

STIME E PERIZIE

# Cassazione: necessità di criteri di stima oggettivi. Procedimenti e approcci estimativi a confronto

Per la valutazione di un bene occorrono criteri di stima oggettivi, è quanto sancito dalla Suprema Corte in una recente sentenza. Un tema, quello delle valutazioni degli immobili, tanto attuale quanto controverso che vede per le stime chi, da una parte, ancora si affida all'expertise immobiliare prettamente di derivazione dall'estimo della tradizione italiana (di per sé non dimostrabile univocamente né verificabile) e chi dall'altra, invece, applica gli standard valutativi, condivisi a livello internazionale, le cui metodiche intelligibili e replicabili si fondono su approcci scientifici. Un utile confronto tra dottrina classica e best practice per fissare criteri di stima oggettivi.

**Giovanni Rubuano**

Consiglio Direttivo Associazione Geo.Val. Esperti

**C**on sent. n. 844 del 17 gennaio 2020 la Corte di Cassazione si è pronunciata su valutazioni e criteri di stima, facendo anche riferimento a quanto aveva già sancito nel 2015 (Cass., sent. n. 1625/2015). Intervenendo su un caso di vendita a scopo di garanzia con patto marciano la Suprema Corte ha accolto il ricorso proposto e ha cassato la sentenza di appello «...mancando del tutto la previsione di **criteri di stima oggettivi** che assicurino la valutazione imparziale del valore del bene per il successivo momento della eventuale vendita ...», richiamando la pre-

cedente pronuncia del 2015 con la quale veniva sancito di prevedere «... un procedimento volto alla stima del bene, entro tempi certi e con modalità definite, che assicurino la presenza di una valutazione imparziale, in quanto ancorata a parametri oggettivi automatici, oppure affidata a persona indipendente ed esperta la quale a detti parametri farà riferimento ...».

Due sentenze dalle quali emerge chiaro l'orientamento dei giudici ermellini: valutazioni immobiliari con parametri e criteri di stima oggettivi.

Resta però da chiarire quali siano tali criteri se si considera che nello scenario attuale la metodologia estimativa vede da una parte procedimenti basati sui principi dell'estimo italiano (spesso tramutati nella pratica professionale in *expertise*<sup>11</sup> immobiliari) e dall'altra ap-

**CRITERI E APPROCCI DI STIMA**

	Estimo italiano	Standard di valutazione	
Criteri di stima fondamentali*	Il più probabile <b>valore di mercato</b>	<b>Procedimento</b>	
		<b>Stima sintetica</b> (parametro tecnico di comparazione)	Approccio basato sul mercato ( <b>market approach</b> )
		<b>Stima analitica</b> per capitalizzazione del reddito (parametro economico di comparazione)	Approccio basato sul reddito ( <b>income approach</b> )
	Il più probabile <b>valore di costo</b>	Approccio basato sul costo ( <b>cost approach</b> )	

\*Il più probabile valore di trasformazione (ved. nota 24), il più probabile valore complementare e il più probabile valore di surrogazione sono criteri di stima considerati "derivati" in quanto derivano dal valore di mercato o di costo. Il sesto criterio di stima in base al più probabile valore di capitalizzazione non deriva da altri criteri e non ha derivati (ved. nota 18).

procci metodologici basati sugli standard di valutazione.

**La metodologia estimativa**

In generale la metodologia estimativa «fornisce i principi e le norme per la valutazione dei beni immobili» (Simonotti, 2006). E tra **aspetti economici** o criteri di stima (legati più all'estimo della tradizione italiana<sup>[2]</sup>) ed **approcci estimativi** (suggeriti dai moderni standard di valutazione) si può ritenere che la dottrina italiana e le *best practice* internazionali convergano nell'indicare quali procedimenti per le stime immobiliari quello basato sul confronto di mercato, quello basato sul reddito e quello basato sul costo.

Il **procedimento di stima basato sul confronto di mercato** determina il valore

dell'immobile in esame confrontandolo con immobili simili compravenduti da recente e dei quali si ha conoscenza del prezzo e delle caratteristiche.

Il **procedimento di stima basato sul reddito** determina il valore dell'immobile a partire dalla redditualità che lo stesso genera o può generare.

Il **procedimento di stima basato sul costo** determina il valore dell'immobile attraverso la somma del valore del suolo e del costo di ricostruzione deprezzato.

I **primi due procedimenti** si fondano sulla rilevazione di dati di mercato relativi ad immobili presi a confronto e possono essere classificati entrambi **metodi comparativi**, con "variabile strategica" rispettivamente il prezzo e il reddito (Lind-Nordlund, 2014)<sup>[3]</sup>. Si adotta uno o l'altro

1. Quando agli inizi degli anni duemila si è cercato di individuare un termine che potesse unicamente indicare le stime tradizionali monoparametriche, le stime storiche e le stime a vista o a impressione tra tutti è prevalso "expertise", un termine questo mutuato dal "mondo dell'arte" e ricorrente anche nel "mondo dei preziosi". Il critico d'arte chiamato a valutare un'opera - o un prezioso nel caso del gioielliere - infatti rassegna, sulla base della propria esperienza, il cosiddetto "expertise" la cui validità e affidabilità potrà essere verificata solamente incaricando uno o più esperti per la valutazione e confrontandone le loro risultanze avere un orientamento sul valore (maggiore frequenza). Analogamente nell'ambito delle valutazioni degli immobili, l'expertise estimativo è la pratica professionale che stima il valore di mercato con un giudizio sintetico, basato sull'esperienza e sulla competenza del valutatore (l'esperto).

2. Principio dell'**unicità del metodo** secondo cui il metodo è unico (la comparazione) e i procedimenti possono essere molteplici (sintetici, analitici, monoparametrici, pluriparametrici ecc.). Una sola radice del metodo di stima (Famularo, 1946).

procedimento in base alla disponibilità dei dati o, secondo alcuni, per la minore o predominante capacità reddituale derivante dall'attività svolta dall'immobile<sup>[4]</sup>. E «quando gli immobili di confronto sono scelti nello stesso segmento di mercato dell'immobile da stimare, l'applicazione dei due procedimenti nella stessa valutazione è ridondante» cosicché da essere **inconsistente l'applicazione di entrambi i metodi** (Milazzo-Rubiano, 2017).

Il **metodo del costo** (di ricostruzione deprezzato) «è spesso suggerito nella stima degli immobili strumentali (agricoli, artigianali, industriali ecc.), di immobili speciali, di immobili secondari e di parti di immobili complessi. È diffuso nelle stime contabili dei cespiti del patrimonio aziendale, nelle quali spesso è riferito al costo storico» (Simonotti, 2011). Nella pratica professionale si ricorre spesso al metodo del costo in quanto sono apparentemente di più facile determinazione i tre elementi che lo compongono (valore del suolo, il costo di ricostruzione e il deprezzamento); tuttavia il metodo presenta forti limitazioni applicative per i notevoli margini di incertezza e per essere **poco ancorato al valore di mercato**.

## Procedimenti ed approcci estimativi più comuni nella pratica professionale

### Stima comparativa sintetica monoparametrica

È una stima per confronto diretto che impiega un **unico parametro tecnico** di compa-

razione. Generalmente vengono adottati la superficie commerciale (per gli immobili residenziali) e il metro quadrato o l'ettaro (per i terreni agricoli)<sup>[5]</sup>. Per la *legge di indifferenza al prezzo* (Jevons, 1871)<sup>[6]</sup> e il postulato della comparazione<sup>[7]</sup> in presenza di immobili simili recentemente compravenduti e con un parametro di confronto in comune, il valore di mercato è dato dalla risoluzione della proporzione

$$V : p = V_x : p_x$$

con

- › V = somma dei prezzi degli immobili presi a confronto, simili per caratteristiche intrinseche ed estrinseche (€);
- › p = somma dei parametri – superfici – degli immobili presi a confronto (mq o ha);
- › V<sub>x</sub> = valore dell'immobile da stimare (€);
- › p<sub>x</sub> = superficie dell'immobile da stimare (mq o ha)

In altri termini il **valore di mercato è pari**

$$V_x = \frac{\Sigma V}{\Sigma p} \cdot p_x$$

$$\frac{\Sigma V}{\Sigma p} = \text{prezzo unitario (€/mq o €/ha)}$$

**al prodotto del prezzo unitario per la consistenza dell'immobile da stimare.**

Il valore così stimato è verosimile nella so-

3. «... entrambi i metodi utilizzati dovrebbero essere classificati come un approccio di confronto e che non vi sia spazio per un approccio di reddito ...», traduzione dall'originale both methods used should be classified as a sales comparison approach and that there is no room for an income approach.

4. Rientrano per la predominante capacità reddituale ad esempio gli immobili **commerciali fungibili** e gli immobili **commerciali attività**.

5. Il metodo prevede la c.d. costruzione della **scala dei prezzi** con la rilevazione e suddivisione dei dati di mercato degli immobili di confronto, che costituisce la fase oggettiva della stima, e l'inserimento in essa dell'immobile da stimare, che costituisce la fase soggettiva della stima in quanto lasciata al giudizio del valutatore (Famularo, 1947 e Medici, 1948).

6. «Se una merce è di qualità perfettamente uniforme e omogenea, qualsiasi sua porzione può essere usata indifferentemente invece di un'altra porzione uguale. Pertanto, in un medesimo mercato e in un medesimo momento, tutte le porzioni debbono essere scambiate secondo lo stesso rapporto».

7. I **postulati estimativi** sono rappresentati dalle seguenti proposizioni schematiche: il prezzo è il fondamento del giudizio di

la ipotesi dell'effettiva rilevazione dei prezzi di mercato e a parità di condizioni per tutte le caratteristiche degli immobili di confronto ad esclusione della sola consistenza (parametro considerato).

Per far fronte alla risaputa eterogeneità degli immobili – simili e non eguali<sup>[8]</sup> – e al ridotto numero del campione estimativo – scarsità di transazioni – **il procedimento lascia spazio alla soggettività** del valutatore. Infatti il valore medio ordinario (già di per sé funzione di un prezzo unitario fuorviato perché riferito al solo parametro di comparazione e non a tutte le altre caratteristiche) è corretto con aggiunte e detrazioni e/o comodi e scomodi<sup>[9]</sup> per la residuale dissimilitudine dell'immobile da stimare con gli immobili presi a confronto.

Aggiunte e detrazioni sono stimati analiticamente e conferiscono una impronta oggettiva alla stima; comodi e scomodi invece sono stimati con un apprezzamento empirico basato sull'esperienza del valutatore che, aumentando e/o diminuendo il valore ordinario in forma percentuale (coefficienti di differenziazione<sup>[10]</sup>), conferisce un **preminente carattere soggettivo** alla stima.

Una **variante del procedimento** vuole che i prezzi degli immobili presi a confronto siano dapprima “normalizzati”, con l'eliminazione degli elementi accessori non presenti nell'immobile oggetto di stima, quindi i

prezzi così “rettificati” essere ulteriormente normalizzati in prezzi unitari, in funzione del parametro di confronto, per infine la loro media rappresentare il prezzo unitario da moltiplicare per la consistenza dell'immobile oggetto di stima (Morri-Benedetto, 2017). Si tratta di una variante tendente a ridurre inizialmente la dissimilitudine degli immobili in modo da ottenere un prezzo unitario quanto più dipendente solo dal parametro di confronto, che però **non esclude la soggettività** del valutatore rimanendo comunque affidata all'applicazione di arbitrari coefficienti di differenziazione la stima delle caratteristiche qualitative (adeguamenti). Una considerazione è quella di rilevare - dopo aver determinato i prezzi unitari normalizzati - che se le caratteristiche qualitative venissero stimate con l'applicazione del sistema di stima (ved. nota 13) il valore di mercato ottenuto sarebbe verosimile e il procedimento avrebbe uno svolgimento metodologico razionale (*razionalizzazione della stima sintetica mono-parametrica*).

#### Stima comparativa multiparametrica a punti di merito

È una stima per comparazione multiparametrica del prezzo di immobili di riferimento corretto con dei coefficienti (punti di merito) relativi ad ogni parametro.

La formalizzazione più conosciuta ed applicata nella pratica professionale è quella

stima; la previsione è il carattere immanente del giudizio di stima; il valore dipende dallo scopo o ragione pratica del giudizio di stima; il giudizio di stima è ordinario; il giudizio di stima è comparativo.

8. «**Gli immobili eguali** presentano le stesse caratteristiche e per ciascuna caratteristica la stessa modalità; si tratta di un esempio estremo, che non ricorre in pratica perché due immobili perfettamente identici differiscono almeno per la posizione. **Gli immobili simili** presentano le stesse caratteristiche e per almeno una caratteristica la modalità differente, perché se di eguale ammontare si ricadrebbe nella categoria precedente.» (Simonotti, 2006).
9. **Aggiunte**: particolare rifinitura, sovra redditi transitori, servitù attive, ecc.; **detrazioni**: peggiore stato di manutenzione, ipoteche, mutui, ecc.; **comodi**: migliore ubicazione, panoramicità, ecc.; **scomodi**: ubicazione in zona depressa, rumorosità ecc.
10. I **coefficienti di differenziazione** sono quantificati dal valutatore in base alla propria esperienza o sono ricavati da libri, manuali, riviste e siti web di settore. Nel primo caso sono rimessi alla soggettività del valutatore mentre nel secondo caso si tratta di dati non univoci tanto da ritrovare per la stessa caratteristica da apprezzare coefficienti disuguali in base alla fonte di riferimento.

secondo il “metodo moltiplicativo”<sup>[11]</sup>

con

$$V = P \cdot K_i \cdot S$$

- › V = valore dell’immobile da stimare (€)
- › P = prezzo massimo o medio unitario individuato nel mercato di riferimento (€/mq o €/ha);
- › K<sub>i</sub> = coefficiente numerico determinato per ogni parametro di stima dato dal rapporto tra il punteggio assegnato all’immobile da valutare e il punteggio base 100 assegnato al prezzo unitario (K<sub>1</sub> · K<sub>2</sub> · K<sub>3</sub> · ... · K<sub>n</sub>);
- › S = superficie dell’immobile oggetto di stima (mq o ha).

In altri termini il **valore di mercato è pari al prodotto tra il prezzo unitario corretto con un punteggio e la consistenza dell’immobile da stimare.**

Seppure il procedimento consenta la stima del valore di mercato nel caso di assenza di un campione omogeneo di immobili, pone un non trascurabile **problema estimativo legato alla soggettività** della stima dell’incidenza percentuale delle singole caratteristiche considerate (i punti di merito).

### **Market comparison approach (MCA)**

Analogamente alla stima sintetica monoparametrica anche il *market comparison approach* è una **stima diretta per comparazione** tra l’immobile da valutare e degli immobili simili, compravenduti di recente i quali presentano **caratteristiche e prezzo noti**. Anche il

principio su cui si fonda è il medesimo ovvero che *“il mercato fisserà il prezzo per un immobile allo stesso modo in cui ha già determinato il prezzo di immobili simili”*. Diverso, invece, è il processo logico valutativo in quanto nel *market comparison approach* il confronto avviene **su base pluriparametrica con aggiustamenti sistematici (prezzi marginali**<sup>[12])</sup> sui prezzi di mercato rilevati e ciò in base alle caratteristiche degli immobili di confronto (*comparables*) rispetto alle corrispondenti caratteristiche dell’immobile oggetto di stima (*subject*). L’operazione mira ad eguagliare idealmente i *comparables* con il *subject*, ottenendo in tal modo i cosiddetti “prezzi corretti” che rappresentano il prezzo che gli immobili *comparables* avrebbero avuto se avessero posseduto le caratteristiche del *subject*. La loro media aritmetica o ponderata costituisce il valore di stima (Simonotti, 2006).

Nel caso di immobili dotati di caratteristiche per le quali non è immediatamente riscontrabile dal mercato il relativo prezzo marginale o nel caso di caratteristiche c.d. inestimabili (solitamente quelle qualitative) il MCA si completa con il **sistema di stima**<sup>[13]</sup>.

La riconosciuta validità del MCA, fondato su coerenti premesse estimative, su puntuali rilevazioni di mercato, su uno **svolgimento metodologico condotto sistematicamente e sulla dimostrazione dei risultati**, ha favorito una rapida e diffusa applicazione anche nel nostro Paese. È annoverato da tutti i testi e

11. La prima formalizzazione (Forte-De Rossi, 1974) è quella secondo il **metodo additivo**  $V = P_{MAX} \cdot K_i \cdot S$  con V = valore dell’immobile da stimare (€); P<sub>MAX</sub> = prezzo massimo unitario individuato nel mercato di riferimento (€/mq o €/ha); K<sub>i</sub> = somma delle incidenze attribuite alle caratteristiche posizionali estrinseche ed intrinseche, tecnologiche e produttive dell’immobile oggetto di stima in relazione all’immobile di riferimento (inferiore a 1); S = superficie dell’immobile oggetto di stima (mq o ha).

12. «Il **prezzo marginale** di una caratteristica immobiliare esprime la variazione del prezzo totale al variare della caratteristica. Così ad esempio il **prezzo marginale della superficie principale rappresenta la variazione del prezzo totale indotta dalla variazione di un’unità di superficie**» (Simonotti, 2006).

13. Il **sistema di stima** è stato proposto dal Simonotti nel 1985 e nasce come un sistema di equazioni riguardanti i confronti tra il singolo immobile di confronto rilevato e l’immobile da valutare. L’equazione elementare afferma il principio secondo cui la differenza di prezzo tra due immobili è funzione delle differenze negli ammontari delle caratteristiche possedute dagli immobili. Il sistema di stima può essere risolto per il valore di stima ricercato e per i prezzi delle caratteristiche immobiliari considerate.

da tutte le pubblicazioni di settore e figura tra i metodi di stima indicati dal Codice delle Valutazioni Immobiliari di Tecnoborsa e dalle Linee Guida ABI.

**Il Codice delle Valutazioni Immobiliari - Italian Property Valuation Standard**

rappresenta dal 2000, anno della sua prima edizione, lo standard di valutazione a livello nazionale con principi, criteri e metodologie coerenti agli standard internazionali. Il Codice è promosso da Tecnoborsa ed è condiviso dalla gran parte dei player della filiera professionale ed istituzionale di riferimento (Ordini delle professioni tecniche, Ministeri, ABI, Associazioni, Federazioni).

**Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie** (terza edizione, 2018) *«riportano una serie di principi, regole e procedure per la valutazione degli immobili a garanzia delle esposizioni creditizie nell'ottica di promuovere la trasparenza e la correttezza nelle*

*procedure di stima degli immobili al fine di favorire la stabilità degli intermediari creditizi, sia nelle operazioni di erogazione dei crediti sia nelle emissioni/acquisizioni di titoli rivendenti da operazioni di cartolarizzazione e di obbligazioni bancarie garantite».*

**Stima analitica o direct capitalization. Yield capitalization e DCFA**

La stima analitica<sup>144</sup> per capitalizzazione del reddito o **direct capitalization** è una stima per confronto diretto che impiega come parametro di comparazione il reddito (**parametro economico**). Dalla proporzione  $V : p = VX : pX$  da cui

$$V_X = \frac{\sum V}{\sum p} \cdot p_X$$

sostituendo il parametro di comparazione  $p$  con il reddito  $R$  e con  $\frac{RV}{R} = RPR$  rapporto prezzo-reddito (o *gross rent multiplier GRM*)<sup>145</sup>

si ha 
$$V = RPR \cdot R$$

o con  $\frac{1}{RPR}$  nella più conosciuta formalizzazione dell'estimo italiano

$$V = \frac{R}{i} \quad [146]$$

14. Sulla **stima analitica**: «...non si può negare che i risultati di un tal modo di stima siano molto incerti...» (Serpieri, 1916), «...si tende ad acquistare beni rifugio [...] in questi frangenti la capitalizzazione perde grande parte del suo significato...» (Di Cocco, 1960), «...esista un attivo mercato dei fitti in modo che la ricerca del beneficio fondiario possa essere fatta sinteticamente desumendo i dati necessari dal mercato...» (Famularo, 1963), «...È necessario [...] che si possa esprimere un giudizio di previsione su questi redditi futuri e i relativi saggi di sconto...» (Medici, 1971), «...il modello di stima analitica è praticamente inapplicabile in sede professionale...» (Grillenzone-Grittani, 1990), «...ammissibile equivalenza tra valore di mercato di un bene economico e la somma della sua redditività ordinaria scontata all'attualità...» (Forte-De Rossi, 1992), «... l'impossibilità deriva dalla mancanza sia di un riferimento al reddito ordinario, sia di un saggio che leghi tale reddito al valore...» (Polelli, 1997), «...Nella pratica [...] con opportune e intelligenti manipolazioni, si "tende" a formulare il valore di mercato che risulti il più verosimile, con il vantaggio di offrire nel contempo un procedimento che appare, anche se formale, più convincente ed attendibile in quanto analitico o comunque dettagliato...» (Michieli-Cipolotti, 2018).
15. Il **rapporto prezzo-reddito (RPR)** esprime il rapporto tra il prezzo e il reddito ricavati o da dati immobiliari (prezzi e canoni di mercato puntuali), o da extra-dati (listini, borsini, quotazioni, indici congiunturali, ecc.) o da informazioni immobiliari (trend, statistiche aggregate, ecc.) (Simonotti, 2019). «Il moltiplicatore del reddito (gross rent multiplier GRM) è un fattore che esprime il rapporto tra il prezzo di mercato e il canone di mercato di un immobile, ossia di quante volte il prezzo è maggiore del canone dell'immobile» (Codice delle Valutazioni di Tecnoborsa, 2018). RPR o GRM è considerato uno strumento di misura del tempo di ritorno dell'investimento immobiliare espresso in anni
16. Nella dottrina estimativa italiana il **più probabile valore di capitalizzazione è un criterio di stima indipendente** (e non un procedimento) in tutti quei casi per i quali la capitalizzazione non comporti la stima del più probabile valore di mercato, come ad esempio per la stima del diritto di usufrutto, per la stima del prezzo di affrancazione nell'enfiteusi, per

In termini finanziari il **valore ordinario dell'immobile è pari all'accumulazione all'attualità del reddito annuo costante posticipato e illimitato** (algoritmo della matematica finanziaria)<sup>[17]</sup>. E come per il procedimento sintetico il valore così stimato è semmai corretto con aggiunte e detrazioni e/o comodi e scomodi.

Nella stima del valore di mercato per capitalizzazione diretta **la maggiore criticità è legata alla determinazione del saggio di capitalizzazione**<sup>[18]</sup>. Essendo la scelta del procedimento quasi sempre dettata dalla mancanza di compravendite nel segmento di mercato dell'immobile da stimare, l'estrazione diretta del saggio con redditi e prezzi puntuali rimane una tecnica puramente teorica e di fatto non applicabile. Un approccio molto semplificato considera per i redditi e i prezzi le quotazioni medie di mercato (Michieli-Cipolotti, 2018. Iovine, 2020). In questo contesto, tra i metodi indiretti per la determinazione del saggio di capitalizzazione proposti dalla letteratura estimativa italiana e internazionale<sup>[19]</sup>, la tecnica del-

**la ricerca remota del saggio (o il metodo del confronto dei segmenti MCS)** (Simonotti, 2011 e 2019)<sup>[20]</sup> è quella che maggiormente riflette i dati e le informazioni di mercato relativi ai prezzi, ai redditi, ai loro trend nonché alla pratica e alle aspettative degli operatori<sup>[21]</sup>.

Secondo gli standard di valutazione *l'income capitalization approach* oltre alla *direct capitalization* si articola su altri due metodi: la *yield capitalization* e la *discounted cash flow analysis DCF*.

Per il Codice delle Valutazioni il metodo della **capitalizzazione finanziaria** considera la serie di ricavi e dei costi di un immobile dal momento dell'acquisto al momento della rivendita, prevedendo un valore di mercato finale; **l'analisi del flusso di cassa scontato** si applica allo studio dei flussi di cassa immobiliari atipici per variabilità degli importi delle poste attive e passive, della successione temporale dei ricavi e dei costi e per la periodicità delle scadenze (stima di immobili suscettivi di valorizzazione quali per esempio le aree edificabili, gli immo-

la stima del valore catastale, ecc.. Pur con la stessa formalizzazione infatti procedimento e criterio differiscono nella determinazione del saggio, estratto dal mercato immobiliare nel caso di procedimento per la stima del più probabile valore di mercato oppure assegnato o convenzionale nel caso di criterio per la stima di valori diversi dal valore di mercato.

17. La *inwood premise* ha risolto il problema del valore attuale di una rendita illimitata avendo che il reddito si trasforma in valore capitale attraverso il saggio di capitalizzazione (Inwood, 1811).
18. «Il saggio di capitalizzazione è il **saggio di redditività rilevato nel mercato immobiliare** e applicato nelle operazioni di attualizzazione prefigurate nel procedimento per capitalizzazione del reddito. La ricerca del saggio di capitalizzazione deve riflettere i dati e le informazioni di mercato relativi ai prezzi, ai redditi e ai loro trend; inoltre può riflettere la pratica e le aspettative degli operatori» (Codice delle Valutazioni di Tecnoborsa, 2018).
19. **Metodi additivi**: metodo del saggio medio (Forte-De Rossi, 1974. Orefice, 1995); metodo del saggio di minimo rischio o *build up approach* (Guatri, 1998). **Band of investment**: *mortgage and equity components*; *land and building components* (Fisher-Martin, 1994). Il BOI è assimilabile al WACC nella capitalizzazione finanziaria e nel DCF.
20. Con la tecnica della **ricerca remota** il saggio di capitalizzazione è il rapporto tra il reddito unitario e il prezzo unitario derivati dagli aggiustamenti secondo il parametro considerato (localizzazione, destinazione, tipologia, dimensione) del reddito unitario e del prezzo unitario puntuali rilevati in un segmento di mercato prossimo, attivo per locazioni e compravendite. «Occorre precisare che gli aggiustamenti non riguardano il saggio di capitalizzazione bensì i redditi e i prezzi dai quali il saggio è calcolato. Dunque non si correggono i saggi di capitalizzazione, che sono grandezze derivate, ma si correggono i canoni e i prezzi di mercato che sono grandezze originarie». Il **metodo del confronto dei segmenti di mercato (MCS)** è un procedimento di stima del rapporto prezzo-reddito di un segmento di mercato attraverso il confronto con altri segmenti di mercato.
21. Nel metodo reddituale in alternativa alla ricerca dei saggi che rifletta i dati e le informazioni di mercato sono proposti **approcci finanziari**, come il WACC utilizzato nelle operazioni di valutazione degli investimenti e il CAPM per la valutazione delle aziende.

**RIQUADRO 1**

Si tratta tutti di casi di valore di trasformazione. L'algoritmo del valore di trasformazione assume formulazioni diverse: monopériodale, il valore di trasformazione  $V_t$  semplice differenza tra il valore del bene trasformato  $V_m$  e il costo della trasformazione  $K$  senza tenere conto del tempo  $V_t = V_m - K$ ; il valore di trasformazione tiene conto di un fattore di sconto  $V_t = \frac{V_m - K}{(1+i)^n}$  (Forte-De Rossi, 1974. Fabbri, 1985); attualizzazione di ricavi e di costi concentrati in momenti diversi  $V_t = \frac{V_m}{(1+i)^n} - \frac{K}{(1+i)^i}$  (Orefice, 1995); attualizzazione anno per anno dei soli costi  $V_t = \frac{V_m}{(1+i)^n} - \sum_{i=1}^n \frac{K_i}{(1+i)^i}$  (Realfonzo, 1994); diacronico (DCFA) con ricavi e costi attualizzati anno per anno  $V_t = \sum_{i=1}^n \frac{V_{mi}}{(1+i)^i} - \sum_{i=1}^n \frac{K_i}{(1+i)^i}$  (Simonotti, 1997 e 2019).

bili da riqualificare e gli edifici in costruzione – vedi riquadro 1).

Per l'approccio basato sul reddito, infine, un'altra classificazione vuole due soli filoni metodologici: il criterio reddituale e il criterio finanziario (vedi tabella 1).

**Prassi estimativa: l'uso delle quotazioni di mercato**

I procedimenti di stima sintetici di per sé non sono dimostrabili univocamente né verificabili per loro stessa formalizzazione e in maniera predominante **ancorano il valore di stima alla soggettività del valutatore**. Tant'è che nel caso sia della stima monoparametrica, sia della stima a punti di merito, gli apprezzamenti delle caratteristiche immobiliari qualitative, come visto, sono rimandati alla discrezionalità del valutatore che si affida alla propria esperienza o ricorre all'applicazione di coefficienti ricavati da manualistica di settore.

Per di più nella pratica professionale la soggettività dei due procedimenti è spesso incre-

mentata dall'**uso improprio delle quotazioni di mercato** in cambio dei prezzi unitari; una prassi che rappresenta una perseguita alternativa considerato che i dati sono di più semplice reperimento (extra-dati Simonotti, 2019). Le quotazioni, si ricorda, riguardano aree di mercato identificate per ampie partizioni (zona, destinazione, tipologia), forniscono indicazioni di massima sui valori degli immobili e perciò **non possono surrogare il prezzo unitario** per così come formalizzato nei due procedimenti. In questo contesto la banca dati delle quotazioni dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare dell'Agenzia delle entrate (OMI) è la fonte più citata e quella cui maggiormente i valutatori fanno riferimento - a seguito o a supporto - delle loro indagini di mercato per la determinazione del valore medio ordinario, nonostante sia lo stesso Osservatorio a precisare che **le quotazioni «non possono intendersi sostitutive della stima puntuale»** (Manuale della Banca Dati Quotazioni OMI)<sup>22</sup>.

22. In tema di valutazioni immobiliari oltre alle citate sentenze la Cassazione negli ultimi anni ha dato anche un preciso orientamento sull'impiego delle **quotazioni OMI** chiarendo e ribadendo più volte che le stesse possono «... condurre ad indicazioni di valori di larga massima ...» (Cass., sent. n. 25707/2015), «... le stime dell'OMI sono meri valori presuntivi ...» (Cassazione n. 21569/2016), «... il riferimento alle stime effettuate sulla base dei valori OMI per aree edificabili site nel medesimo comune non è idoneo e sufficiente a rettificare il valore dell'immobile ...» (Cass., sent. n. 20378/2017), «... gli accertamenti di valore sulle cessioni di immobili o di terreni non possono essere svolti con il semplice ricorso ai valori statistici dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare ...» (Cass., sent. n. 30163/2017), «... le quotazioni OMI possono essere prese in considerazione per individuare un valore presunto ...» (Cass. sent. n. 3197/2018).

**TABELLA 1 - APPROCCIO BASATO SUL REDDITO**

<b>Capitalizzazione diretta</b>	criterio reddituale
<b>Capitalizzazione finanziaria</b>	
<b>Analisi del flusso di cassa scontato</b>	criterio finanziario

**Considerazioni conclusive**

La stima di un immobile è un’importante attività dalla quale scaturisce, il più delle volte, la decisione che dovrà prendere chi l’ha commissionata; dipende dallo scopo o “ragion pratica” e dai fattori che, caso per caso, possono incidere sul valore da assegnare. Il risultato è anche funzione del processo estimativo scelto ed applicato.

La stima rappresenta uno strumento di garanzia ed equità in tutti gli ambiti in cui viene richiesta e, per come ribadito dall’orientamento della recente giurisprudenza, deve essere basata su **criteri oggettivi che escludano prassi estimative** come nel caso dell’impiego delle quotazioni dell’OMI. In questo preciso e rigoroso contesto si configurano la dottrina estimativa italiana e la *best practice* internazionale su cui si basano gli standard valutativi, ognuna con la proposizione di procedimenti e approcci caratterizzati da una minore o maggiore oggettività.

Secondo la più classica delle definizioni «il carattere fondamentale dell’estimo è quello di insegnare a esprimere **giudizi** circa la somma di moneta che si può attribuire, in vista di un determinato scopo, a un qualsiasi bene economico oggetto di stima» (Medici, 1937). La stima quindi è la pronunciazione di un giudizio che in generale è **oggettivo se «aderente alla real-**

**tà dei fatti, non influenzato da pregiudizi»** (Definizione Enciclopedia Treccani). Analogamente per la valutazione di un immobile: **l’aderenza alla realtà è l’impiego esclusivo del dato immobiliare**, costituito da prezzi (o canoni) di mercato veri e dalle caratteristiche tecnico-economiche degli immobili presi a confronto; **la preclusione di influenze è l’adozione di un processo estimativo dimostrabile e verificabile**. Tutto ciò non dimenticando e tenendo conto del sempre valido pensiero del padre storico dell’estimo Giuseppe Medici secondo cui «il giudizio di stima economica è dello stesso genere del giudizio che emette il clinico intorno alla natura e agli sviluppi della malattia: ambedue si giovano delle conoscenze acquisite dalla scienza, ma ambedue devono ricorrere all’esperienza, all’intuizione, all’intelligenza, a quelle doti personali senza le quali non esiste né il perito né il medico».

**La rilevazione e l’uso del dato immobiliare nonché l’applicazione di un processo dimostrabile e verificabile dunque sono i presupposti ineludibili per definire un criterio di stima oggettivo**<sup>23</sup>. E proprio in questa direzione vertono gli approcci estimativi in base agli standard di valutazione.

Gli **standard di valutazione** sono regolarmente applicati in Italia nelle stime

23. Un concetto condiviso anche in tempo di Covid-19 in previsione degli scenari post pandemia. «Dovremo renderci conto che tutti gli stakeholders hanno ed avranno bisogno di consulenti capaci di supportare le scelte di investimento e i processi organizzativi delle aziende, offrendo il contributo specifico e qualificato di chi sa determinare **valori e canoni di mercato** in modo trasparente, sulla base di processi razionali, fondati su ragionamenti coerenti e per quanto possibile supportati da dati oggettivi» (Negri, 2020).

cauzionali e nelle stime catastali degli immobili della Pubblica amministrazione (Manuale Operativo delle Stime Immobiliari). Sono previsti nelle Linee guida dell'Associazione Bancaria Italiana per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie, sono richiesti esplicitamente nel manuale della BCE per gli ispettori di vigilanza e ne è fatto obbligo di applicazione agli esperti nominati dai giudici di diversi tribunali italiani. Anche l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), fondazione promossa da associazioni professionali ed enti del settore

economico, ha pubblicato i Principi Italiani di Valutazione (PIV), ispirati agli International Valuations Standards (IVS) consigliandone l'impiego ai propri associati. Così pure ne è suggerito l'utilizzo oltre che dal Codice delle Valutazioni Immobiliari di Tecnoborsa anche dalla norma UNI 11612:2015 "Stima del valore di mercato degli immobili".

Nel resto del mondo gli standard internazionali di valutazione rappresentano i metodi di stima più diffusi e provanti, utilizzati nella pratica degli affari, nella giurisdizione e nelle stime amministrative.

#### PER SAPERNE DI PIÙ

EL-2

- › **Agenzia del Territorio** (2011) *Manuale Operativo delle Stime Immobiliari*. Milano, Franco Angeli.
- › **Bambagioni G., Simonotti M.** (2018) *Codice delle Valutazioni Immobiliari. Italian Property Valuation Standard*. Roma, Tecnoborsa.
- › **Iovine A.** (2020). *Valutazione immobiliare. Disciplina classica e Standards Internazionali*. Padova, Exeo.
- › **Lind H., Nordlund B.** (2014). *A Transparent Two-Step Categorization of Valuation Methods*. The Appraisal Journal 82, n. 3: 244-251.
- › **Michieli M., Cipolotti G.B.** (2018). *Trattato di estimo. Generale, immobiliare, agrario, forestale, ambientale, legale*. Bologna, Edagricole.
- › **Milazzo L., Rubuano G.** (2017). *La doppia stima degli immobili*. Aestimum 71: 265-277.
- › **Morri G., Benedetto P.** (2017). *Valutazione immobiliare. Metodologie e casi*. Milano, Egea.
- › **Simonotti M. (2006)**. *Metodi di stima immobiliare. Applicazione degli standard internazionali*. Palermo, Flaccovio.
- › **Simonotti M.** (2011). *Valutazione immobiliare standard*. Mantova, Stimatrix.
- › **Simonotti M.** (2019). *Valutazione immobiliare standard. Nuovi metodi*. Mantova, Stimatrix.