

Tassi di sconto nella valutazione immobiliare

[Tasso di sconto e capitalizzazione: fissazione, principi, vantaggi e limiti delle diverse procedure, problemi di base a livello di metodo e loro significato principale. Tutto spiegato dall'esperto Beat Salzmann.](#)

Il tasso di sconto serve a scontare o dedurre gli interessi di un pagamento o di un flusso di pagamenti futuri rispetto al valore attuale. Ne risulta il valore in contanti, il Present Value o il valore attuale. Con il tasso di capitalizzazione un rendimento, un pagamento regolare e costante (rendita annuale) viene capitalizzato rispetto ad un valore di rendimento. Il metodo Discounted Cashflow (DCF) utilizza il tasso di sconto per scontare il cashflow della prima fase, il periodo di previsione esplicito e il tasso di capitalizzazione, al fine di calcolare il valore residuo dall'ultimo cashflow per la seconda fase, la durata utile residua.

Esistono diversi modi per fissare i tassi di sconto e di capitalizzazione. I più comuni sono il metodo analitico, basato sui dati di mercato, la procedura sintetica che si basa sul principio dei costi opportunità, la determinazione del tasso di interesse su capitali propri e di terzi e il calcolo del tasso di sconto a partire dalle banche dati tramite l'analisi statistica delle transazioni.

Il metodo analitico

Nel metodo analitico vengono sfruttati i dati di immobili paragonabili. Negli International Valuation Standards (IVS) viene privilegiata la procedura analitica. Se sono presenti i dati idonei, va applicato questo metodo. Questi dati, tuttavia, sono disponibili raramente ed è difficile dedurre il tasso di sconto da essi.

La procedura sintetica

Nella procedura sintetica si parte da un tasso di interesse di base, quello di un investimento alternativo a basso rischio, solitamente il tasso di interesse delle obbligazioni federali a 10 anni. Fatta la deduzione dei supplementi specifici del mercato e dell'immobile, il tasso di interesse si calcola identificando tutte le componenti che determinano il valore. Per il calcolo delle singole componenti è necessario pubblicare le riflessioni che hanno portato alla determinazione dei tassi parziali. Le componenti del tasso di sconto e di capitalizzazione sintetiche solitamente non sono facili da quantificare. Anche perché non sono completamente indipendenti le une dalle altre. Il grafico 1 mostra le componenti del tasso di interesse sintetico.

Determinazione sulla base del capitale proprio e di terzi

Nella determinazione sulla base del capitale proprio e di terzi si fanno ipotesi sui costi del capitale proprio e di terzi e sulla loro quota sul capitale totale. Questo tipo di determinazione è spesso usata dai valutatori: è provata, comprensibile e dà chiari risultati plausibili. Tuttavia, è in contraddizione con gli International Valuation Standards (IVS), secondo i quali le capacità di finanziamento di un acquirente non sono determinanti per la fissazione di un valore di mercato. Una variante di questo metodo usata dalle aziende è il Weighted Avera-

ge Cost of Capital (WACC) che prende in considerazione anche lo sgravio fiscale legato ai costi del capitale di terzi.

Determinazione a partire da banche dati tramite analisi statistica

Il calcolo del tasso di sconto partendo da banche dati e tramite l'analisi statistica delle transazioni avviene con la regressione lineare multipla, un procedimento di analisi statistico matematico. Questo metodo di valutazione immobiliare è un procedimento edonistico conosciuto che risponde alle esigenze scientifiche. In particolare si basa sulle transazioni immobiliari effettive e viene usato per descrivere a livello quantitativo i rapporti tra i parametri specifici tra la situazione e l'immobile che influenzano i valori immobiliari o i tassi di sconto. La determinazione dei tassi d'interesse partendo da dati di mercato ha un ruolo essenziale negli standard di valutazione. Purtroppo, sono necessarie grandi quantità di dati e l'osservazione del mercato nel corso di diversi anni. Questo metodo è quindi poco adatto per un valutatore singolo.

Calcolo sulla base del flusso finanziario e del ciclo di vita dell'immobile

Il flusso finanziario attraverso il ciclo di vita di un immobile dà un'immagine trasparente di tutti i cashflow e presenta il rapporto tra rendimenti, investimenti e ritorno sugli investimenti (analogamente alla norma SIA 480 – calcolo della redditività per gli investi-

Grafico 1: Tasso di sconto e di capitalizzazione

Base specifica del mercato			Compensazione di possibilità e rischi specifici dell'immobile		
Tasso d'interesse di base a basso rischio	+	±	±	±	±
	Attrattività e rischio del mercato degli investimenti immobiliari	Offerta/domanda sul mercato immobiliare locale	Possibilità e rischi legati alla situazione	Possibilità e rischi legati all'immobile	Supplemento immobilità

menti edili). Il ciclo di vita di un immobile è interamente rappresentato dal flusso finanziario. La somma di tutti i free cashflow permette di vedere se vi è un surplus di incassi e di determinare quale tasso sul ritorno degli investimenti risulta dal surplus di incassi. Il ritorno sugli investimenti corrisponde al rapporto tra il surplus di guadagni e il capitale investito, considerando i tempi e il deprezzamento dovuto all'età. L'analisi del flusso finanziario mostra inoltre i legami tra le diverse rendite (rendite lorde e nette, performance e rendite di capitale) e l'effetto della durata d'uso e l'aumento di prezzo. Si possono trarre due conclusioni: da un lato la rendita di capitale risulta dall'investimento e dalla rendita e dall'altro l'aumento di prezzo non influisce sulla redditività del capitale. La redditività del capitale e i tassi di sconto risultano direttamente dal flusso finanziario e non devono basarsi sui tassi parziali.

Rendite e inflazione

Tutti i tassi di rendita e di sconto sono interessati dall'aumento del prezzo. Possono essere fissati in modo reale o nominale. I tassi nominali confrontano due valori finanziari con un tasso d'interesse diverso. Descrivono per esempio il rapporto tra il cashflow in arretrato (livello dell'indice alla fine del periodo) e i valori in vigore all'inizio del periodo (livello dell'indice all'inizio del periodo). Entrambi i sistemi sono applicabili. Gli International Valuation Standards (IVS) permettono sia l'approccio nominale, sia quello reale nella determinazione del tasso di interesse. Nella pratica sono applicati entrambi. È fondamentale il principio della coerenza. La procedura nominale e quella reale devono essere applicate senza contraddizioni nella valutazione.

Tassi di interesse lordi e netti

I valutatori continuano ad utilizzare i tassi di interesse lordi e netti. L'impiego dei tassi d'interesse lordi non è però previsto negli attuali standard di valutazione. Se i tassi di interesse lordi e netti sono in qualche modo legati ai tassi di sconto e capitalizzazione, la loro determinazione è molto complessa, poiché dipendono dai parametri della situazione, dall'aumento dei prezzi e dal deprezzamento dovuto all'età. Solo con l'analisi del flusso finanziario si comprendono i rapporti tra i tassi: sottraendo i costi operativi dalla rendita lorda si ottiene la rendita netta o su cashflow. La rendita netta o su cashflow è la somma del tasso di deprezzamento dovuto all'età e la performance. La performance, a sua volta, è composta dalla rendita di capitale e dal tasso di inflazione.

IRR, ROI, ROE, ROA / RONA

Il tasso di redditività interna (in inglese: IRR – Internal Rate of Return) corrisponde alla performance annuale media di un investimento o di un investimento di capitale nel corso di un periodo di osservazione. Il Return on Investment (in italiano «ritorno sugli investimenti», ROI) misura la performance del capitale investito. Il ROI può essere applicato sia al capitale proprio (Return on Equity, ROE) sia al capitale totale (Return on Assets, ROA o RONA). Nel quadro della valutazione di un immobile si distingue nettamente tra quattro tipi di rendita: la rendita lorda, la rendita su cashflow (rendita netta), la performance (IRR, ROI, ROE, ROA / RONA) e la rendita di capitale.

Riepilogo delle caratteristiche dei tassi di sconto sulla base dell'analisi finanziaria

La rendita di capitale corrisponde al rapporto tra il surplus di guadagni e il capitale investito, considerando i tempi e il deprezzamento dovuto all'età (cfr. «Tassi di interesse lordi e netti»).

Performance – corrisponde al tasso di sconto nella procedura DCF: comprende la rendita di capitale e le fluttuazioni del valore. La performance dipende sia dall'aumento di prezzo, sia dal potenziale.

Rendita netta o sul cashflow: oltre alla performance, riflette il deprezzamento dovuto all'età e quindi dipende anche dall'aumento di prezzo, dal potenziale e dalle condizioni dell'immobile.

Rendita lorda: è composta dalla rendita netta o sul cashflow e dai costi operativi. Dipende quindi non solo dall'aumento di prezzo, dal potenziale e dalle condizioni dell'immobile, ma anche dal tasso dei costi operativi. È più o meno elevata in base allo scorporo dei costi di esercizio.

Conclusione 1: La rendita di capitale è un valore centrale.

Conclusione 2: Il problema metodologico principale nella determinazione del tasso di sconto a partire dalle diverse componenti è che queste devono essere definite come una parte espressa in % di un valore non ancora calcolato. Questo valore ancora sconosciuto è soggetto a variazioni continue dovute al deprezzamento per invecchiamento e all'aumento di prezzo.

Illustrazione

Rendita di capitale	Performance	Rendita su cashflow	Rendita lorda
Tasso di inflazione			
Tasso di deprezzamento dovuto all'età			
Tasso sui costi d'esercizio			



Beat Salzmann

Dr. sc. ETH, Dipl. Arch. ETH/SIA
beat.salzmann@iaz.ch