

I PROCEDIMENTI DI STIMA SINTETICI INDIRETTI



Molto è stato scritto sui metodi di stima sintetici indiretti utilizzati nei casi di inesistenza del mercato o nella impossibilità di reperire i dati elementari che consentano la diretta formulazione del giudizio di stima per comparazione e il problema è stato sviscerato in quasi tutte le sue parti.

Malgrado la copiosa letteratura esistente, abbiamo ritenuto particolarmente interessante la trattazione del tema del collega Alberto D'Agostino il cui studio è pubblicato in questo inserto limitatamente alla prima parte (per esigenze di spazio la seconda parte sarà pubblicata sul prossimo numero).

Obiettivi della ricerca sono l'oggettivazione del giudizio di stima e la volontà di estendere le conoscenze e competenze dei lettori interessati anche su quei beni economici immobiliari urbani che avendo spiccati caratteri individuali mancano di precisi ed attendibili riferimenti di mercato.

Nella seconda puntata si tratterà approfonditamente la "Rivisitazione del procedimento sintetico indiretto".



I PROCEDIMENTI DI STIMA SINTETICI INDIRETTI

Alberto D'Agostino*

Sui metodi di stima sintetici indiretti utilizzati nei casi di inesistenza del mercato o nella impossibilità di reperire i dati elementari che consentano la diretta formulazione del giudizio di stima per comparazione (metodo principe per eccellenza), sono stati consumati fiumi di inchiostro da parte di quasi tutti i più prestigiosi autori e/o cultori della materia. Non è certo intendimento dello scrivente riportare quanto scritto fin qui sull'argomento, ritenendo il problema ormai sviscerato in quasi tutte le sue parti.

In questo articolo, chi scrive rifacendosi alle esigenze operative e scritturali di matrice aziendalistica, cercherà di giustificare il tradizionale procedimento di capitalizzazione così come ormai si è abituati a vedere e come la quasi totalità degli esperti seguita ancora ad utilizzare correntemente.

Ovviamente, sia il tasso (o saggio) di rendimento (interesse) che quello di capitalizzazione, risentono della fortissima connessione esistente nel rapporto tra flussi di reddito dispiegati da un certo capitale e l'ammontare del capitale stesso.

Il tasso di rendimento e quello di sconto tendono a coincidere (rimanendo concettualmente diversi) soltanto nel regime di concorrenza perfetta che, come è noto, è un "modello" che quasi sempre non trova riscontro nella realtà.

Il "tasso di capitalizzazione", che ripetiamo è la rappresentazione scritturale di origine aziendalista che individua però l'orizzonte temporale rappresentativo del "tempo di rientro" economicamente conveniente ai fini della decisione dell'investimento, è sempre legato al rischio connesso all'investimento stesso. Esso può senz'altro essere ritenuto formato da due entità:

La prima (r') trova riscontro negli interessi/rendimenti di investimenti a rischio zero (BOT, CCT, etc.);

La seconda (r'') corrisponde ad un profitto extra destinato a compensare i rischi, l'incertezza, gli errori ed i possibili cattivi affari legati alla natura dell'investimento considerato. Tale maggior profitto è il compenso della maggiore fatica ed angoscia che l'investitore patisce.

C'è infatti in ogni investimento un rischio non cumulabile, che dà luogo ad una spesa virtuale che non appare esplicitamente nella quantificazione del più probabile prezzo d'uso, né nella eventuale indicazione del "tempo di rientro".

Non è necessario mantenere divisi i due tassi anche se nella scelta dello stesso possono essere individuate almeno tre fasce di grandezza:

1) L'assenza totale di rischio – cioè il valore che si attribuisce ad " r " nel caso non esista incertezza alcuna.

2) La presenza di rischio esplicito attraverso un dato coefficiente moltiplicatore rappresentativo della probabilità di possibili eventi negativi che potrebbero intervenire su " r ".

3) La presenza di un rischio ordinario, individuabile nel comportamento degli individui che effettivamente pagano per ritrarre quella percentuale di reddito.

Appare evidente che la correlazione tra la seconda grandezza e la prima esprime un coefficiente probabilistico; la correlazione tra la terza grandezza e la seconda esprime un coefficiente di cauta previdenza; la correlazione tra la terza grandezza e la prima esprime un coefficiente di rischio scaturente dall'accoppiamento dei due coefficienti di probabilità e cautela.

Possiamo pertanto incontrare saggi di capitalizzazione bassi ($< 3\%$), quindi con "tempi di rientro" superiori ai 33 anni, nei casi in cui, pur in presenza di redditi netti (prezzi d'uso) relativamente bassi, il capitale immobiliare

appare sostanzialmente coperto sia da rischi tecnici (assicurazioni contro incendio, crolli, danneggiamenti, etc.), quanto da rischi economici e/o finanziari (fidejussioni bancarie, assicurative, solidità finanziaria ed economica dell'affittuario, del concessionario, del gestore, orizzonte temporale particolarmente vasto, etc.); analogamente potremo trovare saggi di capitalizzazione particolarmente alti (> 6%), quindi con "tempi di rientro" inferiori a 16 anni, nei casi contrari.

Come è noto, nella pratica applicazione sempre nei procedimenti sintetici indiretti, il **Valore di Mercato** di un bene economico V_m , si ottiene con la seguente formula:

$$V_m = \frac{R_n}{q^n} \cdot \frac{q^n - 1}{r} \quad (1)$$

ove:

R_n = è il reddito netto annuale posticipato ritraibile

q = è il binomio di interesse $1 + r$

n = è l'orizzonte temporale espresso in anni (o frazione) per il quale si prevede possa persistere il flusso dei benefici dispiagati dal bene

ove, considerando per tradizione $n \rightarrow \infty$, la (1) diviene:

$$V_m = \frac{R_n}{r} \quad (2)$$

Anche il valore di **costo di produzione** V_c di un bene economico può determinarsi in base alla sommatoria analitica preventiva delle varie quantità dei componenti Q_1 ; Q_2 ; Q_3 ; ... Q_n ; di tutti i fattori della produzione concorrenti a formare, in intima complementarietà, il bene in esame e alla relativa individuazione dei valori unitari di mercato dei surrichiamati singoli fattori della produzione V_1 ; V_2 ; V_3 ; ... V_n ; per quantità determinate.

Parimenti, il **costo di trasformazione** V_t di un bene economico può determinarsi in maniera indiretta analizzando preventivamente il più probabile valore di mercato V_m che lo stesso potrà assumere una volta trasformato, a cui dovranno sottrarsi tutti i valori dei fattori della produzione F_m necessari alla trasformazione stessa.

Occorrerà calcolare altresì il tempo in anni n necessario affinché la trasformazione venga portata a termine onde inverare il valore di mercato V_m .

Si avrà perciò:

$$V_t = \frac{V_m - (F_1 + F_2 + F_3 + \dots + F_m)}{(1 + r)^n} \quad (3)$$

Il **valore complementare** V_c di un bene $V_m (a + b)$ nei confronti del bene V_{mb} , può determinarsi in maniera indiretta attraverso l'analisi preventiva della probabile red-

ditività netta ordinaria del bene $(a + b)$, e la probabile redditività netta ordinaria del bene b .

Si avrà pertanto:

$$V_c = \frac{R_n - (a + b)}{r} - \frac{R_n b}{r^1} \quad (4)$$

Vale anche:

$$V_c = \frac{R_n - (a + b)}{r} - \frac{R_n a + R_n b}{r^1} \quad (5)$$

La prima formula individua il valore complementare di un complesso di beni rispetto a una sua parte; mentre la seconda formula mette in evidenza il valore complementare di un complesso di beni congiunti rispetto al valore che il complesso di beni assumono se considerati disgiunti e suscettibili di redditi autonomi.

Il **valore di surrogazione** di un bene economico può indirettamente determinarsi attraverso la stima analitica del valore di mercato o di costo di produzione di altro bene surrogabile con quello oggetto di stima.

Si evidenzia che anche nei metodi di stima indiretta non si può prescindere da una preventiva, attenta ed oggettiva indagine di mercato finalizzata all'acquisizione di tutti i dati elementari necessari alla elaborazione analitica indiretta finalizzata alla determinazione del valore di mercato.

Individuazione del saggio di capitalizzazione.

Già *ARRIGO SERPIERI* negli anni Trenta evidenziava la perniciosità della tendenza di alcuni noti trattatisti a studiare l'Estimo quasi solo come un'applicazione della matematica finanziaria.

Con tagliente ironia criticava il vezzo dei richiamati trattatisti a dilungarsi nei loro scritti, in interminabili spiegazioni sulle fredde e formali formule degli interessi composti, delle annualità, etc., mentre glissavano con deliberata noncuranza sulle questioni fondamentali tra le quali era ricompresa la quantizzazione del saggio di capitalizzazione, per la quale quantizzazione era evidente la necessità di attingere ad altre fonti che non la matematica finanziaria.

E' unicamente la scienza economica in generale che può darci risposte adeguate.

Infatti spesso avviene che l'astratto simbolismo della matematica finanziaria occulti le sostanziali difficoltà delle applicazioni. Molti ritengono che una volta scritto "r" nella formale formuletta di matematica finanziaria, si sia risolta ogni questione sulla scelta del saggio.

E' necessario ritornare a riflettere invece sulla distinzione fra saggio di capitalizzazione e saggio d'interesse.

Il **saggio di capitalizzazione** esprime il prezzo d'uso nella unità di tempo del ri-

sparmio trasformato in capitale immobiliare, cioè risparmio investito nell'acquisto di beni economici durevoli, ad utilità ripetuta, avente bassissima liquidità.

Il **saggio d'interesse** rappresenta il prezzo d'uso della unità di risparmio indifferenziato riferito sempre all'unità di tempo ma su base monetaria caratterizzata da alta liquidità.

Da quanto sopra scaturisce che il saggio di rendimento dei capitali immobiliari ed il saggio di interesse sono due concetti distinti: non bisogna confonderli, tenerli opportunamente separati aiuta a risolvere molte questioni di pratica estimativa tra le più controverse.

Quanto sopra non toglie che tra i due saggi possa esistere uno stretto rapporto tale che in una condizione teorica di libera concorrenza nell'impiego del risparmio, il saggio di rendimento dei capitali immobiliari tenda ad essere uguale al saggio di interesse dei capitali monetari.

Non a caso da ciò discende l'errata consuetudine di confondere i due saggi parlando impropriamente di "interesse del capitale".

Si sottolinea con forza però che la tendenza all'eguaglianza che si osserva in specifiche condizioni teoriche di mercato, non può né deve essere contrabbandata come una identità.

Tutto ciò premesso dobbia-

mo all'Ing. *CARLO FORTE*, professore di Economia Urbana ed Estimo alla Facoltà di Ingegneria dell'Università di Napoli, l'aver per primo affrontato il problema sistematicizzando ed elaborando finalmente una logica e motivata quantizzazione del saggio di capitalizzazione¹.

CARLO FORTE nelle operazioni essenzialmente pratiche circa la determinazione del saggio di capitalizzazione assunse che in esse confluiscono indirettamente molte delle diverse "teorie dell'interesse" proprie della scienza economica. Il tasso di capitalizzazione è indicato direttamente dal mercato solo in particolari circostanze di concorrenza perfetta, quando si può conoscere l'avvenuto prezzo di transazione, nonché il contemporaneo prezzo di locazione.

Solo in questo specifico caso si inverte la circostanza della coincidenza, ma non della identità, dei due tassi.

Più frequenti sono però le circostanze nelle quali il saggio di capitalizzazione non è ritraibile dal mercato.

In quest'ultimo caso l'estimatore dovrà determinarlo, indagando con particolare oculatezza il mercato, analizzando le varie circostanze che lo influenzano quantitativamente: l'importante è di interpretarne correttamente il risultato.

A questo punto si ritiene utile indicare il tipo di analisi proposto a suo tempo da *CARLO*

FORTE, analisi che nonostante l'approssimazione quantitativa, rappresenta una comprensibile motivazione della determinazione del saggio che ogni estimatore può comunque rendere più precisa in funzione di specifiche circostanze scaturenti dal mercato.

CARLO FORTE nel 1968 aveva individuato che il saggio di capitalizzazione urbano “r” variava entro limiti di 4 punti attraverso la seguente oscillazione:

“r” minimo = 3%;

“r” massimo = 7%;

“r” medio = 5 %

Successivamente nel 1974 da ulteriori indagini statistiche aveva appurato che il saggio di capitalizzazione urbano “r” variava entro limiti sempre di 4 punti attraverso la seguente oscillazione:

“r” minimo = 2%;

“r” massimo = 6%;

“r” medio = 4 %

Purtuttavia l'evoluzione tecnologica, la notevole riduzione dei rischi tecnici dei capitali, la ricerca della idoneità insediativa che va sempre più acquisendosi, la nuova filosofia urbanistica che rivede il “bene casa” come bene di consumo, gli investimenti incentivanti dello Stato, hanno prodotto con il passare del tempo un costante abbassamento del saggio medio nell'economia urbana ², tanto che all'inizio del III millennio rileviamo statisti-

camente su tutto il territorio nazionale una ridotta variazione entro limiti di 4 punti:

“r” minimo = 1%;

“r” massimo = 5%;

“r” medio = 3 %

CARLO FORTE riteneva possibile ammettere che i 400 punti di variazione tra il saggio minimo e massimo fossero determinati da un certo numero di “influenze ascendenti o discendenti” che agiscono, ciascuna con segno positivo (ascendenti) o segno negativo (discendenti) sul saggio medio.

Il *FORTE* proseguiva dichiarando utile raggruppare le diverse influenze correlandole alle diverse “spiegazioni” della teoria dell'interesse che il pensiero economico ha proposto per poi riverberarle sulle specifiche operazioni estimative riguardanti la quantizzazione del saggio di capitalizzazione per investimenti immobiliari urbani.

Riportiamo schematicamente (p.18-19-20) i prospetti delle influenze “ascendenti” e “discendenti” correlate alle diverse teorie dell'interesse, rimandando il cultore della materia, per una più approfondita analisi critica, alla lettura degli “*Elementi di Estimo Urbano*” di *CARLO FORTE* (op. cit.).

CARLO FORTE ³ sottolineava però con particolare riguardo che l'esposto procedimento per la determinazione del

saggio non è generalizzabile né tanto meno garantisce sempre un risultato coincidente con eventuali indicazioni di mercato.

Proseguiva evidenziando che la sua applicazione riesce tuttavia a sostituire l'analisi delle cause che determinano il saggio, alla sintesi con la quale sovente viene proposto il saggio stesso senza alcuna giustificazione e solo in virtù di un presunto intuito che può portare però a risultati diversi da quelli che il mercato indica o potrebbe indicare. Il procedimento esposto, pure ammettendo che non può consentire la determinazione rigorosa del più probabile saggio di capitalizzazione di un reddito, analizza le circostanze che lo influenzano, in una comprensibile giustificazione del risultato, la quale può renderlo accettabile: il saggio determinato con l'esposto procedimento in definitiva sarà di certo contenuto nella serie dei probabili rapporti tra redditi netti ordinari e prezzi degli immobili urbani anche ammesso che non coincida sempre con il più probabile di detti rapporti.

Tale analisi, proposta come già detto per la prima volta da *CARLO FORTE*, la ritroviamo riportata sotto forme diverse e con diversi termini, in quasi tutti i testi di prestigiosi Autori esperti della disciplina estimativa.

(FINE PRIMA PARTE)

METODOLOGIA ESTIMATIVA

TEORIA ECONOMICA DELL'INTERESSE	INFLUENZE ASCENDENTI	%	INFLUENZE DISCENDENTI	%
Interesse inteso come premio del rischio	A₁ Interventi presumibili di manutenzione ordinaria e straordinaria a scadenza non immediata, non determinabili nella stima dei redditi futuri. Precario grado di finimento, stato di inefficienza dei servizi, soluzioni tecnologiche superate e situazioni strutturali e statiche non sicure. A₂ Alee di inesigibilità conseguenti al tipo settoriale dell'insediamento, di ipotetica determinazione nella stima dei redditi futuri. A₃ Probabilità di perequazioni fiscali con conseguenti maggiori oneri fiscali ipotizzabili. Prossimità di scadenza del regime di esenzione temporanea. A₄ Previsione di probabili espropri. A₅ Previsione di peggioramenti ambientali (per effetto di presumibili nuove costruzioni latitanti, per future localizzazioni industriali finitime, etc.). A₆ Esistenza di rischi tecnici dei capitali non assicurabili. A₇ Notevole «età» dell'edificio.	0,10 0,10 0,05 0,05 0,10 0,10 0,10	D₁ Destinazioni particolari che conferiscono maggiore sicurezza di locazione (ad esempio, scuole, alberghi, edifici per lo spettacolo o industriali, negozi e botteghe). D₂ Utilizzazioni particolari non richiedenti eccessivi oneri di manutenzione e per le quali quindi le incertezze connesse alle quote per spese di manutenzione, che si detraggono dai redditi lordi, sono minime (ad esempio garage, depositi, studi, ecc.). D₃ Previsione realizzazioni infrastrutturali o di attrezzature sociali (strade, fogne, scuole, mercati, ecc.) capaci di conferire nel futuro una migliore qualificazione ambientale.	0,10 0,05 0,05
Interesse inteso come premio per l'astinenza			D₄ Propensione al risparmio, evidenziata anche dai conseguenti aumenti dei valori dei titoli di Stato.	0,05
Interesse quale corrispettivo alla maggiore produttività del capitale	A₈ Esistenza di esenzioni o di particolari agevolazioni sull'imposta di registro.	0,05	D₅ Costi di produzione in aumento. D₆ Tendenza al ribasso del saggio di profitto nel settore produttivo dell'industria edilizia, constatabile anche dal ribasso delle azioni o obbligazioni delle società immobiliari. D₇ Particolari pregi architettonici o artistici dell'edificio o della singola unità. Evoluto grado di finimento. D₈ Dimensioni maggiori in relazione ai moduli ordinari (per le superficie utile = $S > 80 \div 140 \text{ m}^2$, per le botteghe $S > 18 \div 25 \text{ m}^2$) D₉ Altezza straordinaria degli ambienti (per le abitazioni $h > 3,3 \text{ m}$, per le botteghe $h > 3,60 \text{ m}$, per gli uffici $h > 3,00 \text{ m}$, etc.). D₁₀ Soluzioni compositive unifamiliari. Spazi ed accessori disponibili (ville con giardini, parchi, case di villeggiatura, ecc).	0,05 0,05 0,10 0,15 0,05 0,25

METODOLOGIA ESTIMATIVA

TEORIA ECONOMICA DELL'INTERESSE	INFLUENZE ASCENDENTI	%	INFLUENZE DISCENDENTI	%
Interesse come premio per la scarsità dei capitali	A₉ Difficoltà di locazione con conseguenti alee di sfritto non determinabili nella stima dei redditi futuri. Questa circostanza, derivante dall'«abbondanza» di capitali (e quindi, indirettamente, anche dai rischi economici dei redditi), porta ad un minore apprezzamento dell'immobile, e, quindi, ad un aumento del saggio.	0,10	D₁₁ Politica urbanistica o circostanze economiche locali agenti nel senso limitativo dell'espansione e della produzione edilizia. A queste situazioni consegue un aumento del prezzo di mercato non proporzionale all'aumento del prezzo d'uso.	0,05
Interesse inteso come premio per l'attesa di futuri benefici	A₁₀ Particolari redditività straordinarie, di durata non esattamente prevedibile, assunte, nonostante la straordinarietà, come entità da capitalizzare. A₁₁ Esistenza, per breve tempo ulteriore, di esenzioni fiscali.	0,10 0,15	D₁₂ Esistenza, o presumibili permanenze per l'unità immobiliare oggetto di stima di eventuali regimi vincolistici delle locazioni. In questa circostanza, per la conseguente contingente scarsa redditività, dovranno capitalizzarsi i redditi «vincolati» (senza procedere alle «aggiunte» al valore capitale) ad un saggio minore a compenso dei benefici futuri prevedibili, sia pure in un'epoca non determinabile, conseguenti allo sblocco delle locazioni. D₁₃ Previsioni di migliorie infrastrutturali o ambientali nella zona. D₁₄ Suscettività economica e legale di trasformazioni future, anche se in epoche non esattamente prevedibili (spazi finitimi destinabili ad ulteriori edificazioni, lastrici sopraelevabili, ecc.).	0,15 0,05 0,15

TEORIA ECONOMICA DELL'INTERESSE	INFLUENZE ASCENDENTI	%	INFLUENZE DISCENDENTI	%
Interesse inteso come preferenza temporale, cioè con saggio direttamente proporzionale alla "durata" temporale dell'investimento	A₁₂ Ubicazioni periferiche o in quartieri popolari. La produzione edilizia potrà, infatti, nelle città, rivolgersi prevalentemente ad aree periferiche, essendo i centri urbani già da tempo saturi: si genera quindi concorrenzialità, sul mercato, risultandone, per il prevedibile aumento della offerta, o diminuzioni dei prezzi di mercato o rallentamento delle operazioni di compravendita. Contemporaneamente, il mercato locativo rimarrà invece sempre vivace, essendo sollecitato dalla massa di inurbati e dall'espansione demografica.	0,40	D₁₅ Ubicazioni centrali o in zone o località dotate di particolare idoneità insediativa.	0,30
	A₁₃ Particolari negative caratteristiche intrinseche (situazioni ambientali poco igieniche, scarsa luminosità, prospicienza su spazi interni, mancanze di idoneità insediativa) che hanno maggiori riflessi negativi sul prezzo di mercato che non sul prezzo d'uso.	0,20	D₁₆ Destinazione o ordinaria destinabilità ad usi commerciali (negozi, botteghe, ammezzati per studi professionali, ecc.) per unità immobiliari site in zone urbane centrali. La produzione di unità immobiliari di questo tipo, e quindi la loro offerta sul mercato, sarà sempre inferiore a quella delle unità residenziali: oltre che per effetti collegabili alla «rarità» dei capitali, la domanda di beni siffatti prevarrà quindi sempre sull'offerta con conseguente «commerciabilità» più sicura.	0,30
	A₁₄ Ubicazione dell'immobile da stimare in piccoli centri urbani (nei quali il mercato è certamente meno vivace).	0,10	D₁₇ Disponibilità di spazi circostanti, pubblici o privati, utilizzabili per parcheggi. Vicinanza ad attrezzature collettive necessarie alla vita (scuole, mercati, chiese, stazioni ferroviarie relativamente agli edifici industriali, ecc.). Facilità di collegamenti.	0,05
	A₁₅ Quota poco elevata dal piano strada (in edifici forniti di ascensori). Il saggio infatti tende ad aumentare dall'ultimo piano sino al primo dei piani destinati ad abitazione.	0,10		
	A₁₆ Tendenza alla litigiosità condominiale provocata da particolari ambienti sociali o dall'eccessivo frazionamento.	0,05		
	A₁₇ Dimensioni subordinate degli spazi scoperti (terrazze o balconi) di dimensioni minori di $1/5 \div 1/6$ delle superfici utili coperte).	0,05		
Interesse inteso quale rapporto diretto tra saggio e potere di scambio monetario (rifugio dall'erosione inflazionistica)	A₁₈ Possibilità di dilazioni del prezzo in tempo notevolmente lungo per la concessione di mutui bancari.	0,10	D₁₈ Tendenza prevedibile alla svalutazione della moneta.	0,05
	TOTALE	2,00	TOTALE	2,00

*Geom. arch. Alberto D'Agostino, docente di Economia, Estimo ed Esercizio Professionale presso l'Università degli Studi di Roma "La Sapienza", Facoltà di Architettura Valle Giulia

La presente ricerca è tratta dal testo dell'Autore: "Estimo Immobiliare Ur-

bano ed Elementi di Economia" – ESCULAPIO Editore, Bologna 2004

¹ Carlo Forte, Elementi di estimo Urbano – ETAS LIBRI, 1968

Carlo Forte – Baldo de' Rossi, Principi di Economia ed Estimo – ETAS LIBRI, 1974

² Intorno agli anni 1850 il saggio del 7% per l'investimento immobiliare era ritenuto medio da F. ENGELS. Nel 1885 a Napoli era ritenuto medio il saggio del 13% per l'investimento immobiliare.

³ Carlo Forte – op. cit.