linee guida.

Le *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie*<sup>31</sup>, giunte alla quinta edizione del 6 dicembre 2024 (a quella del 2011 seguirono le edizioni 2015, 2018, 2022), costituiscono nel settore bancario (ormai anche per altri ambiti) punto di riferimento per garantire una maggiore trasparenza delle operazioni di valutazione immobiliare.

Tante sono le novità dell'ultima edizione<sup>32</sup> che, come le precedenti, è redatta in conformità agli *IVS*, *EVS*, agli standard *RICS* e al *Codice delle Valutazioni*<sup>33</sup>.

### 1.4.2 Il MOSI

È del 2011 anche il *Manuale Operativo delle Stime Immobiliari* (MOSI) dell'ex Agenzia del Territorio - Direzione Centrale Osservatorio del Mercato Immobiliare e Servizi Estimativi, oggi Agenzia delle Entrate.

Rappresenta il “documento delle regole” in materia di valutazioni immobiliari rivolto ai tecnici dell'Agenzia al fine di uniformare i processi seguiti secondo *standard* qualitativi prefissati.

Come per le *linee guida ABI*, il *MOSI* è conforme agli *IVS* e al *Codice delle Valutazioni*.

---

<sup>31</sup> <https://www.abi.it/mercati/crediti/valutazioni-immobiliari/linee-guida-valutazioni-immobiliari/>

<sup>32</sup> Un approfondimento a cura del *project leader* del tavolo di lavoro Giampiero Bambagioni <https://www.dirittobancario.it/art/valutazione-degli-immobili-a-garanzia-delle-esposizioni-creditizie/>

<sup>33</sup> Le linee guida richiamano 70 volte gli *IVS*, 46 volte gli *EVS*, 41 volte il *Codice* e 40 volte lo standard *RICS*. Sono inconfutabile espressione cioè degli *standard* internazionali e dello *standard* nazionale. Stranamente però una parte della comunità dei valutatori riconosce ed applica le linee guida mentre manifesta ancora una forte resistenza nell'uso del *Codice*.

Seppure annovera procedimenti di stima cosiddetti “derivati” per far fronte a quei casi in cui le strette condizioni richieste dall’approccio teorico non possono essere messe in pratica, rappresenta tuttavia un valido strumento di lavoro non solo per i tecnici dell’Agenzia, ma più in generale per tutti gli operatori del settore delle stime immobiliari.

Il manuale, che non si sostituisce a un testo o a un trattato di estimo, offre alla fine oltre 150 pagine tra appendice operativa e richiami di teoria costituendo un ottimo ausilio per lo studio.

### **1.4.3 I PIV**

I *Principi Italiani di Valutazione* (PIV), pubblicati e promossi dall'*Organismo Italiano di Valutazione* (OIV)<sup>34</sup> e in vigore dal 1° gennaio 2016, rappresentano le linee guida per i professionisti del settore economico-aziendalistico nella valutazione di beni immobili, aziende, strumenti finanziari, impianti, macchinari, marchi e brevetti.

I *PIV* sono in sintonia con gli *IVS* e ne approfondiscono i contenuti, con particolare attenzione alle valutazioni legali indicate dal codice civile, garantendo un livello di dettaglio che supera gli *standard* internazionali. Come affermato da Luigi Guatri<sup>35</sup>, i *PIV* sono fondamentali per il corretto funzionamento dell'economia e dei mercati finanziari, poiché contribuiscono a incrementare la fiducia degli utenti delle valutazioni.

---

<sup>34</sup> <https://www.fondazioneoiv.it/>

<sup>35</sup> Economista, docente universitario e presidente onorario di OIV.

## Capitolo 2

### La metodologia estimativa in Italia in base agli *standard internazionali*

#### 2.1 “Marco Simonotti, un autentico rinnovatore dell’estimo”<sup>36</sup>

In Italia, quando si fa riferimento a metodologie di valutazione in conformità agli *standard* internazionali, nella quasi totalità dei casi si parla della metodologia sviluppata dal Professor Marco Simonotti<sup>37 38 39</sup>.



Figura 4. Prof. Marco Simonotti

Gli *standard* valutativi, le procedure di settore, i testi scientifici e universitari, i manuali scolastici, i testi della pratica professionale e i corsi di formazione organizzati periodicamente da vari enti, sia direttamente che indirettamente, si riflettono su questa metodologia.

Direttamente, dato che il Professor Simonotti è stato coautore del *Codice* insieme a Giampiero Bambagioni.

<sup>36</sup> Titolo della dell'intervento del Prof. Giovanni Signorello al convegno “Marco Simonotti, la scienza dell’estimo fra passato e futuro”, Catania 10 dicembre 2021. <https://www.geoval.it/old/wp-content/uploads/2023/05/Marco-Simonotti-un-autentico-rinnovatore-dellestimo.-Biografia-e-carriera-universitaria.pdf>

<sup>37</sup> Il ricordo in occasione del primo anno dalla scomparsa [https://www.youtube.com/watch?v=6-vnB\\_Algx8](https://www.youtube.com/watch?v=6-vnB_Algx8)

<sup>38</sup> Elenco delle pubblicazioni <https://www.geoval.it/old/wp-content/uploads/2023/05/Elenco-pubblicazioni-prof.-Simonotti.pdf>

<sup>39</sup> Convegno 10 dicembre 2021 <https://www.geoval.it/old/wp-content/uploads/2023/05/Elenco-pubblicazioni-prof.-Simonotti.pdf>

Indirettamente, dal momento che molti suoi allievi diretti hanno preso parte ai tavoli di lavoro per la redazione delle procedure di settore, portando avanti la metodologia da lui sviluppata; nei testi universitari, nei manuali scolastici e nei testi della pratica professionale, la sua metodologia è ampiamente citata, come evidenziato dalle bibliografie, dove i suoi manuali sono frequentemente menzionati. Lo stesso vale per i corsi di formazione, strutturati sulla base dei suoi insegnamenti<sup>40</sup>.

Dal punto di vista metodologico, Simonotti appartiene alla "scuola americana" della valutazione, come chiaramente riscontrabile nelle bibliografie dei suoi manuali, che fanno sempre riferimento al manuale americano *The Appraisal of Real Estate* dell'*Appraisal Institute*.

### **2.1.1 La “scuola americana”: *The Appraisal of Real Estate***

In tema di *standard* internazionali si identifica la “scuola americana” in contrapposizione a quella dei paesi del Commonwealth.

La tradizione americana risale agli anni Trenta con la fondazione nel 1932 dell'*American Institute of Real Estate Appraisers* (AIREA) e nel 1935 della *Society of Residential Appraisers* che avviano, senza non poche difficoltà, un processo per elevare gli *standard* nelle stime immobiliari. Dalla fusione delle sue associazioni nasce a Chicago nel 1991 l'*Appraisal Institute* (AI)<sup>41</sup>.

L'*Appraisal Institute*, che rappresenta la più grande comunità di valutatori immobiliari negli Stati Uniti, pubblica la rivista trimestrale *The Appraisal Journal* e il manuale di valutazione immobiliare *The Appraisal of Real Estate*, giunto alla sua 15a edizione del 2020.

Il manuale indubbiamente rappresenta la fonte più autorevole di metodi e tecniche riconosciuti per i professionisti della valutazione riportando altresì, a differenza degli *standard*, anche formule ed esemplificazioni.

Nelle figure 5, 6 e 7 che seguono si riporta l'indice dei contenuti.

---

<sup>40</sup> Il primo “Corso speciale per la formazione di *tutors* in valutazioni immobiliari” fu progettato, diretto e tenuto da Simonotti a Genova nel 2003. Ne seguirono altri tre. Da allora i *tutors* formati direttamente da Simonotti e via via gli altri da loro stessi formati hanno tenuto centinaia di corsi strutturati sulla base del materiale scientifico preparato dal professore.

<sup>41</sup> <https://www.appraisalinstitute.org/>



## Table of Contents

Foreword .....	ix
Acknowledgments .....	xi
<b>PART I</b>	<b>Real Estate and Its Appraisal</b>
Chapter 1	Introduction to Appraisal ..... 1
Chapter 2	Land, Real Estate, and Ownership of Real Property..... 9
Chapter 3	The Nature of Value.....15
Chapter 4	The Valuation Process.....29
<b>PART II</b>	<b>Identification of the Problem</b>
Chapter 5	Elements of the Assignment .....39
Chapter 6	Identifying the Type of Value and Its Definition .....47
Chapter 7	Identifying the Rights to Be Appraised .....59
<b>PART III</b>	<b>Scope of Work Determination</b>
Chapter 8	Scope of Work .....75

Figure 5. Indice  
*The Appraisal of  
Real Estate*

<b>PART IV</b>	<b>Data Collection and Property Description</b>
Chapter 9	Data Collection .....81
Chapter 10	Economic Trends in Real Estate Markets and Capital Markets .....111
Chapter 11	Neighborhoods, Districts, and Market Areas.....137
Chapter 12	Land and Site Description .....165
Chapter 13	Building Description.....193
<b>PART V</b>	<b>Data Analysis</b>
Chapter 14	Statistical Analysis in Appraisal.....249
Chapter 15	Market Analysis .....273
Chapter 16	Applications of Market Analysis .....289
Chapter 17	Highest and Best Use Analysis.....305
Chapter 18	The Application of Highest and Best Use Analysis.....317
<b>PART VI</b>	<b>Land Value Opinion</b>
Chapter 19	Land and Site Valuation. ....335
<b>Part VII</b>	<b>Application of the Approaches to Value</b>
Chapter 20	The Sales Comparison Approach .....351
Chapter 21	Comparative Analysis .....371
Chapter 22	Applications of the Sales Comparison Approach.....397
Chapter 23	The Income Capitalization Approach .....413
Chapter 24	Income and Expense Analysis .....435
Chapter 25	Direct Capitalization.....459
Chapter 26	Yield Capitalization.....475
Chapter 27	Discounted Cash Flow Analysis and Investment Analysis .....493
Chapter 28	Applications of the Income Capitalization Approach .....505
Chapter 29	The Cost Approach .....525
Chapter 30	Building Cost Estimates.....543
Chapter 31	Depreciation Estimates.....559

Figure 6. Indice  
*The Appraisal of  
Real Estate*

Copyrighted material licensed by Geo. Val. Expert Associations on July 4, 2024

<b>PART VIII</b>	<b>Reconciliation of the Value Indications and Final Opinion of Value</b>	
<b>Chapter 32</b>	Reconciling Value Indications .....	599
<b>PART IX</b>	<b>Report of Defined Value</b>	
<b>Chapter 33</b>	The Appraisal Report .....	605
<b>PART X</b>	<b>Appraisal Practice Specialties</b>	
<b>Chapter 34</b>	Review .....	627
<b>Chapter 35</b>	Consulting .....	645
<b>Chapter 36</b>	Valuation for Financial Reporting .....	651
<b>Chapter 37</b>	Valuation of Real Property with Related Non-real Estate Items .....	663
<b>ADDENDA</b>		
<b>Index</b>	.....	681

Supplementary content is available online at  
[www.appraisalinstitute.org/15th-edition-appendices/](http://www.appraisalinstitute.org/15th-edition-appendices/)

**Appendix A** Professional Practice and Law  
**Appendix B** Regression Analysis and Statistical Applications  
**Appendix C** Financial Formulas  
Bibliography

Table of Contents vii

Figura 7. Indice  
*The Appraisal of  
Real Estate*

## 2.2 I procedimenti di stima

Secondo Simonotti “nell’assiomatizzazione estimativa i postulati rappresentano le fondamenta sulle quali poggia l’edificio che sorregge il giudizio di stima mentre i procedimenti di stima sono teoremi che costituiscono la struttura portante. Tramite i procedimenti di stima si giunge alla formulazione quantitativa della valutazione”<sup>42</sup>.

I metodi di valutazione possono essere suddivisi in due categorie: quelli orientati al mercato (*market oriented*) e quelli focalizzati sulla redditività degli immobili (*yield oriented*). Come sarà approfondito successivamente, in realtà tutti i metodi, in modo diretto o indiretto, si basano sul mercato, in quanto fanno riferimento alla raccolta e all’analisi dei dati di mercato.

Infine, per determinare il valore di mercato e gli altri valori che non corrispondono al valore di mercato, gli *standard* valutativi includono anche il metodo del costo (*cost approach*).

<sup>42</sup> Marco Simonotti, Metodi di stima immobiliare. Applicazione degli standard internazionali. Trattato teorico pratico. Dario Flaccovio Editore 2006, pag. 173.

### 2.2.1 Procedimenti orientati al mercato

*Market oriented* sono procedimenti il cui approccio di stima è fondato sulla rilevazione diretta dei dati di mercato<sup>43</sup> (*market approach*).

Nell'ambito del *market approach* si ha:

- il metodo del confronto di mercato (*market comparison approach MCA*);
- il metodo del confronto di mercato “avanzato” (*market comparison approach MCA 2.0*)<sup>44</sup>;
- il sistema di stima (anche sistema generale di stima);
- il procedimento misto *market comparison approach* e sistema di stima;
- il sistema di ripartizione;
- l'analisi di regressione.

### 2.2.2 Procedimenti orientati alla redditività

*Yield oriented* sono procedimenti il cui approccio di stima è fondato sulla capitalizzazione del reddito mettendo in relazione il reddito con il valore di mercato (*income approach*).

Nell'ambito dell'*income approach* si ha:

- il metodo della capitalizzazione diretta (*direct capitalization*)<sup>45</sup>;
- il metodo della capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*)<sup>46</sup>;
- l'analisi del flusso di cassa scontato (*discounted cash flow analysis*)<sup>47</sup>.

---

<sup>43</sup> “Il dato di mercato è costituito dal prezzo o dal canone di mercato veri riferiti alla data del contratto e delle caratteristiche tecnico-economiche dell'immobile”. Marco Simonotti, Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019, pag. 46.

<sup>44</sup> Simonotti, M., Ciuna, M., Salvo, F., & De Ruggiero, M. (2016). *Measurements of rationality for a scientific approach to the market- oriented methods. Journal of real estate literature*, Volume 24, Issue 2 (2016), 403-427. Trattasi di MCA con ricorso a coefficienti numerici in grado di correggere le duplicazioni (il caso ad esempio della caratteristica “superficie”), conducendo a risultati di stima più affidabili e procedimenti semplificati. La denominazione “MCA 2.0” è stata attribuita durante il corso avanzato sugli *standard* di valutazione tenuto a Catania nel giugno 2019 dalla Prof.ssa Francesca Salvo dell'Università della Calabria, che oggi rappresenta la maggiore conoscitrice della metodica.

<sup>45</sup> “Chapter 25. Direct Capitalization”. Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition, pag. 459.

<sup>46</sup> “Chapter 26 Yield Capitalization”. Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition, pag. 475.

<sup>47</sup> “Chapter 27 Discounted Cash Flow Analysis and Investment Analysis”. Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition, pag. 493.

In questo contesto si inserisce anche la capitalizzazione ciclica (*cyclical capitalization*)<sup>48</sup>.

### 2.2.3 Metodo del costo

*Cost approach* è un procedimento che stima il valore di mercato di un immobile sommando i valori di mercato di suolo e fabbricato sulla base del principio di sostituzione<sup>49</sup>. Il valore del fabbricato è stimato in base al costo di ricostruzione attuale e tenendo conto del suo stato (costo di ricostruzione deprezzato).

È un approccio “slegato” dal mercato, trova applicazione in tutti quei casi di assenza di un mercato attivo ed è particolarmente suggerito quindi per la stima di immobili strumentali, speciali, secondari o parti di immobili complessi.

---

<sup>48</sup> Un metodo che analizza un intero ciclo di mercato presupponendo più saggi di capitalizzazione. Una metodica introdotta nel 2001 dal Prof. Maurizio d'Amato del Politecnico di Bari e da lui ripresa recentemente in seguito al richiamo della procedura, seppur indirettamente, dagli IVS 2017.

<sup>49</sup> Principio secondo il quale “un compratore non è disposto a pagare un immobile a una somma maggiore del valore di mercato di un'area edificabile e del costo di costruzione di un nuovo immobile che presenta la stessa utilità tecnico-funzionale dell'immobile esistente”. Marco Simonotti, Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019, pag. 466.



## Capitolo 3

### Capitalizzazione diretta e capitalizzazione finanziaria: uguale valore di mercato

#### 3.1 Capitalizzazione diretta

Il metodo della capitalizzazione diretta (*direct capitalization*)<sup>50</sup> trasforma direttamente il reddito generato da un immobile nel suo valore di mercato, calcolando il reddito annuo (R) e dividendolo per un saggio di capitalizzazione (i) o, alternativamente, moltiplicandolo per un coefficiente (GRM *gross rent multiplier*)<sup>51</sup>.

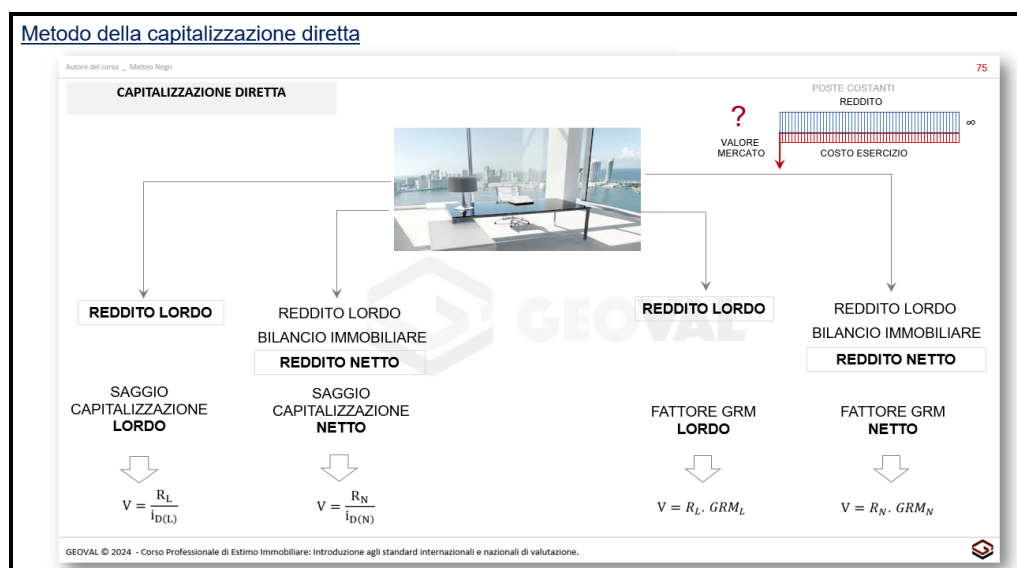


Figura 8. La capitalizzazione diretta (fonte: Geo.Val.)

La capitalizzazione diretta è una metodica di stima comunemente adottata per valutare immobili che sono già in attività su una base consolidata o quando si assume che il loro reddito sia “stabilizzato”.

Questa metodologia è particolarmente utile quando ci sono vendite comparabili sufficienti, con caratteristiche simili in termini di rischio, reddito, costi, ubicazione e altre caratteristiche fisiche, dalle quali è

<sup>50</sup> “Direct capitalization is a method used in the income capitalization approach to convert a single year’s income expectancy into a value indication. This conversion is accomplished in one step, either by dividing the net operating income estimate by an appropriate income rate or by multiplying the income estimate by an appropriate factor”. Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition, pag. 459.

<sup>51</sup> Secondo Simonotti dal 2019 “RPR” Rapporto Prezzo-Reddito ed è il reciproco del saggio di capitalizzazione.

possibile derivare i saggi di capitalizzazione oppure in presenza di dati certi e dimostrabili affinché con metodi alternativi possano calcolarsi.

Tuttavia, la capitalizzazione diretta può essere meno efficace nel caso di immobili che sono in una fase iniziale di locazione o che presentano redditi e spese che variano irregolarmente nel tempo.

### 3.1.1 Reddito netto e reddito lordo

Nel metodo della capitalizzazione diretta il reddito lordo dell'immobile è costituito dal canone di mercato e da altre eventuali entrate<sup>52</sup>. Il reddito lordo diminuito dei costi di esercizio definisce il reddito netto che viene determinato attraverso il bilancio estimativo.

Il bilancio estimativo è un bilancio economico che determina il reddito netto a partire dall'analisi dei ricavi e dei costi a carico della parte proprietaria dell'immobile. È annuo (come per qualsiasi bilancio aziendale), preventivo (previsione di risultati futuri), medio (ricavi e costi sono previsti con distribuzioni normali), ordinario (nel rispetto del principio dell'ordinarietà).

Attivo	
• Canone e altre entrate	Reddito lordo
Passivo	
• Manutenzione	
• Assicurazione	
• Management	
• Utenze e servizi	
• Sfitto e inesigibilità	
• Quota di ammortamento	Costo di esercizio
Saldo	Reddito netto

Tabella 1 – Schema bilancio estimativo<sup>53</sup>

Nel metodo della capitalizzazione diretta si può capitalizzare indifferentemente il reddito netto utilizzando il saggio di capitalizzazione netto oppure il reddito lordo con il saggio di capitalizzazione lordo; in

<sup>52</sup> Per servizi, prestazioni o altro. In un condominio, ad esempio, i ricavi per l'installazione di una antenna o un cartellone pubblicitario.

<sup>53</sup> Per come proposto da Simonotti dal 2019.

entrambi i casi, si ottiene lo stesso valore di stima. Sebbene questo principio possa sembrare ovvio, è stato solo in tempi recenti proposto per la prima volta da Simonotti<sup>54</sup> (ved. dimostrazione nel caso studio pag. 77).

### 3.1.2 Ricerca del saggio di capitalizzazione

Il saggio di capitalizzazione non rappresenta una grandezza intrinseca che emerga in modo naturale dal mercato immobiliare, come accade, ad esempio, per il tasso di interesse applicato ai capitali monetari, al contrario, si tratta di una grandezza che viene calcolata a partire da altri parametri derivati.<sup>55</sup>

Secondo gli *standard* internazionali di valutazione, la determinazione del saggio di capitalizzazione deve essere basata su dati di mercato concreti, comprendendo informazioni sui prezzi, i redditi, le relative tendenze, nonché sulle prassi del settore e le aspettative degli operatori del mercato<sup>56</sup>.

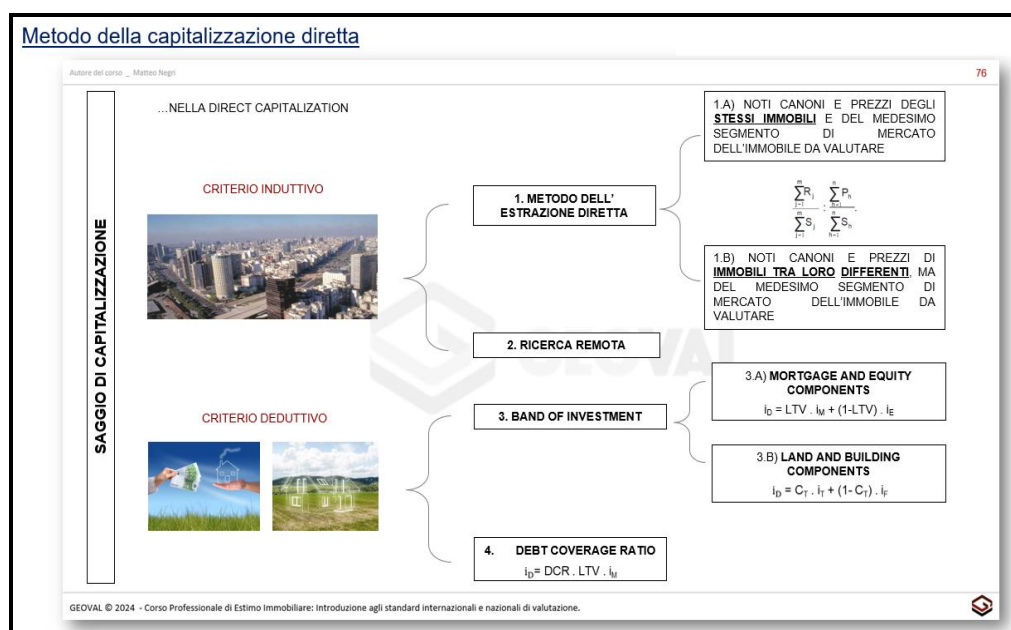


Figura 9. Ricerca induttiva e deduttiva del saggio (fonte: Geo.Val.)

<sup>54</sup> Prima di Simonotti la letteratura estimativa italiana aveva sempre privilegiato la capitalizzazione del reddito netto, sebbene non sempre fosse chiaramente indicato l'uso del saggio di capitalizzazione netto, espresso nella formula  $V = R_n / r$ . Nella pratica professionale si osserva frequentemente che il reddito netto venga erroneamente capitalizzato utilizzando il saggio di capitalizzazione lordo.

<sup>55</sup> Codice delle Valutazioni Immobiliari | Italian Property Valuation Standard. Tecnoborsa quinta edizione 2018, pag. 132.

<sup>56</sup> "The most common way of establishing the capitalisation rate is through the analysis of transactions in respect of comparable properties that are rented". EVS 2025 – II. Valuation Methodology, 7.12.

### 3.1.2.1 Criterio induttivo

La ricerca induttiva del saggio di capitalizzazione si basa sulla rilevazione di redditi e di prezzi nello stesso segmento di mercato (estrazione diretta del saggio) o, in mancanza di redditi o di prezzi, in un segmento di mercato prossimo (ricerca remota del saggio)<sup>57</sup>. Il saggio di capitalizzazione è dato dal rapporto tra i redditi e i prezzi (“grandezza derivata”) e il suo reciproco costituisce il fattore moltiplicatore *gross rent multiplier* (rapporto Prezzo-Reddito).

Con Simonotti redditi e prezzi sono espressi in valore unitario dimodoché la rilevazione delle superfici immobiliari consenta di standardizzare i dati rendendo possibile il loro rapporto reddito e prezzi anche in numero diverso. Il processo per determinare il saggio di capitalizzazione consiste nell'acquisire un campione di canoni di mercato  $R_j$  relativi a immobili con superficie  $S_j$  (con  $j$  che varia da 1 a  $m$ ) e un campione di prezzi di mercato  $P_h$  per immobili con superficie  $S_h$  (con  $h$  che va da 1 a  $n$ ). Il valore medio del saggio di capitalizzazione si ottiene attraverso il seguente calcolo:<sup>58</sup>

$$\text{saggio di capitalizzazione} = \frac{\sum_{j=1}^m R_j}{\sum_{j=1}^m S_j} : \frac{\sum_{h=1}^n P_h}{\sum_{h=1}^n S_h}.$$

Il saggio di capitalizzazione ( $i_L$  lordo) quindi è il rapporto tra redditi e prezzi medi unitari:

$$i_L = \frac{\frac{R_U + R_V + R_Z}{S_U + S_V + S_Z}}{\frac{P_E + P_G}{S_E + S_G}} = \frac{\bar{r}}{\bar{p}}$$

<sup>57</sup> Si deve a Simonotti la tecnica della ricerca remota che consente l'estrazione del saggio con dati puntuali di redditi e prezzi in un segmento di mercato prossimo da non intendersi solo per localizzazione (zona centrale con zona periferica ad esempio) ma anche per tipologia o destinazione o dimensione.

<sup>58</sup> Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie dell'ABI, quinta edizione 6 dicembre 2024, pag. 55.

Detraendo al saggio di capitalizzazione lordo l'incidenza delle spese di esercizio sul canone lordo di mercato, si ottiene il saggio di capitalizzazione netto. Questo spiega il motivo per cui capitalizzando il reddito netto con il saggio netto oppure il reddito lordo con il saggio di capitalizzazione lordo si ottiene lo stesso valore di stima (ved. punto 2 a pag. 75).

### 3.1.2.2 Criterio deduttivo

La ricerca deduttiva si basa su modelli che cercano di riprodurre il mercato immobiliare, senza fare affidamento sulla raccolta diretta dei dati, tipica della ricerca induttiva <sup>59</sup>. Questo approccio è utilizzato quando mancano dati di mercato (anche nel segmento prossimo) o come strumento di verifica per il saggio ottenuto tramite il metodo induttivo.

Per l'*Appraisal Institute*<sup>60</sup> *“Overall capitalization rates can be estimated with various techniques. The techniques used depend on the quantity and quality of data available. When supported by appropriate market data, accepted techniques include*

- *Derivation from comparable sales*
- *Band of investment—mortgage and equity components*
- *Band of investment—land and building components*
- *Debt coverage analysis*
- *Analysis of yield capitalization rates (the property model)*
- *Surveys”*.

Il *band of investment* rappresenta una metodologia per stimare il saggio di capitalizzazione che si basa sulla separazione dell'immobile nelle sue componenti finanziarie (*“mortgage and equity components”*) o tecnico-economiche (*“land and building components”*). Nel primo caso, il saggio di capitalizzazione viene calcolato come una media ponderata tra il saggio della parte finanziata e il saggio della parte autofinanziata, con la ponderazione determinata dalla percentuale di mutuo erogato. Nel

---

<sup>59</sup> Marco Simonotti, Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019, pag. 326.

<sup>60</sup> Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition, pag. 460.

secondo caso, invece, si calcola come una media ponderata tra il saggio di capitalizzazione del terreno e quello del fabbricato, con la ponderazione che dipende dalla proporzione dell'area occupata dal terreno e dal fabbricato (rapporto complementare)<sup>61</sup>.

Un'altra tecnica utilizzata per determinare il saggio di capitalizzazione nell'ambito della ricerca deduttiva è quella del rapporto di copertura del debito (*debt coverage ratio DCR*), che proviene dal campo delle stime cauzionali. In questo caso, il saggio di capitalizzazione si ottiene moltiplicando il rapporto di copertura del debito per il tasso di capitalizzazione del mutuo e la percentuale di mutuo erogato<sup>61</sup>.

### 3.1.2.3 Approcci additivi e approccio semplificato

Nel processo di estrazione del saggio di capitalizzazione, si distinguono due approcci: gli approcci additivi e l'approccio semplificato, che differiscono nelle modalità di calcolo e nelle tecniche utilizzate.

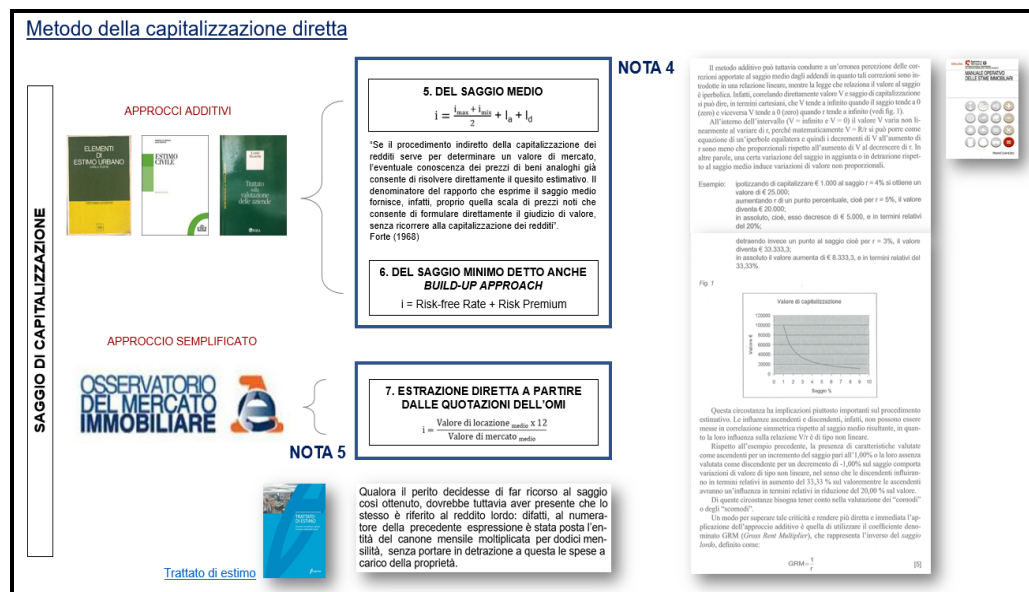


Figura 10. Approcci additivi e approccio semplificato

Gli approcci additivi comprendono le metodologie sviluppate da Forte e Orefice, che prevedono l'applicazione di correzioni (“influenze

<sup>61</sup> Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie dell'ABI, quinta edizione 6 dicembre 2024, pag. 56.

ascendenti” e “influenze discendenti”) a un saggio medio, e la tecnica più moderna e diffusa del *build-up approach*, derivante dalla teoria economica. Quest'ultima si fonda sulla somma di due componenti principali: il tasso privo di rischio (*risk-free rate*) e il premio di rischio (*risk premium*).

Entrambi questi approcci, tuttavia, presentano delle criticità. In particolare, nelle tecniche basate su correzioni ascendenti e discendenti, le modifiche apportate al saggio di capitalizzazione non sono proporzionali. Ciò accade perché la relazione tra valore e saggio è descritta da un'iperbole equilatera ( $V = R/i$ ), la quale non segue una linearità. A tal riguardo, il *MOSI* propone allora di applicare le correzioni al reciproco del saggio di capitalizzazione ovvero al *gross rent multiplier* (GRM) che, essendo una funzione lineare, consente di apportare correzioni proporzionali e quindi migliorare la precisione della stima.

Per quanto concerne la tecnica del *build-up approach*, pur essendo solida dal punto di vista teorico, nella pratica professionale si riscontra frequentemente un alto grado di soggettività, soprattutto nella determinazione della componente relativa al *risk premium*, che può variare sensibilmente in base all'esperienza e alla valutazione dell'analista.

Infine, l'approccio semplificato che prevede l'estrazione del saggio di capitalizzazione attraverso il rapporto tra le quotazioni di reddito e le quotazioni di prezzo<sup>62</sup>. Sebbene questa metodologia risulti pratica e rapida, offre una visione meno dettagliata rispetto alle tecniche di estrazione del saggio di capitalizzazione con criterio induttivo e deduttivo.

---

<sup>62</sup> Nella pratica professionale le più conosciute e impiegate sono le quotazioni pubblicate semestralmente dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/schede/fabbricatiterreni/omi/banche-dati/quotazioni-immobiliari>

Riguardo l'approccio semplificato per la prima volta viene proposto nel Trattato di Estimo. Maurizio Michieli e Giovanni Battista Cipolotti, Trattato di estimo. Edagricole 2018, pag. 377.

### 3.1.3 La stima analitica, doppia stima e media dei valori

Per l'estimo della tradizione italiana i criteri di stima o aspetti economici o tipo di valore sono (criteri di stima fondamentali):

- il “*più probabile valore di mercato*”;
- il “*più probabile valore di costo*”,

da cui derivano (criteri di stima derivati):

- il “*più probabile valore i trasformazione*”;
- il “*più probabile valore di surrogazione*”;
- il “*più probabile valore complementare*”;
- il “*più probabile valore di capitalizzazione*”.

Se ne contempla anche un settimo nell'ambito dell'estimo ambientale:

- il “*più probabile valore d'uso sociale*”.

Capisaldi dell'estimo italiano sono i 5 postulati estimativi:

- “*il valore dipende dallo scopo o ragione pratica del giudizio di stima*”;
- “*la previsione è il carattere immanente del giudizio di stima*”;
- “*il prezzo è il fondamento del giudizio di stima*”;
- “*il giudizio di stima è comparativo*”;
- “*il giudizio di stima è ordinario*”.

A questi si aggiunge il principio dell'unicità del metodo di stima: la comparazione.

Nella stima del più probabile valore di mercato si distinguono due procedimenti:

- il procedimento sintetico (o *stima sintetica*);
- il procedimento analitico (o *stima analitica*).

Nel procedimento sintetico, il parametro di comparazione è un parametro tecnico direttamente misurabile (ad esempio, la superficie), mentre nel procedimento analitico il parametro di comparazione è un parametro economico, determinato tramite un bilancio estimativo (come il beneficio fondiario o il reddito netto o lordo).

La stima del valore di mercato con il procedimento analitico e la stima



del valore di capitalizzazione sono espresse in entrambi i casi dalle seguenti formule:

$$V = Bf/r \text{ oppure } V = R/i$$

dove:

- V è il valore di mercato o di capitalizzazione;
- Bf è il beneficio fondiario (nelle stime in ambito rurale);
- r è il saggio di capitalizzazione;
- R è il reddito (netto o lordo);
- i è il saggio di capitalizzazione.

Nel procedimento analitico, l'algoritmo deriva dall'equazione di comparazione<sup>63</sup>, dove il saggio rappresenta il rendimento degli immobili, definito dal mercato immobiliare. Invece, nella stima basata sul criterio di capitalizzazione dei redditi, l'algoritmo è l'accumulazione iniziale dei redditi annui, costanti, posticipati e illimitati (derivante dalla matematica finanziaria), e il saggio è assegnato indipendentemente dal mercato immobiliare, essendo prefissato per soddisfare specifiche esigenze (ad esempio, per la stima del valore di un diritto di usufrutto o di enfiteusi, per determinare il debito residuo di un mutuo o il valore catastale di un immobile).

La stima analitica del valore di mercato, vista sotto una logica comparativa, rende superflue tutte quelle ipotesi definite come "*ipotesi della stima analitica*"<sup>64</sup>. Con il reddito e il saggio al momento della stima, il valore di mercato viene stimato nello stesso modo in cui avviene con il procedimento sintetico; una stima monoparametrica in cui, anziché utilizzare la consistenza come parametro, si fa riferimento al reddito.

Dello stesso avviso sono Hans Lind e Bo Nordlund della *Royal Institute of Technology* (KTH)<sup>65</sup> di Stoccolma che in un articolo<sup>66</sup> pubblicato nel 2014 propongono una nuova "*categorizzazione*" dei metodi valutazione.

---

<sup>63</sup> "La capitalizzazione è un procedimento per confronto diretto basato sul parametro economico reddito". Salvatore Corrado Misseri, 1960.

<sup>64</sup> "Apparirebbero superflue tutte quelle ipotesi note, appunto, come ipotesi della stima analitica". Salvatore Corrado Misseri, 1977.

<sup>65</sup> <https://www.kth.se/om/fakta>

<sup>66</sup> Hans Lind e Bo Nordlund, A Transparent Two-Step Categorization of Valuation Methods. *The Appraisal Journal*, Summer 2014:244-251.

Lind e Nordlund sostengono che entrambi i metodi impiegati dovrebbero essere considerati come un approccio basato sul confronto, escludendo la possibilità di un approccio fondato sul reddito. Essi identificano come "*variabili strategiche*" i parametri utilizzati per il confronto.

Infine, quando gli immobili di confronto appartengono allo stesso segmento di mercato dell'immobile oggetto di stima, l'uso combinato dei due metodi nella stessa valutazione risulta superfluo. In questo caso, la determinazione del valore di mercato è più accurata se basata sulla rilevazione diretta dei prezzi di mercato e sull'applicazione del metodo sintetico di stima<sup>67</sup>. In altre parole, utilizzando gli stessi dati di mercato, sia il procedimento sintetico sia quello analitico conducono alla stima del medesimo valore di mercato. In tale contesto, si solleva la questione del significato della "doppia stima" e, in particolare, della giustificazione della media dei due valori, una prassi comune in quasi tutte le relazioni di stima.

### **3.2 Capitalizzazione finanziaria**

Il metodo della capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*) applica tecniche di analisi finanziaria per convertire i redditi futuri attesi da un immobile in un valore attuale di mercato, utilizzando un saggio di capitalizzazione finanziaria<sup>68</sup>.

Questo approccio riproduce l'intero ciclo dell'investimento immobiliare, dalla fase di acquisto iniziale fino alla vendita finale, durante la quale si può ottenere un guadagno o una perdita rispetto al capitale investito. Il flusso di cassa associato all'investimento immobiliare considera anche le variazioni nei canoni di mercato, le potenziali altre entrate e i costi di gestione. "*Yield capitalization is the more complex of the two fundamental methods used in the income capitalization approach to value [...] Yield capitalization is used to convert explicit future economic benefits into an indication of present value by applying an appropriate discount rate*"<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> Laura Milazzo e Giovanni Rubuano, La doppia stima degli immobili. Aestimum 71, Dicembre 2017: 265-277.

<sup>68</sup> Marco Simonotti, Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019, pag. 352.

<sup>69</sup> Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition, pag. 475.

Con il metodo della capitalizzazione finanziaria il valore di mercato in formula è pari a:

$$V = \sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$$

dove:

- V è il valore di mercato
- $R_t$  è il reddito lordo annuo variabile, posticipato dell'immobile nel periodo di disponibilità;
- $C_t$  è il costo di esercizio annuo variabile, posticipato dell'immobile nel periodo di disponibilità;
- $R_n$  è il reddito lordo previsto dell'ultimo anno;
- $C_n$  è il costo di esercizio previsto dell'ultimo anno;
- $i_{D(N)F}$  è il saggio di capitalizzazione netto dell'ultimo anno (finale) o *coming-out capitalization rate*;
- $\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}}$  è il valore di mercato finale dell'immobile;
- n è la durata del periodo di disponibilità dell'immobile fino alla rivendita;
- t è un anno generico;
- $i_Y$  è il saggio di capitalizzazione annuo nella metodica della capitalizzazione finanziaria.

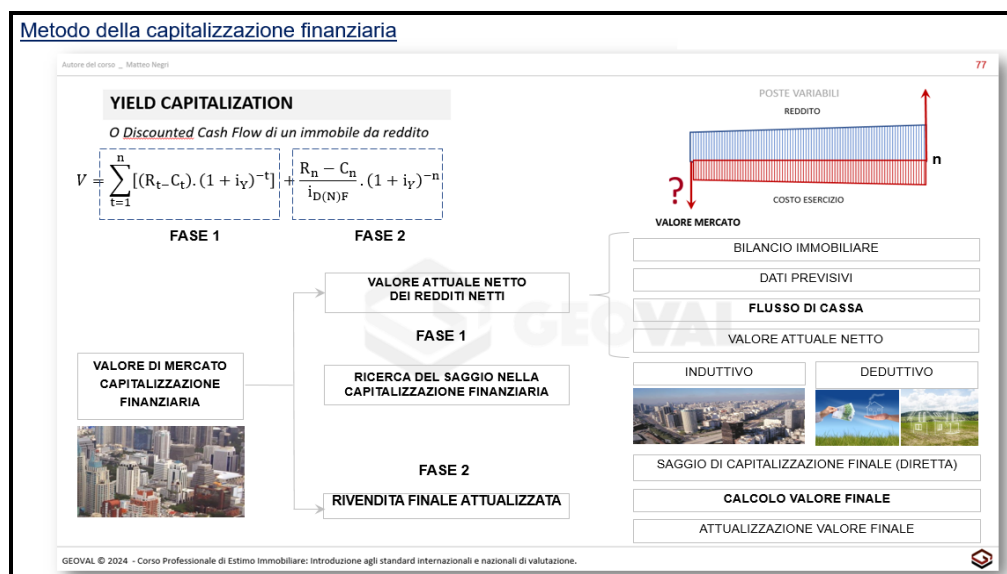


Figura 11. La capitalizzazione finanziaria (fonte: Geo.Val.)

### 3.2.1 Bilancio immobiliare

Nel metodo della capitalizzazione finanziaria, il flusso di cassa si concentra sul bilancio estimativo, che tiene conto dei redditi lordi e dei costi al momento della stima (primo anno). A partire da questi dati iniziali, vengono applicati degli indici di variazione per proiettare i redditi lordi e i costi per ciascun anno del periodo di disponibilità, determinando così la redditività futura dell'immobile. L'indicizzazione di ricavi e costi può essere continua, se si applicano tassi annuali di variazione, creando uno schema standard per l'analisi del flusso di cassa, oppure discontinua, se gli aggiornamenti di ricavi e costi avvengono a intervalli specifici.

Il periodo di disponibilità rappresenta l'arco di tempo previsto durante il quale è possibile usare, impiegare e sfruttare un *asset* immobiliare, dal momento dell'acquisto fino alla sua eventuale vendita ed in genere corrispondere alla durata del contratto di locazione o di un suo multiplo o sottomultiplo. Secondo l'*Appraisal Institute*, "*the projection period is a presumed period of ownership for analysis and valuation purposes. In other words, the projection period is a period of time over which expected cash flows are forecast for the purposes of analysis and valuation*"<sup>70</sup>.

### 3.2.2 Ricerca del saggio di capitalizzazione finanziaria

Nel metodo della capitalizzazione finanziaria, il saggio di capitalizzazione corrisponde al tasso di rendimento interno del flusso di cassa dell'investimento che prevede una uscita iniziale pari al prezzo di acquisto, seguito da una serie di redditi annuali variabili e un ricavo finale corrispondente al prezzo di vendita dell'immobile al termine del periodo di disponibilità<sup>71</sup>.

In generale, il tasso di rendimento interno (TIR), o *internal rate of return* (IRR), è il tasso che equilibra la somma attualizzata dei ricavi con la somma attualizzata dei costi, azzerando così il valore attuale netto (VAN) del flusso

---

<sup>70</sup> Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition*, pag. 478.

<sup>71</sup> Marco Simonotti, *Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019*, pag. 368.

di cassa. In un'operazione di investimento, questo tasso indica la redditività per la quale i ricavi vengono reinvestiti allo stesso tasso dei costi. Nella valutazione immobiliare, il TIR è utilizzato come tasso di sconto nei procedimenti di capitalizzazione del reddito.



Figura 12. Ricerca induttiva e deduttiva del saggio (fonte: Geo.Val.)

### 3.2.2.1 Criterio induttivo

Nella ricerca induttiva del saggio di capitalizzazione finanziaria, si procede innanzitutto alla selezione degli immobili comparabili, adottando criteri omogenei che comprendono fattori quali ubicazione, destinazione d'uso, caratteristiche fisiche e altre variabili pertinenti. Successivamente, vengono analizzati i redditi, i prezzi e le principali variabili di stima associate a ciascun immobile, tra cui gli indici di variazione dei redditi e dei costi, l'andamento dei prezzi, la percentuale di incidenza delle voci di costo nel bilancio estimativo e il periodo di disponibilità.

Sulla base di queste informazioni, vengono costruiti i flussi di cassa e, per ciascun flusso di cassa così elaborato, si calcola il tasso di rendimento interno. Il saggio di capitalizzazione finanziaria viene quindi determinato come la media (aritmetica o ponderata) di questi tassi di rendimento interno, con una motivazione chiara e trasparente per la

scelta tra media semplice e ponderata, che può essere influenzata dall'entità dell'investimento o dal valore di mercato degli immobili comparabili.

In questo modo, il processo risulta preciso e giustificato, assicurando trasparenza e adeguatezza nella stima del saggio di capitalizzazione finanziaria.

### **3.2.2.2 Criterio deduttivo: flusso di conversione**

In assenza di dati di mercato o per finalità di verifica, il saggio di capitalizzazione finanziaria può essere determinato in modo indiretto, combinando il saggio ottenuto tramite il metodo della capitalizzazione diretta con il tasso di variazione dei redditi e il tasso di svalutazione o rivalutazione del valore di mercato dell'immobile.<sup>72</sup>

Questo approccio, come suggerito anche dalle *linee guida dell'ABI*, si basa su un principio derivato dalla metodologia americana. Secondo l'*Appraisal Institute*, infatti, *“the total yield rate is a complete measure of performance that includes any property appreciation or depreciation upon resale and increase or decrease in income”*<sup>73</sup>.

Il principio è stato oggetto di riformulazioni e perfezionamenti nel corso degli anni. Nel 2006, Simonotti propone la *yield and change formulas* da applicare quando si prevede che l'immobile da stimare sia soggetto a rivalutazione o svalutazione secondo un saggio annuo (d) nel seguente modo<sup>74</sup>:

$$i' = i \pm d$$

dove:

i' è il saggio della capitalizzazione finanziaria;

i è il saggio di capitalizzazione.

Nel 2011, Simonotti perfeziona ulteriormente la formula, includendo

---

<sup>72</sup> Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie dell'ABI, quinta edizione 6 dicembre 2024, pag. 59.

<sup>73</sup> Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition*, pag. 485.

<sup>74</sup> Marco Simonotti, *Metodi di stima immobiliare. Applicazione degli standard internazionali. Trattato teorico pratico*. Dario Flaccovio Editore 2006, pag. 401.

nell'aggiustamento al saggio di capitalizzazione non solo la rivalutazione o svalutazione tramite il saggio annuo (d), ma anche le variazioni del reddito annuo (g) e del costo annuo (h), proponendo la *yield and change formulas* come segue<sup>75</sup>:

$$i_f = i \pm \Delta$$

dove:

- $i_f$  è il saggio della capitalizzazione finanziaria;
- $i$  è il saggio di capitalizzazione;
- $\Delta$  rappresenta l'aggiustamento dovuto alla variazione di reddito, costo e valore di mercato.

Tuttavia, applicando la *yield and change formulas* così proposta, il valore di mercato dell'immobile stimato tramite il metodo della capitalizzazione diretta (con saggio di capitalizzazione  $i$ ) risulta uguale al valore stimato tramite il metodo della capitalizzazione finanziaria (con saggio di capitalizzazione  $i_f$ ) solo nell'ipotesi in cui  $g = h = d$ .

Per giungere allora alla stima di uguali valori di mercato in applicazione di entrambe le metodiche, nel 2019 Simonotti introduce il principio del flusso di cassa di conversione con il quale, noto il saggio netto del metodo della capitalizzazione diretta, permette di calcolare il saggio di rendimento interno come saggio del metodo della capitalizzazione finanziaria<sup>76</sup>:

$$-(1 - y) + i_{D(N)} \cdot \sum_{t=1}^n [(1 + S_R)^{t-1} - y \cdot (1 + S_C)^{t-1}] \cdot (1 + i_y)^{-t} + (1 - y) \cdot \left( \frac{1 \pm d}{1 + i_y} \right)^n = 0$$

dove:

- $y$  è il rapporto tra il costo del primo anno e il reddito del primo anno;
- $i_{D(N)}$  è il saggio di capitalizzazione netto nel metodo della capitalizzazione diretta;
- $S_R$  è il tasso annuo di variazione del reddito;
- $S_C$  è il tasso annuo di variazione del costo;
- $n$  corrisponde al periodo di disponibilità;
- $t$  denota un anno generico all'interno del periodo di analisi;
- $d$  è il tasso annuo di variazione dei prezzi di mercato;

<sup>75</sup> Marco Simonotti, Valutazione immobiliare standard. STIMATRIX® 2011, pag. 298.

<sup>76</sup> Marco Simonotti, Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019, pag. 383.

-  $i_Y$  è il saggio di capitalizzazione annuo nella metodica della capitalizzazione finanziaria.

### **3.2.3 *Coming-out capitalization rate***

Nel metodo della capitalizzazione finanziaria, il valore finale (di rivendita) viene determinato utilizzando il metodo della capitalizzazione diretta applicato al reddito netto dell'ultimo anno del periodo di disponibilità. In questo ambito, il *coming-out capitalization rate* corrisponde al saggio di capitalizzazione finale utilizzato per questa stima.

Poiché il *coming-out capitalization rate* non può essere direttamente ricavato dal mercato (ovvero con criterio induttivo), la sua determinazione avviene attraverso un approccio deduttivo, che simula le dinamiche di mercato.

Si possono individuare due situazioni: la prima in cui il saggio di capitalizzazione finanziaria è stato calcolato utilizzando il metodo induttivo, e la seconda in cui tale saggio è stato determinato attraverso il metodo deduttivo.

#### **3.2.3.1 Nel criterio induttivo: equivalenza finanziaria**

Nella ricerca induttiva, come già evidenziato, il saggio di capitalizzazione finanziaria è determinato come la media (aritmetica o ponderata) dei saggi di rendimento interno dei flussi di cassa degli immobili comparabili. In questo contesto, non è possibile determinare direttamente il saggio di capitalizzazione finale, che dovrebbe riflettere il saggio annuo di variazione dei prezzi, a partire dal saggio di capitalizzazione diretta (*going-in capitalization rate*), poiché quest'ultimo non è disponibile.

Pertanto, il *coming-out capitalization rate* viene calcolato utilizzando una funzione del tipo  $x = f(x)$ , che in questo caso è nota come formula dell'equivalenza finanziaria<sup>77</sup> e viene espressa nel seguente modo:

---

<sup>77</sup> Marco Simonotti, Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019, pag. 357.



$$i_{D(N)F} = \frac{R_n - C_n}{\left[ \sum_{t=1}^n (R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t} + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n} \right] \cdot (1 + d)^n}$$

dove:

- $i_{D(N)F}$  è il saggio di capitalizzazione netto dell'ultimo anno (finale) o *coming-out capitalization rate*;
- $R_t$  è il reddito lordo annuo variabile, posticipato dell'immobile nel periodo di disponibilità;
- $C_t$  è il costo di esercizio annuo variabile, posticipato dell'immobile;
- $R_n$  è il reddito lordo previsto dell'ultimo anno;
- $C_n$  è il costo di esercizio previsto dell'ultimo anno;
- $n$  corrisponde al periodo di disponibilità fino alla rivendita;
- $t$  denota un anno generico all'interno del periodo di analisi;
- $i_Y$  è il saggio di capitalizzazione annuo nella metodica della capitalizzazione finanziaria.
- $d$  è il tasso annuo di variazione dei prezzi di mercato.

### 3.2.3.2 Nel criterio deduttivo

Nella ricerca deduttiva, come già anche in questo caso evidenziato, il saggio di capitalizzazione finanziaria viene determinato utilizzando il principio del flusso di cassa di conversione, facendo riferimento al saggio netto derivante dal metodo della capitalizzazione diretta.

In questo contesto, il *coming-out capitalization rate* rappresenterà il saggio netto della capitalizzazione diretta opportunamente “aggiustato” in base alle variabili estimative, come le variazioni dei redditi, dei costi e dei prezzi, nonché l'incidenza dei costi di esercizio sul canone di mercato. Ciò avviene senza la necessità di stimare il reddito dell'immobile e la relazione matematica di questo processo è espressa dalla seguente formula<sup>78</sup>:

<sup>78</sup> Marco Simonotti, Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019, pag. 399.

$$i_{D(N)F} = i_{D(N)} \cdot \frac{(1 + s_R)^{n-1} - y \cdot (1 + s_C)^{n-1}}{(1 - y) \cdot (1 + d)^n}$$

dove:

- $i_{D(N)F}$  è il saggio di capitalizzazione netto dell'ultimo anno (finale) o *coming-out capitalization rate*;
- $i_{D(N)}$  è il saggio di capitalizzazione netto nel metodo della capitalizzazione diretta;
- $S_R$  è il tasso annuo di variazione del reddito;
- $S_C$  è il tasso annuo di variazione del costo;
- $y$  è il rapporto tra il costo del primo anno e il reddito del primo anno;
- $d$  è il tasso annuo di variazione dei prezzi di mercato;
- $n$  corrisponde al periodo di disponibilità.

### 3.2.4 Uguale valore di mercato

Una riflessione importante riguarda il fatto che, nella pratica professionale e, più in generale, in contesti in cui non si dispone di una conoscenza approfondita del metodo della capitalizzazione finanziaria come proposta dalla metodologia americana e adattata in Italia da Simonotti, la capitalizzazione diretta e la capitalizzazione finanziaria vengono talvolta applicate in modo indistinto, senza una comprensione adeguata delle ragioni sottostanti alla scelta di una piuttosto che dell'altra. Nella migliore delle ipotesi, vengono trattate come due metodiche distinte, con la convinzione che possano condurre a valori di stima differenti. Nella peggiore delle ipotesi, si sottovaluta la reale necessità del metodo della capitalizzazione finanziaria, che viene sostituito dalla più conosciuta *discounted cash flow analysis* (DCFA).

In ogni caso, è fondamentale sottolineare che il metodo della capitalizzazione finanziaria può essere interpretato come un'estensione del metodo della capitalizzazione diretta, in quanto consente l'introduzione di più ipotesi estimative, rispetto a quella che si basa esclusivamente sulla costanza del reddito per un periodo illimitato,

capitalizzato con un unico saggio. Considerando la capitalizzazione finanziaria da questa prospettiva, il valore di stima ottenuto non dovrebbe differire significativamente da quello derivante dall'applicazione del metodo della capitalizzazione diretta.

Anche secondo l'*Appraisal Institute*, le due metodiche portano a “valori simili”: *“Both direct capitalization and yield capitalization are market-derived techniques, and when applied correctly they should result in similar value indications [...] With adequate information and proper use, direct and yield capitalization methods should produce similar results”*<sup>79</sup>.

Simonotti, tuttavia, sostiene che le due metodiche di stima – la capitalizzazione diretta e la capitalizzazione finanziaria – devono condurre alla stima di valori uguali, poiché entrambe si basano sulla rilevazione degli stessi canoni e prezzi di mercato. Per garantire che ciò avvenga, introduce nel modello della capitalizzazione finanziaria il principio del flusso di cassa di conversione e la ricerca, tramite anche l'applicazione dell'equivalenza finanziaria, del *coming-out capitalization rate*.

Nel metodo della capitalizzazione diretta, la valutazione del valore di mercato avviene in modo diretto attraverso il rapporto tra reddito e saggio di capitalizzazione. Al contrario, nel metodo della capitalizzazione finanziaria il processo è più complesso e si sviluppa progressivamente, utilizzando un flusso di cassa che incorpora variabili aggiuntive, come i tassi di variazione dei ricavi e dei costi, nonché l'influenza del tasso di variazione dei prezzi sul valore finale di uscita. Il valore attuale netto derivante da questo flusso di cassa rappresenta il valore di mercato, che si calcola in applicazione del saggio di capitalizzazione finanziaria e del *coming-out capitalization rate*, entrambi dipendenti dal saggio di capitalizzazione diretta, ottenuto attraverso il rapporto tra reddito e prezzo di mercato iniziali. Pertanto, il valore attuale netto non può discostarsi dal valore di mercato ottenuto con il metodo della capitalizzazione diretta: i risultati dei due metodi devono essere congruenti.

In pratica, mentre la capitalizzazione diretta si concentra esclusivamente sulla valutazione estimativa, la capitalizzazione finanziaria offre un quadro più completo, estendendosi oltre il semplice valore di mercato e permettendo di determinare anche il tasso di rendimento dell'investimento, fornendo così una valutazione di tipo economico<sup>80</sup>.

---

<sup>79</sup> Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition*, pag. 433.

<sup>80</sup> Marco Simonotti, *Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019*, pag. 441.

### 3.2.4.1 Una esemplificazione<sup>81</sup>

L'esemplificazione ha lo scopo di chiarire ulteriormente quanto esposto finora.

Si supponga di dover stimare un immobile con una superficie commerciale di 120 mq ("*subject*"). Dal medesimo segmento di mercato del *subject* vengono rilevati tre immobili comparabili con canone annuo lordo e superficie noti ("Immobile U", "Immobile V", "Immobile Z") e due immobili comparabili con prezzo di compravendita e superficie noti ("Immobile E", "Immobile G").

<i>Subject</i>	
Superficie (mq)	120,0

#### RILEVAZIONE DATI DI MERCATO

Canone	U	V	Z
Canone Lordo annuo	9.200,00 €	16.200,00 €	19.000,00 €
Superficie (mq)	95,0	124,0	136,2

Compravendite	E	G
Prezzo	299.000,00 €	360.000,00 €
Superficie (mq)	105,5	125,4

Con la ricerca induttiva (estrazione diretta) si stima il saggio lordo di capitalizzazione pari al 4,38%.

#### Estrazione del saggio di capitalizzazione lordo

$$i_L = \frac{\frac{R_U + R_V + R_Z}{S_U + S_V + S_Z}}{\frac{P_E + P_G}{S_E + S_G}} = \frac{\bar{r}}{\bar{p}} = \frac{\frac{44.400,00 \text{ €}}{355,2 \text{ mq}}}{\frac{659.000,00 \text{ €}}{230,9 \text{ mq}}} = \frac{125,00 \text{ €/mq}}{2.853,88 \text{ €/mq}} = 0,0438$$

Applicando poi il canone lordo annuo unitario di 125,00 €/mq alla superficie commerciale del *subject* di 120 mq, si ottiene il canone lordo annuo dell'immobile pari a € 15.000,00.

$$\text{Canone Lordo annuo} = \frac{\text{Reddito (€/mq)} * \text{Superficie (mq)}}{1} = \frac{125,00 * 120,0}{1} = 15.000,00 \text{ €}$$

Con il metodo della capitalizzazione diretta (che per l'esemplificazione si definisce convenzionalmente "capitalizzazione diretta iniziale"), si

<sup>81</sup> I dati della presente esemplificazione sono presi da un caso studio riportato nel testo Antonio Benvenuti. La metodica finanziaria nella valutazione degli immobili. EPC Editore.

stima il valore di mercato del *subject* pari a € 342.465,75. Questo valore risulta sia dalla capitalizzazione del canone lordo (€ 15.000,00) con il saggio lordo del 4,38% sia dalla capitalizzazione del canone netto (€ 10.875,00) con il saggio netto del 3,1755% (canone annuo netto e saggio di capitalizzazione netto si ottengono determinando dapprima l'incidenza delle spese sul canone lordo, pari al 27,5%).

$$\begin{array}{rcccl} & & \text{Reddito lordo / Saggio Cap.} & & \\ \text{Valore di Mercato} & & & & \\ \text{(stima analitica) =} & 15.000,00 \text{ €} & 0,0438 & = & 342.465,75 \text{ €} \end{array}$$

$$\begin{array}{rcccl} & & \text{Reddito netto/ Saggio Cap.} & & \\ \text{Valore di Mercato} & & & & \\ \text{(stima analitica) =} & 10.875,00 \text{ €} & 0,031755 & = & 342.465,75 \text{ €} \end{array}$$

Lo stesso valore di mercato di € 342.465,75 si ottiene anche applicando il metodo del confronto (stima sintetica), utilizzando il prezzo medio di 2.853,88 €/mq sulla superficie commerciale del *subject* di 120 mq.

Indipendentemente dal metodo utilizzato (confronto di mercato o capitalizzazione del reddito), il valore di mercato del *subject* stimato all'attualità risulta essere unico e pari a € 342.465,75.

$$\begin{array}{rcccl} & & \text{Prezzo (€/mq) * Superficie (mq)} & & \\ \text{Valore di Mercato} & & & & \\ \text{(stima sintetica) =} & 2.853,88 & 120,0 & = & 342.465,75 \text{ €} \end{array}$$

Si consideri ora la seguente ipotesi: invece di capitalizzare il reddito netto costante su un orizzonte temporale illimitato, come previsto dalle ipotesi della capitalizzazione diretta, si supponga di limitare il periodo di riferimento a un intervallo di tempo (n), per esempio, n = 5 anni o n = 10 anni. Con lo stesso saggio netto del 3,1755% della “capitalizzazione diretta iniziale”, sia come saggio di attualizzazione sia come saggio di capitalizzazione del reddito netto dell'ultimo anno, il valore di mercato in questa ipotesi sarà pari all'attualizzazione dei redditi netti annui (€ 10.875,00) e del valore finale all'anno (n), € 342.465,75.

In entrambi i casi, con n = 5 anni e con n = 10 anni, il valore di stima è sempre pari a € 342.465,75.

### "CAPITALIZZAZIONE DIRETTA A 5 ANNI"

- anziché tempo illimitato, tempo 5 anni;
- stesso reddito costante nei 5;
- stesso saggio di capitalizzazione netto 3,1755%
- valore di uscita ai 5 anni pari al valore all'anno zero.

$R_t - C_t$	$1 + i_Y$	$t$	$(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}$
10.875,00 €	1,031755	1	10.540,29 €
10.875,00 €	1,031755	2	10.215,89 €
10.875,00 €	1,031755	3	9.901,47 €
10.875,00 €	1,031755	4	9.596,72 €
10.875,00 €	1,031755	5	9.301,36 €

$$\sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] = 49.555,73 \text{ €} +$$

$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}}$	$1 + i_Y$	$n$	$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$
342.465,75 €	1,031755	5	292.910,03 €

$$=$$

$$V = \sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$$

$$V = 342.465,75 \text{ €}$$

### "CAPITALIZZAZIONE DIRETTA A 10 ANNI"

- anziché tempo illimitato, tempo 10 anni;
- stesso reddito costante nei 10;
- stesso saggio di capitalizzazione netto 3,1755%
- valore di uscita ai 10 anni pari al valore all'anno zero.

$R_t - C_t$	$1 + i_Y$	$t$	$(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}$
10.875,00 €	1,031755	1	10.540,29 €
10.875,00 €	1,031755	2	10.215,89 €
10.875,00 €	1,031755	3	9.901,47 €
10.875,00 €	1,031755	4	9.596,72 €
10.875,00 €	1,031755	5	9.301,36 €
10.875,00 €	1,031755	6	9.015,08 €
10.875,00 €	1,031755	7	8.737,62 €
10.875,00 €	1,031755	8	8.468,70 €
10.875,00 €	1,031755	9	8.208,05 €
10.875,00 €	1,031755	10	7.955,43 €

$$\sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] = 91.940,61 \text{ €} +$$

$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}}$	$1 + i_Y$	$n$	$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$
342.465,75 €	1,031755	10	250.525,15 €

$$=$$

$$V = \sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$$

$$V = 342.465,75 \text{ €}$$

Si introducano ora nuove ipotesi: anziché un reddito costante, si consideri un reddito variabile, con ricavi e costi soggetti a variazioni. Si supponga, inoltre, una plusvalenza o una minusvalenza al valore dell'immobile all'anno (n), valore diverso, quindi, da quello stimato con la "capitalizzazione diretta iniziale". In questo contesto, tuttavia, il valore di stima deve sempre corrispondere a quello inizialmente stimato con la "capitalizzazione diretta iniziale".

La chiave per preservare questo equilibrio, nonostante le variazioni nelle ipotesi, risiede nel saggio di capitalizzazione. In questo caso, infatti, per l'attualizzazione del flusso di cassa e per la capitalizzazione del reddito netto dell'ultimo anno, il saggio non può più essere lo stesso ed unico adottato nella "capitalizzazione diretta iniziale". Sono necessari un nuovo saggio per l'attualizzazione e un nuovo saggio per la capitalizzazione del reddito netto dell'ultimo anno, in grado di "compensare" tutte le variabili introdotte nel flusso affinché il valore di stima possa rimanere invariato, uguale cioè a quello della "capitalizzazione diretta iniziale". Il saggio di attualizzazione diviene il saggio della capitalizzazione finanziaria, mentre il saggio per la capitalizzazione del reddito netto dell'ultimo anno è il *coming-out capitalization rate*.

Pertanto, indipendentemente dalle modifiche ipotizzate nei flussi di cassa, il valore stimato coincide con quello della "capitalizzazione diretta iniziale" grazie all'adeguamento dei saggi. Tutti i flussi ipotizzati conducono alla stessa stima del valore di mercato, ma ciascuno è caratterizzato da un diverso saggio di capitalizzazione finanziaria, che rappresenta il rendimento specifico per ogni flusso considerato.

Mentre la capitalizzazione diretta fornisce una valutazione immediata del valore di mercato, la capitalizzazione finanziaria consente di formulare diverse ipotesi estimative e di calcolare il rendimento corrispondente a ciascun flusso, garantendo che il valore stimato rimanga invariato, nel caso di specie uguale a quello della "capitalizzazione diretta iniziale", di € 342.465,75.

### "CAPITALIZZAZIONE DIRETTA A 5 ANNI"

- variazione annuale: dei redditi 0%; dei coti 1%; dei prezzi 1%
- spese 30% sul reddito lordo;
- saggio di capitalizzazione finanziaria 3,9826%
- *going-out cape rate* 2,8664%

$R_t - C_t$	$1 + i_Y$	$t$	$(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}$
10.500,00 €	· 1,039826	1	10.097,84 €
10.455,00 €	· 1,039826	2	9.669,47 €
10.409,55 €	· 1,039826	3	9.258,69 €
10.363,65 €	· 1,039826	4	8.864,82 €
10.317,28 €	· 1,039826	5	8.487,14 €

$$\sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] \quad 46.377,97 \text{ €} +$$

$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}}$	$1 + i_Y$	$n$	$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$
359.934,95 €	· 1,039826	5	296.087,78 €

$$V = \sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$$

$$V = 342.465,75 \text{ €}$$

Saggio capitalizzazione finanziaria  $i_Y = 3,9826\%$

*Coming-out capitalization rate*  $i_{D(N)F} = 2,8664\%$

### "CAPITALIZZAZIONE DIRETTA A 10 ANNI"

- variazione annuale: dei redditi 1%; dei coti 1,5%; dei prezzi -2%
- spese 40% sul reddito lordo;
- saggio di capitalizzazione finanziaria 0,9538%
- *going-out cape rate* 3,4111%

$R_t - C_t$	$1 + i_Y$	$t$	$(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}$
9.000,00 €	· 1,009538	1	8.914,97 €
9.060,00 €	· 1,009538	2	8.889,61 €
9.120,15 €	· 1,009538	3	8.864,08 €
9.180,44 €	· 1,009538	4	8.838,38 €
9.240,88 €	· 1,009538	5	8.812,50 €
9.301,45 €	· 1,009538	6	8.786,46 €
9.362,14 €	· 1,009538	7	8.760,24 €
9.422,96 €	· 1,009538	8	8.733,84 €
9.483,90 €	· 1,009538	9	8.707,26 €
9.544,94 €	· 1,009538	10	8.680,51 €

$$\sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] \quad 87.987,84 \text{ €} +$$

$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}}$	$1 + i_Y$	$n$	$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$
279.819,45 €	· 1,009538	10	254.477,91 €

$$V = \sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$$

$$V = 342.465,75 \text{ €}$$

Saggio capitalizzazione finanziaria  $i_Y = 0,9538\%$

*Coming-out capitalization rate*  $i_{D(N)F} = 3,4111\%$



È evidente che l'esemplificazione risulta artefatta nella parte in cui si propone la capitalizzazione diretta in un orizzonte temporale limitato a 5 o 10 anni. Tuttavia, questo approccio è stato scelto con l'intento di dimostrare come il modello della capitalizzazione finanziaria si possa considerare equivalente a quello della capitalizzazione diretta, sebbene con la fondamentale differenza che la capitalizzazione finanziaria permette l'introduzione di variabili estimative, consentendo una valutazione non solo di tipo estimativo, ma anche economico."

*“La capitalizzazione diretta risolve la stima, la capitalizzazione finanziaria ci fa conoscere il saggio di rendimento dell'investimento”<sup>82</sup>.*

---

<sup>82</sup> Marco Simonotti, tratto da una delle sue tante e-mail in risposta sempre pronta e preziosa alle domande poste (2018).

## Capitolo 4

### DCFA: un flusso di cassa atipico

#### 4.1 Dalla capitalizzazione finanziaria alla DCFA

La capitalizzazione finanziaria e la *discounted cash flow analysis* (DCFA) sono entrambe metodologie appartenenti ai procedimenti *income approach*, ma si distinguono per impostazione concettuale e applicazione pratica. La capitalizzazione finanziaria si basa sull'impiego di un bilancio estimativo strutturato, che consente di prevedere e organizzare in modo coerente i flussi di cassa, tenendo conto di variabili come la variazione dei ricavi, dei costi e dei prezzi.

Diversamente, la DCFA presenta un'impostazione più flessibile e meno rigidamente strutturata. In questa metodologia, ricavi e costi, anche se indicizzati, non sono incasellati all'interno di un bilancio estimativo, ma sono considerati come voci finanziarie attive e passive distribuite nel tempo in funzione delle esigenze progettuali. La sequenza temporale dei flussi di cassa nella DCFA non segue necessariamente la logica di un esercizio economico annuo, bensì la scansione prevista dal progetto o dall'iniziativa analizzata (flusso di cassa "atipico").

#### Metodo del flusso di cassa scontato

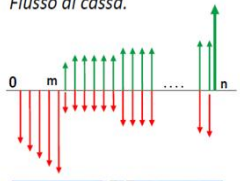



Autore del corso: Matteo Negri 301

**CAMPI DI APPLICAZIONE.**

**IL FLUSSO DI CASSA SCONTATO** (*Discounted Cash Flow Analysis* \_ DCFA o DCF).

L'analisi del flusso di cassa scontato considera qualunque serie di redditi (ricavi e costi) nella distribuzione temporale, per stimare il valore di mercato degli immobili attraverso un saggio di sconto.

*Flusso di cassa.*


$$V = -CF_0 + \frac{CF_1}{(1+i_n)} + \frac{CF_m}{(1+i_n)^m} + \frac{CF_{m+1}}{(1+i_n)^{m+1}} + \dots + \frac{CF_n}{(1+i_k)^n}$$
$$V = - \sum_{t=0}^m CT \cdot (1+i_y)^{-t} + \sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1+i_y)^{-t}] + \frac{R_n - C_n}{i_D(N)F} \cdot (1+i_y)^{-n}$$


10;3.3 N.2.4.1

GEOVAL © 2023 - Corso Professionale di Estimo: La valutazione immobiliare secondo gli standard e le metodiche di stima.

Figura 12. Flusso di cassa scontato (fonte: Geo.Val.)

Questo aspetto rende la DCFA particolarmente utile in contesti caratterizzati da una successione non regolare di entrate e uscite, come nelle operazioni di sviluppo immobiliare, dove il valore del bene è influenzato dalla trasformazione attesa più che dalla redditività attuale. Proprio quest'ultima applicazione è stata sviluppata e perfezionata da Simonotti, che ha integrato nell'algoritmo della DCFA il concetto di valore di trasformazione, ampliando l'ultimo algoritmo del valore di trasformazione proposto da Realfonzo, limitato alla distribuzione nel periodo di disponibilità dei soli costi.

### Metodo del flusso di cassa scontato

Molto impiegato...valore di trasformazione

Il **Columbo** definisce il valore di trasformazione ( $V_t$ ) come semplice differenza tra il valore del bene trasformato ( $V_m$ ) e il costo della trasformazione ( $K_p$ ), senza tenere conto del fattore tempo:

$$V_t = V_m - K_p$$

Secondo **Caruso di Spaccaferno, Fabbri, Forte e de' Rossi** il valore di trasformazione deve tener conto di un fattore di sconto  $1 / (1 + r)^n$  per tutte le somme che entrano in gioco nella trasformazione, sia in entrata che in uscita e la formulazione proposta è la più comune impiegata nella pratica professionale:

$$V_t = \frac{V_m - K_p}{(1 + r)^n}$$

Il **Micheli** ripropone la stessa formulazione ma attualizzando con un saggio di capitalizzazione ( $r$ ) il valore di mercato del bene trasformato ( $V_m$ ) e con un saggio di interesse commerciale ( $r_1$ ) i costi necessari per la trasformazione ( $K_p$ ):

$$V_t = \frac{V_m}{(1 + r)^n} - \frac{K_p}{(1 + r_1)^n}$$

Altri autori, tra cui l'**Orefice**, differenziano l'attualizzazione dei ricavi da quelli dei costi, considerandoli non distribuiti annualmente ma concentrati in momenti diversi l'uno dall'altro

$$V_t = \frac{V_m}{(1 + r)^n} - \frac{K_p}{(1 + r)^1}$$

Il **Realfonzo** prevede un modello in cui il valore di mercato del bene trasformato ( $V_m$ ) viene attualizzato a un tasso  $r$  che rappresenta la remunerazione del capitale investito (costo opportunità) per tutta la durata della trasformazione, scontando separatamente e, anno per anno, ciascun costo dell'operazione, sicché l'algoritmo diventa molto simile al DCFA:

$$V_t = \frac{V_m}{(1 + r)^n} - \sum_{i=1}^n \frac{K_{pi}}{(1 + r)^i}$$

La forma della equazione diviene **identica a quella della DCFA** con **Simonotti** che suggerisce di computare anche i ricavi anno per anno, ipotizzando vendite (o locazioni) scaglionate del prodotto edilizio trasformato:

$$V_t = \sum_{i=1}^n \frac{V_{mi}}{(1 + r)^i} - \sum_{i=1}^n \frac{K_{pi}}{(1 + r)^i}$$

Figura 13. Evoluzione dell'algoritmo del valore di trasformazione

Un altro aspetto cruciale che differenzia i due approcci è la loro relazione con gli altri metodi *income approach*. La capitalizzazione finanziaria può essere vista come una naturale evoluzione della capitalizzazione diretta, in quanto consente di affinare il processo estimativo attraverso l'inclusione di variabili estimative. La DCFA, invece, si colloca come un metodo complementare piuttosto che alternativo, capace di adattarsi ai modelli di capitalizzazione finanziaria e diretta, ma non sostituibile da essi. Mentre è possibile derivare una DCFA partendo dai principi della capitalizzazione finanziaria, il contrario non è sempre praticabile, poiché la rigidità del bilancio estimativo non consente di rappresentare in modo adeguato scenari finanziari complessi e non lineari, tipici per l'applicazione della DCFA.

In sintesi, il passaggio dalla capitalizzazione finanziaria alla DCFA segna una transizione da un modello strutturato, fondato su parametri di mercato e previsioni economiche integrate, a un approccio più dinamico, che consente di modellare situazioni non standardizzate e di affrontare valutazioni legate alla trasformazione del bene nel tempo. La scelta tra i due dipende dalla natura del bene oggetto di valutazione e dagli obiettivi dell'analisi, con la capitalizzazione finanziaria più adatta a beni già produttivi e la DCFA preferibile nei casi in cui il valore sia determinato dal processo evolutivo dell'*asset*.

## Capitolo 5

### Caso studio

#### 5.1 Valutazione degli immobili a destinazione turistico-ricettiva<sup>82</sup>

##### Premessa

Il valore di una struttura alberghiera, a differenza di altre *asset class* immobiliari, è strettamente legato alla redditività della gestione, rendendo necessaria un'analisi che integri aspetti immobiliari, economici e operativi (cosiddetto immobile attività).

La metodologia di stima più appropriata per questa tipologia di immobili si basa sui procedimenti *income approach*, con particolare applicazione del metodo della capitalizzazione finanziaria e, in determinati casi, della *discounted cash flow analysis* (DCFA). Per hotel di piccole dimensioni con reddito “stabilizzato”, è possibile ricorrere alla capitalizzazione diretta. Il metodo comparativo è utilizzato solo come supporto, mentre il metodo del costo non è considerato tra le *best practice* internazionali per questa categoria di *asset* (anche se in maniera impropria molto utilizzato nella pratica professionale).

##### Fattori chiave della valutazione

Una valutazione accurata deve considerare diversi elementi fondamentali:

- Ubicazione e mercato: accessibilità, concorrenza, attrazioni turistiche e domanda.
- Tipologia dell'hotel: classificazione (1-5 stelle), dimensioni delle camere, servizi offerti.
- Stato dell'immobile: conservazione, impianti tecnologici, licenze e autorizzazioni.
- Conto economico: analisi dei ricavi (camere, F&B, altri servizi), dei costi operativi e del margine operativo lordo.

---

<sup>82</sup> Per approfondire “Valutazione degli immobili a destinazione turistico-ricettiva”. *Insight Paper* RICS, ottobre 2016.

Un aspetto fondamentale nella valutazione è la determinazione dei tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, parametri essenziali per stimare correttamente il valore dell'immobile.

#### Modello gestionale e impatto sul valore

Il modello gestionale adottato può influenzare in modo significativo la valutazione delle strutture alberghiere:

- *Vacant Possession* (gestione diretta): il valore si basa sui flussi di cassa netti generati dalla gestione, includendo una *Notional Management Fee* per simulare la remunerazione di un operatore professionale.
- Locazione/Affitto d'Azienda: il valore dipende dalla sostenibilità del canone rispetto ai risultati economici dell'hotel.
- Contratto di *Management*: la valutazione si fonda sui flussi operativi al netto delle management *fees* e degli eventuali investimenti

In conclusione, la valutazione delle strutture alberghiere richiede un'analisi multidimensionale che integri aspetti immobiliari e gestionali. I procedimenti *income approach* sono i metodi più utilizzati e permettono di ottenere valutazioni più accurate e coerenti con le *best practice* internazionali, contribuendo a una maggiore trasparenza e professionalità nel mercato alberghiero.

## **5.2 La capitalizzazione finanziaria per la stima di un albergo**

Il presente caso studio si basa su una valutazione reale di una struttura alberghiera situata lungo la costa ionica della Sicilia.

Per ragioni di riservatezza e protezione dei dati sensibili, non sono riportate integralmente tutte le sezioni del rapporto di valutazione, il quale è stato redatto in conformità con i criteri stabiliti nel Capitolo 12 del *Codice delle Valutazioni Immobiliari*, riguardante il “Rapporto di valutazione”.

In particolare, sono state omesse le informazioni relative alla privacy,

alla *due diligence* e altre parti non pertinenti ai fini specifici di questo caso studio.

Ai fini della valutazione, si precisa inoltre che l'immobile è conforme alle normative vigenti in materia catastale, edilizio-urbanistica, strutturale, impiantistica, ambientale e legale.

Nota. Tutti i calcoli estimativi presenti nel seguente rapporto di valutazione sono stati svolti con l'ausilio di "Aestimatio" di Geoweb, piattaforma on-line elaborata da Antonio Benvenuti.

## RAPPORTO DI VALUTAZIONE

Data di stima: luglio 2024

Data della valutazione: luglio 2024

Data consegna: 24 luglio 2024



### 1) MANDATO

In data 18 giugno 2024, il Signor *Omissis*, in qualità di Legale Rappresentante della Società *Omissis*, ha incaricato il sottoscritto *Omissis* di redigere un rapporto di valutazione volto a determinare il più provabile valore di mercato, al momento attuale, dell'immobile descritto nel seguito.

Il sottoscritto conferma di non avere alcun conflitto di interesse legato all'immobile oggetto di valutazione.

\*\*\*

### 2) RAPPORTO DI VALUTAZIONE E UTILIZZO DELLA VALUTAZIONE

Il presente rapporto di valutazione immobiliare rappresenta una stima obiettiva, fondata su metodi scientifici, principi e criteri di valutazione

ben definiti, che portano a risultati verificabili, trasparenti e riproducibili, in conformità con gli *standard* nazionali e internazionali. (per la parte metodologica: Marco Simonotti, Valutazione Immobiliare Standard. Nuovi Metodi. STIMATRIX® 2019).

Il rapporto di valutazione include i metodi analitici e i dati utilizzati per determinare il valore finale, con l'intento di guidare il lettore attraverso le fasi e le evidenze seguite dal valutatore nel processo di stima.

Un concetto fondamentale in estimo è che il valore stimato dipende dallo scopo per cui la valutazione è richiesta. Ogni valutazione ha un suo specifico motivo o finalità che ne giustifica l'esecuzione, in relazione alle dinamiche tra le parti coinvolte, i fatti e l'oggetto della valutazione, che può essere un bene, un servizio o un diritto.

Questo rapporto di valutazione è finalizzato a determinare il più probabile valore di mercato alla data odierna.

\*\*\*

### 3) INQUADRAMENTO

*Omissis*



Inquadramento territoriale

\*\*\*



#### 4) ASSUNZIONE ED EVENTUALI CONDIZIONI LIMITATIVE

Il risultato della valutazione deve essere considerato esclusivamente in riferimento alla data del sopralluogo e, essendo un valore previsionale medio, potrebbe differire dal prezzo ottenuto in una potenziale compravendita, influenzato da fattori soggettivi e dalle capacità negoziali delle parti coinvolte.

Il presente rapporto di valutazione si fonda sull'analisi della sola documentazione fornita dal committente; ne deriva che l'attendibilità del risultato finale è strettamente legata alla veridicità degli elementi forniti e messi a disposizione.

Ed inoltre:

- l'immobile è stato valutato libero dall'installazione di impianti speciali (nel caso di specie l'impianto fotovoltaico);
- per come concordato, non sono stati eseguiti rilievi metrici e pertanto le consistenze sono state desunte dagli elaborati grafici forniti.

\*\*\*

#### 5) *DUE DILIGENCE*

Il processo di *due diligence* consiste nell'esaminare le condizioni di un bene, solitamente un immobile o un insieme di beni immobili, prima che si perfezioni una transazione, ossia prima che il trasferimento di proprietà o dei diritti ad esso collegati venga formalizzato e reso operativo. L'obiettivo di tale analisi è identificare i rischi potenziali legati all'operazione, in modo da poterli affrontare adeguatamente con la redazione di un contratto che includa le necessarie clausole di garanzia o di limitazione delle responsabilità.

Tra le poche definizioni reperibili in letteratura per il processo di *due diligence* si riporta come riferimento una delle più recenti: “*metodo per una valutazione complessiva di un insediamento o di un patrimonio immobiliare o in generale di un'azienda, considerando le sue specifiche caratteristiche peculiari e l'ambiente di collocazione come base per una transazione*”.

➤ D.D. Catastale

*Omissis*

➤ D.D. Edilizio-urbanistica

*Omissis*

➤ D.D. Strutturale

*Omissis.*

➤ D.D. Impiantistica

*Omissis.*

➤ D.D. Ambientale

*Omissis.*

➤ D.D. Energetica

*Omissis.*

➤ D.D. Legale

*Omissis.*

\*\*\*

## 6) DESCRIZIONE

➤ Caratteristiche edilizio-costruttive

Struttura alberghiera totalmente ristrutturata e adeguata alle norme sismiche e impiantistiche a metà degli anni 2010 (2014-2015).

*Omissis.*

➤ Caratteristiche generali

È composta da due edifici interconnessi tramite una passerella aerea e collegati da percorsi carrabili e pedonali interni. L'intero complesso offre un'ampia gamma di servizi e dotazioni, configurandosi come una struttura di categoria 4 stelle.

Di seguito, la dotazione complessiva della struttura:

- Ristorazione:

- Ristorante al primo piano con 80 posti a sedere.
- Ristorante panoramico sulla terrazza con 160 posti a sedere.

- Spazi comuni e ricreativi:

- Piscina di 180 mq, con area attrezzata ad uso esclusivo.
- Due bar.
- Sala conferenze polifunzionale di 250 mq con 174 posti.

- Sala meeting più piccola da 30 posti.
- Capacità ricettiva:
  - 66 camere per un totale di 170 posti letto, così suddivise:
    - 2 camere singole
    - 26 camere doppie
    - 36 camere triple
    - 2 camere quaduple

➤ Distribuzione e funzionalità degli edifici

Primo edificio (struttura ricettiva principale)

Il primo edificio è destinato esclusivamente all'attività alberghiera e comprende la reception e i principali servizi di accoglienza. La sua distribuzione è la seguente:

- Piano seminterrato:
  - Garage di 300 mq, accessibile tramite rampa esterna.
  - Area reception e hall di 160 mq, prospiciente Via *Omissis*.
- Piano rialzato:
  - Cucina di 96 mq, con annessi servizi e locale deposito.
  - Ristorante da 80 posti a sedere, con relativi servizi igienici.
  - Zona lettura di 25 mq.
  - 2 camere attrezzate per disabili, per un totale di 4 posti letto.
- Piani superiori:
  - 38 camere (19 per piano), per un totale di 92 posti letto.

Secondo edificio (servizi, conferenze e camere)

Il secondo edificio ospita, oltre alle camere, spazi dedicati a conferenze, meeting e attività ricreative. È accessibile tramite percorsi interni, rampe e scale, ed è così organizzato:

- Piano terra:
  - Due sale conferenze con capienza complessiva di 174 posti, dotate di servizi igienici, di cui uno per disabili.
  - Bar adiacente alle sale conferenze.
  - Area con spogliatoi e servizi dedicati alla piscina.

- Piani superiori:
  - Collegamento alla hall tramite due ascensori e una scala.
  - 26 camere (13 per piano), per un totale di 74 posti letto, di cui 2 camere attrezzate per disabili.
  - Locali di servizio per deposito carrelli e attrezzature per la pulizia.
- Piano terrazza:
  - Ristorante panoramico di 490 mq con 160 posti a sedere, utilizzato per eventi e cerimonie.

All'interno dell'area di pertinenza si trova una piscina ad uso esclusivo della struttura, circondata da un ampio spazio attrezzato con verde e relativi servizi.

#### ➤ Dotazioni impiantistiche

Gli impianti della struttura sono conformi alle normative vigenti e certificati dalla proprietà.

- Impianto idrico: adduzione diretta dall'acquedotto comunale, con integrazione da pozzo privato.
- Impianto elettrico: distribuzione sezionata con prese multiple in ogni stanza, per garantire flessibilità d'uso.
- Impianti speciali:
  - Wi-Fi con copertura completa della struttura.
  - Videosorveglianza nelle aree comuni.
- Impianto telefonico: prese telefoniche in ogni camera.
- Impianto di condizionamento: sistema centralizzato e domotizzato, con controllo indipendente per ogni camera.
- Impianto acqua calda sanitaria: produzione tramite caldaia a gas.
- Impianto di messa a terra: conforme alle normative di sicurezza.
- Impianto antincendio:
  - Impianto di estinzione con idranti e estintori.
  - Sistema di rilevazione fumi collegato alla centrale di allarme.
  - Conformità alle disposizioni del DPR 151/2011 (66.2 cat. B – 49.1 cat. A).

- Certificazione antincendio regolarmente rinnovata, ultimo rinnovo richiesto in data 12.12.2014.

Tutti gli impianti risultano funzionanti e certificati, in conformità con le normative vigenti.

➤ Stato di conservazione e manutenzione

L'intero complesso alberghiero si presenta in buone condizioni di manutenzione, senza necessità di interventi straordinari. La struttura è regolarmente sottoposta a verifiche e aggiornamenti impiantistici, garantendo efficienza operativa e sicurezza.

➤ Calcolo della consistenza

DESCRIZIONE	SUPERFICIE (mq)
Ricettiva	4.000
Area scoperta	2.100
Terrazze	890
Autorimesse	940
Centrale ENEL	16
<b>Totale</b>	<b>9.746</b>
Superficie ragguagliata (commerciale)	4.800

*Le superfici sono ricavate dagli elaborati grafici. Ved. § 4) assunzione ed eventuali condizioni limitative.  
Coefficienti di ragguaglio: ricettivo (1), area scoperta (0,1), terrazze (0,1), autorimesse (0,5), cabina ENEL (0,1).*

\*\*\*

## 7) ANALISI DI MERCATO

*Omissis*, situata nella Sicilia Orientale, continua a essere una destinazione privilegiata per il turismo in Sicilia, grazie alla sua storicità, al suo fascino marinaro e alla vicinanza a importanti attrazioni naturali e culturali come il vulcano Etna. Secondo i dati più recenti provenienti dalla Regione Siciliana, l'area ha registrato un aumento costante dei flussi turistici negli ultimi anni, con una crescita significativa nel numero di visitatori sia italiani che internazionali. Il 2023, ad esempio, ha visto un incremento del 10% rispetto all'anno precedente nei flussi turistici, con un picco significativo durante la stagione estiva.

*Omissis*, con la sua tradizione marinara e la sua offerta turistica diversificata, è sempre più apprezzata per la sua posizione strategica.

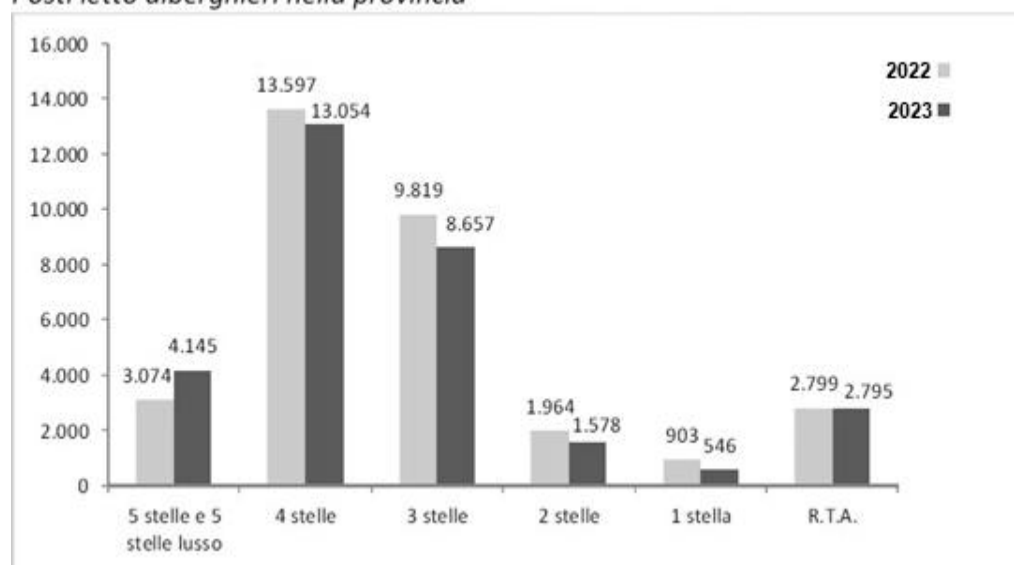
Non solo è vicina ai principali centri culturali ed enogastronomici della Sicilia, ma offre anche una varietà di attrazioni naturali, tra cui le spiagge del litorale ionico, il parco dell'Etna e le località vinicole circostanti.

Secondo i dati della Città Metropolitana, l'area sta vivendo un periodo di sviluppo anche dal punto di vista delle infrastrutture turistiche, con nuove strutture alberghiere che continuano a sorgere per soddisfare la domanda crescente. *Omissis* è un punto di riferimento per il turismo balneare e montano, con un forte appeal per i turisti in cerca di esperienze naturali e culturali.

#### *Capacità ricettiva nella provincia*

Categoria di esercizio	numero esercizi			posti letto		
	2022	2023	var. %	2022	2023	var. %
5 stelle e 5 stelle lusso	17	17	0,0	3.074	4.145	34,8
4 stelle	102	108	5,9	13.597	13.054	-4,0
3 stelle	156	139	-10,9	9.819	8.657	-11,8
2 stelle	55	40	-27,3	1.964	1.578	-19,7
1 stella	47	26	-44,7	903	546	-39,5
R.T.A.	50	48	-4,0	2.799	2.795	-0,1
<b>Totale alberghiero</b>	<b>427</b>	<b>378</b>	<b>-11,5</b>	<b>32.156</b>	<b>30.775</b>	<b>-4,3</b>
Camping e Villaggi turistici	29	25	-13,8	9.797	8.561	-12,6
Alloggi in affitto in forma imprenditoriale	242	268	10,7	3.842	3.978	3,5
Agriturismi	104	41	-60,6	1.607	677	-57,9
Bed & Breakfast	374	436	16,6	2.390	2.790	16,7
Altri esercizi	6	24	300,0	695	513	-26,2
<b>Totale extralberghiero</b>	<b>755</b>	<b>794</b>	<b>5,2</b>	<b>18.331</b>	<b>16.519</b>	<b>-9,9</b>
<b>Totale Generale</b>	<b>1.182</b>	<b>1.172</b>	<b>-0,8</b>	<b>50.487</b>	<b>47.294</b>	<b>-6,3</b>

#### *Posti letto alberghieri nella provincia*



➤ Vocazione turistica di *Omissis* e impatto oggetto di stima

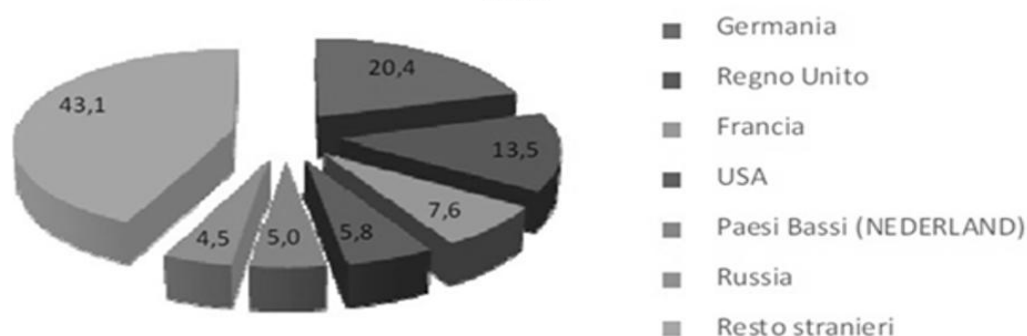
Il forte orientamento turistico di *Omissis* è stato preso in considerazione nella valutazione dell'immobile in oggetto. L'incremento dei flussi turistici e la crescente domanda di strutture ricettive confermano la capacità della zona di generare redditività nel lungo periodo. Secondo i dati provenienti dalla Regione Siciliana, nel 2023 l'occupazione delle strutture ricettive in provincia ha visto un aumento del 12%, con una buona performance nelle località di mare come *Omissis*.

La struttura alberghiera in oggetto, ubicata in una zona strategica di *Omissis*, può beneficiare di questi trend positivi, in quanto rappresenta una risorsa importante per accogliere i turisti. La sua ubicazione, vicino al mare e all'Etna, la rende particolarmente adatta a soddisfare la crescente domanda di turismo balneare e montano. Pertanto, una valutazione che prenda in considerazione solo i dati passati, come i bilanci storici, potrebbe non cogliere appieno il potenziale futuro dell'immobile.

*Distribuzione dei flussi turistici nella provincia per categoria e provenienza*

Provenienza	Movimento	Esercizi alberghieri			Esercizi extralberghieri			Totale		
		2022	2023	Var. %	2022	2023	Var. %	2022	2023	Var. %
Italiani	Arrivi	373.967	349.020	-6,7	77.129	45.948	-40,4	451.096	394.968	-12,4
	Presenze	1.124.590	976.685	-13,2	276.390	150.551	-45,5	1.400.980	1.127.236	-19,5
	Permanenza media	3,0	2,8	---	3,6	3,3	---	3,1	2,9	---
Stranieri	Arrivi	459.182	451.435	-1,7	49.661	54.677	10,1	508.843	506.112	-0,5
	Presenze	1.931.988	1.840.940	-4,7	189.846	180.610	-4,9	2.121.834	2.021.550	-4,7
	Permanenza media	4,2	4,1	---	3,8	3,3	---	4,2	4,0	---
Totale	Arrivi	833.149	800.455	-3,9	126.790	100.625	-20,6	959.939	901.080	-6,1
	Presenze	3.056.578	2.817.625	-7,8	466.236	331.161	-29,0	3.522.814	3.148.786	-10,6
	Permanenza media	3,7	3,5	---	3,7	3,3	---	3,7	3,5	---

**Incidenza dei pernottamenti dei principali visitatori stranieri  
2023**



Principali provenienze estere nella provincia per numero di pernottamenti

	Arrivi			Presenze			Incidenza presenze 2023
	2022	2023	var %	2022	2023	var %	
Germania	90.403	84.997	-6,0	431.372	413.078	-4,2	20,4
Regno Unito	57.376	55.260	-3,7	281.914	273.635	-2,9	13,5
Francia	56.152	57.330	2,1	160.828	153.431	-4,6	7,6
USA	41.324	40.605	-1,7	124.206	117.293	-5,6	5,8
Paesi Bassi (NEDERLAND)	19.736	23.800	20,6	91.085	101.013	10,9	5,0
Russia	20.730	13.498	-34,9	158.160	91.099	-42,4	4,5
<b>Totale stranieri</b>	<b>508.843</b>	<b>506.112</b>	<b>-0,5</b>	<b>2.121.834</b>	<b>2.021.550</b>	<b>-4,7</b>	<b>100,0</b>

➤ Infrastrutture alberghiere e loro impatto sul mercato

Il mercato alberghiero di *Omissis* ha visto una diversificazione dell'offerta, con una prevalenza di strutture di fascia medio-alta. I dati pubblicati dalla Regione Siciliana e dalla Città Metropolitana mostrano che, a partire dal 2019, sono stati introdotti nuovi investimenti nel settore, con un focus su hotel boutique, *resort* e strutture di lusso. Questo segnale di crescente sviluppo infrastrutturale conferma l'attrattiva di *Omissis* come destinazione turistica di alta qualità, con una sempre maggiore capacità di attrarre flussi internazionali.

➤ Conclusioni

*Omissis* offre una base solida per lo sviluppo di attività turistiche, grazie a un incremento costante dei flussi turistici e all'espansione delle strutture ricettive. La posizione strategica della zona, la sua tradizione marinara e la vicinanza a destinazioni naturali e culturali le conferiscono un forte potenziale per generare redditività, sia nel breve che nel lungo periodo. La struttura alberghiera in oggetto, situata in un contesto favorevole, ha ampie possibilità di crescita, e la sua valutazione dovrebbe tenere conto non solo degli ultimi dati finanziari ma anche delle prospettive future legate all'espansione del turismo nella zona.

\*\*\*

## 8) DEFINIZIONE DEL VALORE

Il valore di mercato con l'introduzione del Regolamento (UE) 575/2013



in base all'art. 4 comma 1 punto 76) è definito come segue (stessa definizione degli standard di valutazione):

*«l'importo stimato al quale l'immobile verrebbe venduto alla data della valutazione in un'operazione svolta tra un venditore e un acquirente consenzienti alle normali condizioni di mercato dopo un'adeguata promozione commerciale, nell'ambito della quale entrambe le parti hanno agito con cognizione di causa, con prudenza e senza essere soggetti a costrizioni».*

\*\*\*

## 9) SCELTA DEL METODO DI STIMA

Il valore di mercato viene determinato attraverso l'impiego di tecniche e procedimenti di valutazione che considerano le caratteristiche dell'immobile e le condizioni più verosimili in cui potrebbe avvenire una transazione sul mercato. I metodi impiegati per la stima del valore di mercato sono:

- *market oriented*, sono procedimenti il cui approccio di stima è fondato sulla rilevazione diretta dei dati di mercato<sup>4</sup>(*market approach*);
- *yield oriented*, sono procedimenti il cui approccio di stima è fondato sulla capitalizzazione del reddito mettendo in relazione il reddito con il valore di mercato (*income approach*);
- *cost approach*, è un procedimento che stima il valore di mercato di un immobile sommando i valori di mercato di suolo e fabbricato sulla base del principio di sostituzione;

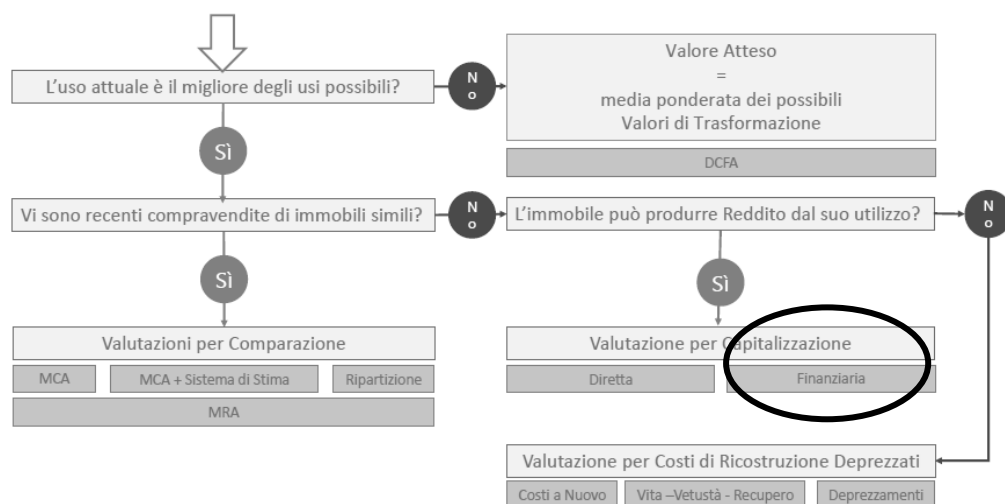


Diagramma di scelta

### Metodo di stima: capitalizzazione finanziaria

Questo approccio riproduce l'intero ciclo dell'investimento immobiliare, dalla fase di acquisto iniziale fino alla vendita finale, durante la quale si può ottenere un guadagno o una perdita rispetto al capitale investito. Il flusso di cassa associato all'investimento immobiliare considera anche le variazioni nei canoni di mercato, le potenziali altre entrate e i costi di gestione.

Con il metodo della capitalizzazione finanziaria il valore di mercato in formula è pari a:

$$V = \sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$$

dove:

- V è il valore di mercato
- $R_t$  è il reddito lordo annuo variabile, posticipato dell'immobile nel periodo di disponibilità;
- $C_t$  è il costo di esercizio annuo variabile, posticipato dell'immobile nel periodo di disponibilità;
- $R_n$  è il reddito lordo previsto dell'ultimo anno;
- $C_n$  è il costo di esercizio previsto dell'ultimo anno;
- $i_{D(N)F}$  è il saggio di capitalizzazione netto dell'ultimo anno (finale) o *coming-out capitalization rate*;
- $\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}}$  è il valore di mercato finale dell'immobile;
- n corrisponde al periodo di disponibilità;
- t denota un anno generico all'interno del periodo di analisi;
- $i_Y$  è il saggio di capitalizzazione annuo nella metodica della capitalizzazione finanziaria.

\*\*\*

## 10) PROCESSO DI VALUTAZIONE

### 10.1 Bilancio della gestione alberghiera

La determinazione del reddito lordo avviene attraverso l'analisi del bilancio

dell'impresa alberghiera, considerando una gestione ordinaria dell'attività.

- I ricavi ritraibili dall'albergo sono quelli relativi alla vendita delle camere in ragione del 75% e da altro (ristorazione, banchetti, ecc.) per il restante 25%. Con riempimento medio annuo pari al 40% (tasso di occupazione medio annuo considerato anche il periodo di chiusura stagionale della struttura), ricavo medio a posto letto € 65,00 e numero di posti letto 170, si ha:

- da camere = € 65,00 · 0,40 · 170 · 365 = 1.613.300,00 euro anno
- da altro = € 1.613.300,00 · 0,25 / 0,75 = 537.766,67 euro anno

Totale in cifra tonda € 2.150.000,00 euro anno

- Il passivo del bilancio della gestione alberghiera è presentato in base alle voci di spesa.

Bilancio della gestione alberghiera

Attivo (euro)		Passivo (euro)		
Fatturato (F)	2.150.000,00	Ammortamento	75.000,00	
		Materie prime	35.000,00	
		Materiale di consumo	40.000,00	
		Lavorazioni esterne	110.000,00	
		Spese generali	35.000,00	
		Generi pulizia	20.000,00	
				315.000,00
		Assicurazioni		10.000,00
		Retribuzioni	530.000,00	
		Contributi	210.000,00	
		Emolumenti	10.000,00	
				750.000,00
		Energia elettrica	35.000,00	
		Gas	35.000,00	
		Acqua	45.000,00	
		Telefono	7.000,00	
				122.000,00
		Tasse, imposte		30.000,00
		Interessi netti		110.000,00
		Consulenze		20.000,00
		Manutenzione		35.000,00
		Spese bancarie		10.000,00
		Pubblicità		65.000,00
		Costo (CT)		1.467.000,00
		Netto		683.000,00
	2.150.000,00			2.150.000,00

Rapporto tra il costo e il reddito lordo della gestione alberghiera (circa 67%)

$$c_1 = \frac{CT}{F} = \frac{1.467.000,00}{2.150.000,00} = 0,682$$

## 10.2 Determinazione del reddito lordo annuo (RL)

L'utile operativo normale dell'impresa si è desunto dall'analisi di bilanci

di strutture simili nel medesimo segmento di mercato e si è posto  $\pi = 10\%$  dei costi complessivi (quali ammortamenti, manutenzione, assicurazioni, spese per acquisti, oneri fiscali, stipendi e interessi) e del reddito lordo.

Il canone lordo (RL) della locazione immobiliare viene determinato sottraendo dal fatturato (F) i costi totali (CT) e il profitto normale della gestione alberghiera, che viene calcolato sulla base della somma tra i costi e il canone ancora incognito, secondo il seguente procedimento:

$RL = F - CT - \pi \cdot (CT + RL)$ , avendo indicato con  $\pi$  l'aliquota di profitto.

Il reddito lordo annuo dell'immobile da valutare è pari allora a:

$$RL = \frac{F - CT \cdot (1 + \pi)}{1 + \pi}$$

e sostituendo si ottiene:

$$RL = \frac{2.150.000,00 - 1.467.000,00 \cdot (1 + 0,10)}{1 + 0,10} = 487.545,45 \text{ euro/anno}$$

in cifra tonda € 490.000,00 (RL).

Si passa quindi alla verifica della sostenibilità del canone. Una metrica che viene utilizzata nel settore alberghiero è il “rapporto di copertura del canone di locazione” per verificare l'effettiva sostenibilità del canone nell'intera durata del contratto, determinato dal rapporto tra il margine operativo netto dell'attività alberghiera e il canone lordo. Tipicamente affinché sia considerato sostenibile tale valore deve essere nell'intervallo tra 1 e 1,50. Rapporto di copertura del canone di locazione:

$$\frac{683.000,00}{490.000,00} = 1,39$$

Un'altra metrica utilizzata nel settore alberghiero è l'“incidenza percentuale del canone lordo sui ricavi totali” che deve essere compresa tra il 18% e il 26%:

$$\frac{490.000,00}{2.150.000,00} = 0,2279 \text{ (22,79\%)}$$

### 10.3 Ricerca del saggio di capitalizzazione lordo

La ricerca del saggio di capitalizzazione lordo si svolge con la tecnica dell'estrazione diretta di mercato. Dell'unica struttura alberghiera comparabile posta sul lungomare di *Omissis* si conosce il prezzo di compravendita pari ad € 4.100.000,00 (atto di compravendita Notaio *Omissis* del 14 settembre 2022, rep. *Omissis*; non si applica nessuna rivalutazione o svalutazione al prezzo per il tempo intercorso da quella data) e si stima il reddito lordo sulla base delle voci ordinarie di bilancio di cui prima, € 310.000,00 circa.

Si calcola il saggio di capitalizzazione lordo  $i_{D(L)} = 7,56\%$ .

### 10.4 Saggio di capitalizzazione finanziaria

Per il bilancio estimativo, si considerano le seguenti percentuali ordinarie di costi da applicare al reddito lordo (RL):

#### Bilancio estimativo (% costi)

Ammortamento

5,00 %

Manutenzione

6,00 %

Assicurazione

6,00 %

Amministrazione

5,00 %

Imposte (fabbricato)

10,00 %

Inesigibilità

3,00 %

La ricerca del saggio di capitalizzazione finanziaria si svolge con il criterio deduttivo mediante in flusso di cassa di conversione:

$$-(1 - y) + i_{D(N)} \cdot \sum_{t=1}^n [(1 + S_R)^{t-1} - y \cdot (1 + S_C)^{t-1}] \cdot (1 + i_y)^{-t} + (1 - y) \cdot \left( \frac{1 \pm d}{1 + i_y} \right)^n = 0$$

dove:

- $y$  è il rapporto tra il costo del primo anno e il reddito del primo anno 35% (percentuali costi del bilancio estimativo);
- $i_{D(N)}$  è il saggio di capitalizzazione netto nel metodo della capitalizzazione diretta 4,91%, (7,56% - 35%);
- $t$  denota un anno generico all'interno del periodo di analisi;  
(ipotesi estimative)
- $S_R$  è il tasso annuo di variazione del reddito 0%;
- $S_C$  è il tasso annuo di variazione del costo 1%;
- $n$  corrisponde al periodo di disponibilità 10 anni (scadenza del contratto 9+9);
- $d$  è il tasso annuo di variazione dei prezzi di mercato 0,5%;

In applicazione del flusso di conversione, il saggio capitalizzazione finanziaria  $i_Y = 5,2059\%$ .

#### 10.5 Coming-out capitalization rate

Il *coming-out capitalization rate* si ricava in applicazione della seguente formula:

$$i_{D(N)F} = i_{D(N)} \cdot \frac{(1 + s_R)^{n-1} - y \cdot (1 + s_C)^{n-1}}{(1 - y) \cdot (1 + d)^n}$$

dove, come sopra riportato:

- $i_{D(N)}$  è il saggio di capitalizzazione netto nel metodo della capitalizzazione diretta 4,91%;
- $y$  è il rapporto tra il costo del primo anno e il reddito del primo anno 35%;
- (ipotesi estimative)
- $S_R$  è il tasso annuo di variazione del reddito 0%;
- $S_C$  è il tasso annuo di variazione del costo 1%;
- $d$  è il tasso annuo di variazione dei prezzi di mercato 0,5%;
- $n$  corrisponde al periodo di disponibilità 10.

Si calcola il *coming-out capitalization rate*  $i_{D(N)F} = 4,4391\%$

## 10.6 Valore di mercato

Si definisce il flusso di cassa e si determina il valore attuale dei redditi netti:

$$\sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}]$$

Anni	Reddito annuo	Ammortamento	Manutenzione	Assicurazione	Amministrazione	Imposte	Inesigibilità	Reddito netto
1	€ 490.000,00	€ 24.500,00	€ 29.400,00	€ 29.400,00	€ 24.500,00	€ 49.000,00	€ 14.700,00	€ 318.500,00
2	€ 490.000,00	€ 24.745,00	€ 29.694,00	€ 29.694,00	€ 24.745,00	€ 49.490,00	€ 14.847,00	€ 316.785,00
3	€ 490.000,00	€ 24.992,45	€ 29.990,94	€ 29.990,94	€ 24.992,45	€ 49.984,90	€ 14.995,47	€ 315.052,85
4	€ 490.000,00	€ 25.242,37	€ 30.290,85	€ 30.290,85	€ 25.242,37	€ 50.484,75	€ 15.145,42	€ 313.303,38
5	€ 490.000,00	€ 25.494,80	€ 30.593,76	€ 30.593,76	€ 25.494,80	€ 50.989,60	€ 15.296,88	€ 311.536,41
6	€ 490.000,00	€ 25.749,75	€ 30.899,70	€ 30.899,70	€ 25.749,75	€ 51.499,49	€ 15.449,85	€ 309.751,78
7	€ 490.000,00	€ 26.007,24	€ 31.208,69	€ 31.208,69	€ 26.007,24	€ 52.014,49	€ 15.604,35	€ 307.949,29
8	€ 490.000,00	€ 26.267,32	€ 31.520,78	€ 31.520,78	€ 26.267,32	€ 52.534,63	€ 15.760,39	€ 306.128,79
9	€ 490.000,00	€ 26.529,99	€ 31.835,99	€ 31.835,99	€ 26.529,99	€ 53.059,98	€ 15.917,99	€ 304.290,07
10	€ 490.000,00	€ 26.795,29	€ 32.154,35	€ 32.154,35	€ 26.795,29	€ 53.590,58	€ 16.077,17	€ 302.432,98

Il valore attuale netto è uguale a € 2.380.051,55.

Si stima il valore di rivendita mediante la capitalizzazione diretta dell'ultimo reddito netto attualizzata:

$$\frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$$

€ 302.432,98 / 4,4391% = € 6.812.945,30

che attualizzato è pari a € 4.101.429,94

Il valore di mercato è dato

$$V = \sum_{t=1}^n [(R_t - C_t) \cdot (1 + i_Y)^{-t}] + \frac{R_n - C_n}{i_{D(N)F}} \cdot (1 + i_Y)^{-n}$$

V = € 2.380.051,55 + € 4.101.429,94 = € 6.481.481,49

in cifra tonda € 6.500.000,00 (euro seimilionicinquecentomila/00)

circa € 100.000,00 a camera - circa € 1.350,00 al metro quadrato

\*\*\*

## CONSIDERAZIONI SUL CASO STUDIO

1) Anche prospettando altri scenari, il valore di stima non cambia:

### Scenario 1 (il caso studio)

Reddito lordo € 490.000,00 ✓	Saggio capitalizzazione diretta (lordo) 7,56 % ✓
▼ Opzioni avanzate	
<b>Variabili estimative</b>	
Variazione annuale dei redditi 0,00 % ✓	<b>Bilancio estimativo (% costi)</b>
Variazione annuale dei prezzi 0,50 % ✓	Ammortamento 5,00 % ✓
Variazione annuale dei costi 1,00 % ✓	Manutenzione 6,00 % ✓
	Assicurazione 6,00 % ✓
	Amministrazione 5,00 % ✓
	Imposte (fabbricato) 10,00 % ✓
	Inesigibilità 3,00 % ✓
	Orizzonte temporale 10 ✓

Valore di mercato

€ 6.481.481,48

Saggio capitalizzazione finanziaria 5,2059% (tasso di rendimento)

Valore attuale netto dei redditi netti € 2.380.051,55

Valore di rivendita € 302.432,98 / 4,4391% = € 6.812.945,30

Valore di rivendita attualizzato € 4.101.429,94

Valore di mercato € 2.380.051,55 + € 4.101.429,94 = € 6.481.481,48

### Scenario 2

Reddito lordo € 490.000,00 ✓	Saggio capitalizzazione diretta (lordo) 7,56 % ✓
▼ Opzioni avanzate	
<b>Variabili estimative</b>	
Variazione annuale dei redditi 1,00 % ✓	<b>Bilancio estimativo (% costi)</b>
Variazione annuale dei prezzi 2,50 % ✓	Ammortamento 3,00 % ✓
Variazione annuale dei costi 1,50 % ✓	Manutenzione 6,00 % ✓
	Assicurazione 4,00 % ✓
	Amministrazione 2,00 % ✓
	Imposte (fabbricato) 15,00 % ✓
	Inesigibilità 2,00 % ✓
	Orizzonte temporale 6 ✓

Valore di mercato

€ 6.481.481,48

Saggio capitalizzazione finanziaria 7,4394% (tasso di rendimento)

Valore attuale netto dei redditi netti € 1.594.540,24

Valore di rivendita € 346.076,79 / 4,6042% = € 7.516.531,41

Valore di rivendita attualizzato € 4.886.941,24

Valore di mercato € 1.594.540,24 + € 4.886.941,24 = € 6.481.481,48



### Scenario 3

Reddito lordo € 490.000,00 ✓	Saggio capitalizzazione diretta (lordo) 7,56 % ✓
▼ Opzioni avanzate	
<b>Variabili estimative</b>	<b>Bilancio estimativo (% costi)</b>
Variazione annuale dei redditi 0,75 % ✓	Ammortamento 2,50 % ✓
Variazione annuale dei prezzi -2,00 % ✓	Manutenzione 5,00 % ✓
Variazione annuale dei costi 1,25 % ✓	Assicurazione 1,50 % ✓
	Amministrazione 4,00 % ✓
	Imposte (fabbricato) 12,00 % ✓
	Inesigibilità 3,00 % ✓
	Orizzonte temporale 8 ✓

Valore di mercato

€ 6.481.481,48

Saggio capitalizzazione finanziaria 3,9192% (tasso di rendimento)

Il valore attuale netto dei redditi netti € 2.427.188,17

Il valore di rivendita € 366.646,42 / 6,6491% = € 5.514.204,78

Valore di rivendita attualizzato € 4.054.293,31

Valore di mercato € 2.427.188,17 + € 4.054.293,31 = € 6.481.481,48

Nei due scenari alternativi, caratterizzati da differenti ipotesi estimative e variazioni nelle percentuali dei costi di bilancio, si dimostra che il valore di stima rimane invariato, attestandosi sempre su € 6.481.481,48. In ciascun scenario, le ipotesi estimative prospettate dal valutatore/analista sono diverse, ma il dato più rilevante risulta essere il tasso di rendimento, che nei rispettivi casi è pari a 5,2059%, 7,4394% e 3,9192%.

- 2) Si dimostra che il valore di stima rimane invariato anche quando si applica il metodo della capitalizzazione diretta (ved. pag. 44 § 3.2.4), che stima lo stesso valore sia capitalizzando il reddito netto con il relativo saggio di capitalizzazione netto, sia capitalizzando il reddito lordo con il saggio di capitalizzazione lordo (ved. pag. 28 § 3.1.1).

È importante sottolineare che la capitalizzazione deve avvenire sempre con la stessa tipologia di reddito e saggio: netto con netto e lordo con lordo. Questo perché la percentuale di incidenza dei costi

(nel caso di specie il 35%) incide in egual misura sia sul reddito netto (deducendo il 35% dal reddito lordo), sia sul saggio di capitalizzazione nella sua componente reddituale, dove il saggio è calcolato come il rapporto tra reddito e prezzo.

#### SCENARIO 1

Nel caso di studio, applicando il metodo della capitalizzazione diretta con reddito e saggio lordi, il valore di stima è pari a:

$$€ 490.000,00 / 7,56\% = € 6.481.481,48.$$

Se invece si capitalizza il reddito netto e il saggio netto, considerando la percentuale di costi del 35%, si ottiene un reddito netto di € 318.500,00 (€ 490.000,00 – 35%) e un saggio netto di 4,914% (7,56% - 35%), con un valore di stima pari a:

$$€ 318.500,00 / 4,914\% = € 6.481.481,48.$$

Ovviamente stessa cosa anche per i due scenari alternativi:

#### SCENARIO 2

reddito netto di € 333.200,00 (€ 490.000,00 – 32%)

e un saggio netto di 5,1408% (7,56% - 32%),

con un valore di stima pari a:

$$€ 333.200,00 / 5,1408\% = € 6.481.481,48.$$

#### SCENARIO 3

reddito netto di € 352.800,00 (€ 490.000,00 – 28%)

e un saggio netto di 5,4432% (7,56% - 28%),

con un valore di stima pari a:

$$€ 352.800,00 / 5,4432\% = € 6.481.481,48.$$

Ne deriva che, nella pratica professionale, qualora non sia facilmente possibile identificare tutte le voci di bilancio (come ammortamento, manutenzione, assicurazioni, amministrazione, imposte, inesigibilità), è altamente consigliato applicare il metodo della capitalizzazione diretta utilizzando il reddito lordo e il saggio lordo, in quanto il valore di stima sarà comunque uguale.

## Conclusioni

Il presente lavoro ha mirato a sintetizzare le metodologie di valutazione immobiliare secondo gli *standard* internazionali, con particolare attenzione ai procedimenti dell'*income approach* e alla capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*).

Il contributo del Professor Marco Simonotti è emerso come un elemento centrale nello sviluppo e nella diffusione di queste metodologie in Italia. Il suo approccio, che integra i principi degli *standard* internazionali con un'impostazione di “derivazione americana” adattata al contesto italiano, ha avuto un impatto significativo sulla formazione dei valutatori, sulla letteratura accademica e sulla pratica professionale. Il suo ruolo nella redazione da coautore del *Codice delle Valutazioni Immobiliari* e nella strutturazione di un metodo rigoroso ne conferma l'influenza nel settore.

La tesi non ha inteso proporre innovazioni teoriche, ma piuttosto rielaborare e chiarire i concetti sviluppati da Simonotti, soffermandosi in particolare sulla capitalizzazione finanziaria. Questo metodo, pur condividendo con la *discounted cash flow analysis* (DCFA) l'utilizzo dei flussi di cassa, si distingue per il bilancio estimativo e per una struttura di calcolo che offre una visione più articolata rispetto alla capitalizzazione diretta. Tale approccio consente di includere variabili economiche più dettagliate, come l'evoluzione dei ricavi, dei costi e dei prezzi, mantenendo una coerenza con i dati di mercato.

L'analisi si è conclusa con l'applicazione della metodologia a un caso studio riguardante la valutazione di una struttura alberghiera. L'esempio pratico ha dimostrato come la capitalizzazione finanziaria possa fornire stime accurate e coerenti con il mercato, evidenziando il suo valore non solo come strumento di stima, ma anche come supporto per l'analisi economica.

L'intento della ricerca è stato quello di fornire una sintesi chiara, snella e strutturata della metodologia, favorendone la diffusione nella prassi

professionale e accademica. La speranza è che questo lavoro contribuisca a una maggiore comprensione e applicazione della capitalizzazione finanziaria, colmando il divario tra teoria e pratica nel settore della valutazione immobiliare.

## **Bibliografia**

Agenzia del Territorio (2011). Manuale Operativo delle Stime Immobiliari. Franco Angeli.

Appraisal Institute (2020). The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition.

Associazione Bancaria Italiana (2024). Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie.

Bambagioni G., Simonotti M. (2018). Codice delle Valutazioni Immobiliari | Italian Property Valuation Standard. Tecnoborsa.

Benvenuti A. (2024). La metodica finanziaria nella valutazione degli immobili. EPC Editore.

Benvenuti A. (2024). Corso di formazione valutazione immobiliare. Modulo finanziario. A cura di Geoweb.

Geo.Val. Esperti (2024). Corso professionale di estimo. A cura di Matteo Negri.

Michieli M., Cipolotti G.B. (2018). Trattato di estimo. Edagricole.

Simonotti M. (1983). L'analisi finanziaria del saggio di capitalizzazione. Genio Rurale, n. 12.

Simonotti M. (1985). Il tasso di rendimento interno nella valutazione dei frutti pendenti. Genio Rurale, n. 12.

Simonotti M. (1995). La logica estimativa del valore di trasformazione. Aestimum, n. 33.

Simonotti M. (2003). Il saggio di capitalizzazione negativo nella stima analitica degli arboreti. Aestimum, n. 43.

Simonotti M. (2006). Metodi di stima immobiliare. Applicazione degli standard internazionali. Trattato teorico pratico. DF Editore.

Simonotti M. (2009). Problemi di verifica del saggio di capitalizzazione. Estimo e territorio, n. 12.

Simonotti M. (2011). Ricerca del saggio di capitalizzazione nel mercato immobiliare. Aestimum, n. 59.

Simonotti M. (2011). Valutazione immobiliare standard. STIMATRIX®.

Simonotti M. (2013). Analisi estimativa del flusso di cassa. A cura di E-Valuations.

Simonotti M. (2017). Standard estimativi. Applicazioni avanzate. A cura di E-Valuations.

Simonotti M. (2018). Discounted Cash Flow Analysis. A cura di E-Valuations.

Simonotti M. (2019). Metodi di stima yield oriented: nuove prospettive. A cura di DDiligence

Simonotti M. (2019). Valutazione immobiliare standard. Nuovi metodi STIMATRIX®.

## Sitografia

<https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/>

<https://www.ifrs.org/groups/ifrs-interpretations-committee/>

<https://www.iaao.org/>

<https://www.ivsc.org/>

<https://tegoval.org/>

<https://appraisalfoundation.org/imis>

<https://www.rics.org/>

<https://www.appraisalinstitute.org/>

<https://www.aicanada.ca/>

<https://abnt.org.br/>

<https://propertyinstitute.nz/>

<https://www.sisv.org.sg/>

<https://charteexpertiseimmo.org/le-comit%C3%A9-d-application.html>

<https://www.asociacionaev.org/>

<https://www.buzer.de/s1.htm?g=immowertv&f=1>

[https://www.recht.bund.de/de/home/home\\_node.html](https://www.recht.bund.de/de/home/home_node.html)

<https://www.tecnoborsa.com/>

<https://www.bambagioni.it/>

<https://www.uni.com/>

<https://www.tecnoborsa.com/pubblicazioni/il-codice-delle-valutazioni-immobiliari/>

<https://www.linkedin.com/pulse/evs-2025-il-primo-paper-informativo-%C3%A8-sugli-asking-giovanni-dgcw/?trackingId=HPwJGTH9QbG5WUwvoPM8fA%3D%3D>

<https://www.linkedin.com/pulse/volte-ritornano-gli-asking-price-rubano-valoratore-immobiliare-zxgfc/?trackingId=YmE0bUruR4q21YC5pA3r3g%3D%3D>

<https://www.abi.it/mercati/crediti/valutazioni-immobiliari/linee-guida-valutazioni-immobiliari/>

<https://www.dirittobancario.it/art/valutazione-degli-immobili-a-garanzia-delle-esposizioni-creditizie/>

<https://www.fondazioneoiv.it/>

<https://www.geoval.it/old/wp-content/uploads/2023/05/Marco-Simonotti-un-autentico-rinnovatore-dellestimo.-Biografia-e-carriera-universitaria.pdf>

[https://www.youtube.com/watch?v=6-vnB\\_Algx8](https://www.youtube.com/watch?v=6-vnB_Algx8)

<https://www.geoval.it/old/wp-content/uploads/2023/05/Elenco-pubblicazioni-prof.-Simonotti.pdf>

<https://www.geoval.it/old/wp-content/uploads/2023/05/Elenco-pubblicazioni-prof.-Simonotti.pdf>

<https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/schede/fabbricatiterreni/omi/banche-dati/quotazioni-immobiliari>

<https://www.kth.se/om/fakta>