

METODOLOGIA ESTIMATIVA - II PARTE

RIVISITAZIONE DEL PROCEDIMENTO SINTETICO INDIRECTO



Completiamo in questo inserto la pubblicazione dello studio sui metodi di stima sintetici indiretti elaborato dal collega Alberto D'Agostino, la cui prima parte è apparsa sul numero 20/08 di questa rivista. In questa seconda parte l'autore ha proceduto ad una rivisitazione globale (filosofica ed economica) del metodo di capitalizzazione tradizionale, non più sempre rispondente alle moderne esigenze della pratica estimativa, per renderlo più consono alla dinamica dei prezzi dell'attuale mercato, nonché alle mutate condizioni nelle quali l'uomo affronta nuovi bisogni cercando di acquisire con le scarse risorse disponibili, i mezzi esterni che possano soddisfarli.

Il fine dell'Autore è giungere a proporre, su solide basi dottrinali, un diverso percorso disciplinare che possa permettere il raggiungimento di concreti, logici e generalmente validi risultati finali.



RIVISITAZIONE DEL PROCEDIMENTO SINTETICO INDIRETTO

Alberto D'Agostino*

Chi scrive ha preso atto della intervenuta inadeguatezza del metodo di capitalizzazione tradizionale non più sempre rispondente alle moderne esigenze della pratica estimativa. Ha cercato pertanto di procedere ad una rivisitazione globale (filosofica ed economica) del detto metodo per renderlo più rispondente alla dinamica dei prezzi dell'attuale mercato, nonché alle mutate condizioni nelle quali l'uomo affronta nuovi bisogni cercando di acquisire con le scarse risorse disponibili, i mezzi esterni che possano soddisfarli.

Si impone pertanto una adeguata premessa al fine di giungere a proporre, su solide basi dottrinali, un diverso percorso disciplinare che possa permettere il raggiungimento di concreti, logici e generalmente validi risultati finali.

Nella storia dell'Uomo la più antica documentazione della formazione del prezzo di un bene immobile attraverso la conoscenza della sola rendita, la troviamo nella Bibbia ¹:

"... Nell'anno del giubileo ciascuno tornerà nei suoi possessi. Quando farai il contratto di compra o di vendita con un

tuo concittadino, non contristare il tuo fratello, ma compra secondo il numero degli anni, che vi sono al giubileo, ed egli ti farà la vendita secondo il computo delle messi. Quanto più son gli anni che restano dopo il giubileo, tanto più crescerà il prezzo, e quanto minore sarà il tempo, tanto scemerà il prezzo della compra: infatti egli ti vende il tempo in cui potrai raccogliere i frutti..."

Come sappiamo, era tradizione di Israele lasciare incolta la terra un anno su sette.

Questa tradizione, oltre che a beneficio dei campi, costituendo infatti quasi una rotazione agraria, serviva a mettere bene in rilievo anche la santità del riposo settimanale dell'uomo.

Il 49° era anno sabbatico, il 50° era anno giubilare, sicché per due anni la terra doveva rimanere incolta; i bisogni però erano soddisfatti dalla grande fecondità del 51° anno.

Con l'anno giubilare scadeva l'uso dei beni immobili già comprati e questi tornavano al primo padrone.

Nello stesso anno si liberavano i servi e gli schiavi che potevano tornare alle proprie famiglie.

Gli israeliti si consideravano solamente affittuari della Terra Promessa il cui vero proprietario era il Signore.

Quando una persona comprava dei beni stabili, questi non divenivano suoi per sem-

pre; infatti egli acquisiva il diritto di godere il frutto della terra coltivata fino all'anno del successivo Giubileo.

Il prezzo pertanto era proporzionato al presunto reddito futuro ed al numero di anni che gli restavano per godere, cioè al residuo orizzonte economico temporale. Da quanto finora detto risulta provato che la valutazione aveva sempre un orizzonte temporale ben definito (anni che separavano dal Giubileo) nonché il valore scaturiva da una vera e propria **accumulazione iniziale** a tasso di interesse nullo comprendente il coacervo dei futuri frutti della terra, tanti quanti erano gli anni mancanti al Giubileo.

Possiamo allora dire che:

$$V = R_n \cdot n$$

Se poniamo:

$$n = \rho \quad \rightarrow \quad \rho = \frac{1}{r}$$

Troveremo che:

$$V = R_n \cdot \rho \equiv R_n \cdot \frac{1}{r}$$

In questo caso "ρ" è un numero finito positivo, intero o decimale, che indica quante volte il reddito "entra" nel Valore, cioè per quante volte (per quanti anni) il Reddito deve essere moltiplicato per avere il Valore, ed indica ancora che nel caso in esame "r" perde assolutamente la consistenza di un saggio di interesse.

È bensì vero che il suo inver-

so $(\frac{1}{r})$ acquista funzione di moltiplicatore di reddito (ρ); acquisisce pertanto la funzione di un convertitore di flussi di benefici economici futuri in uno stock (fondo) attuale.

È proprio nella ricerca del valore del bene economico attraverso la conoscenza del solo flusso reddituale che si appalesa lo scollamento filosofico dell'Estimo quale dottrina applicata da quella parte di economia di tradizione prettamente aziendalistica.

Gli estimatori studiano il formarsi di prezzi che scaturiscono dai processi di scambio oggettivati dal mercato, mentre gli economisti puri sono interessati ai grandi programmi di distribuzione della ricchezza ove i valori nascono e si formano attraverso molteplici processi di distribuzione programmata.

L'Estimo è quel momento dell'economia dalla quale attinge gran parte delle analisi sociali e comportamentali delle comunità umane, mantenendo però una dignità di specifica disciplina quasi autonoma.

L'interpretazione del moltiplicatore di redditi $\rho = (\frac{1}{r})$ ove "r", si ribadisce con forza, non ha alcuna connessione interpretativa con il saggio di rendimento monetario (interesse), si ritrova già da oltre un ventennio nella letteratura estimativa anglosassone quale empirico moltiplicatore di redditi.

Da ciò discende logicamente

che il valore del bene è legato direttamente e linearmente alla sua durabilità nel tempo. Oggi, parafrasando il *MEDICI* che riferendosi ai valori agrari soleva affermare che il "bene terra" vale tanto quanto rende, possiamo dire che nell'era post-industriale del terziario avanzato il bene immobiliare artificiale "vale tanto quanto dura".

Più il bene è durevole, più vale; più si può contare sul sicuro, costante e continuo flusso di benefici economici che il bene potrà dispiegare, più il bene vale; meno saranno i rischi di interruzione o sospensione del flusso reddituale nel futuro, più il bene vale.

Si può anche giustificare che la teorica formula d'attualizzazione

$$V_m = R_n \frac{q^n - 1}{rq^n}$$

nella pratica estimativa può essere equiparata a

$$V_m = R_n \frac{1}{r}$$

non solo perché così, come finora è stato detto, la prima formula si trasforma nella seconda per $n \rightarrow \infty$.

Nella sostanza, il maggior valore che si ritrarrebbe da un medesimo prezzo d'uso usando la formula della capitalizzazione semplice in luogo di quella dell'attualizzazione, in presenza di un orizzonte temporale anche < 50 anni, rispecchia nella realtà estimativa l'ulteriore compenso ricomprensente an-

che aliquote di rischio marginale crescente dovute all'ampliarsi dell'orizzonte temporale.

È noto che più aumenta il rischio (incertezza del futuro) più aumenta in proporzione il prezzo d'uso dei capitali.

Appare ovvio che ad una quasi certezza della normale erogazione dei flussi dei prezzi d'uso di un capitale nel breve o brevissimo periodo, si sostituisce - man mano che l'orizzonte temporale aumenta - una certa apprensione e insicurezza dovuta alla possibilità che l'inverarsi di eventi negativi imprevedibili possano far cessare il flusso reddituale nel lungo o lunghissimo periodo.

Per i redditi futuri, quindi, man mano che aumenta l'orizzonte temporale aumenta il rischio (incertezza) e perciò dovrà aumentare di conseguenza il prezzo d'uso dei capitali stessi (Rendita) a parità di valore del bene.

Ciò comporta in effetti che la teorica formula dell'attualizzazione che prevede flussi costanti e tassi costanti anche per quei flussi lontani o lontanissimi proiettati nel futuro, anzi addirittura tendenti all'infinito, dovrà essere sostituita con altra formula che dovrà prevedere, a parità di valore del bene, un reddito maggiore.

Posto un iniziale R_n e un tasso di capitalizzazione r ricomprensente tutte le in-

fluenze ascendenti e discendenti formulate da C. FORTE; posto altresì un orizzonte temporale di 40 anni all'interno del quale dovrà risultare compiuto tutto il processo produttivo dell'iniziativa d'investimento temporale, avremo:

$$1) \quad V_m = R_n \cdot \frac{1}{r}$$

qualora usassimo il criterio di capitalizzazione dei redditi futuri;

mentre avremo:

$$2) \quad V_m = R_n \cdot \frac{q^n - 1}{rq^n}$$

qualora usassimo la attualizzazione dei redditi futuri.

Posto in ipotesi:

$$R_n = 1.000; \\ r = 0,04; \quad n = 40$$

avremo:

nel 1°) caso:

$$V_m = 1.000 \cdot 0,04^{-1} = 25.000$$

nel 2°) caso:

$$V_m = 1.000 \cdot \frac{(1+0,04)^{40} - 1}{0,04 \cdot (1+0,04)^{40}} \\ = 19.797$$

Affinché i due valori coincidano, dovremo intervenire aumentando il prezzo d'uso del bene economico di una percentuale pari a:

$$19.797 : 25.000 = 21\%$$

corrispondente ad un reddito $R_n = 1.263$.

In questo specifico caso avremo che l'ansia ed il batticuore

per l'incertezza che il futuro trasfonde e riverbera sul prezzo d'uso del bene, fa aumentare lo stesso di circa il 21%.

Possiamo ammettere che questo maggior importo del prezzo d'uso utilizzato nell'attualizzazione, rispetto al prezzo d'uso utilizzato nella capitalizzazione istantanea, serve a ripagare il percettore del Reddito dell'ansia e dell'astinenza cui va incontro.

Questo principio trova riscontro quando si esaminano i tassi dei mutui bancari. Mediamente troviamo tassi di remunerazione mutui (periodo: fine 2001) ²:

Tasso fisso	5,50 %	a	5 - 10 anni
"	"	6,00 %	a 15 anni
"	"	6,90 %	a 20 anni
"	"	6,99 %	a 25 anni

Notiamo quindi che a parità di garanzie prestate, di età del mutuatario, della sicurezza reddituale che lo stesso percepisce, il tasso di mutuo sale dal 5,50 % al 6,99 %, con un aumento di circa il 30 % per un incremento dell'orizzonte temporale di circa 15÷20 anni. Tale incremento attiene al compenso per la maggior incertezza afferente la regolarità dei flussi cui si va incontro. Rimane dimostrato che la stima per semplice capitalizzazione è utilizzata non perché si preveda un tempo infinito, ma perché contiene occultato nel suo pur semplice meccanismo, grandezze ricomprendenti anche l'ansia

per l'attesa nell'incertezza.

È giustificabile in questa ottica l'uso della capitalizzazione in luogo della attualizzazione anche per saggi inferiori al 5% e per orizzonti temporali inferiori ai 50 anni.

Tutti sappiamo che nella pratica applicativa, carattere precipuo dell'estimo, "ρ" si pone storicamente, con larghissima approssimazione, ordinariamente tra 20 e 25 che corrisponde, secondo gli economisti aziendalisti, a un tasso di capitalizzazione rispettivamente del 5 e del 4%.

Per quanto sopra, confinare la logica estimativa nella fredda e formale logica della matematica finanziaria in cui:

$$V \cdot r = R_n \quad \rightarrow \quad V \cdot r = I \\ \rightarrow \quad V = \frac{R_n}{r} = \frac{I}{r}$$

ove:

- V = valore del bene economico
- R_n = reddito netto annuo (flusso dei benefici economici)
- I = interesse (flusso benefici finanziari)
- r = saggio di interesse

non deve far dimenticare il riferimento di "ρ", anzi tale riferimento risulta pregno di cultura estimativa nel momento in cui esso si trasmuta in $\frac{1}{r}$ ove "r" nella letteratura economica aziendalistica è rivisto, come già precedente-

mente detto, quasi come saggio di interesse³.

Nella pratica estimativa pragmatica ciò equivale a fissare oggi un moltiplicatore medio dei redditi pari a 33, situato al centro di una fascia virtuale che oscilla da circa 52 a 15 unità moltiplicative che corrisponde nella visione aziendalista a fissare un tasso di capitalizzazione medio del 3%, oscillante tra un massimo di 6,6% ed un minimo di 1,9%.

Riportiamo a fianco uno schema comparativo riassumendo quanto finora detto.

D'altro canto agli studiosi dei meccanismi estimativi legati all'interpretazione del valore quale attualizzazione di redditi futuri⁴, non è ignoto quanto ADAM SMITH scriveva a cavallo del 1770 nel suo celeberrimo testo "Della ricchezza delle Nazioni", libro secondo, IV capitolo.

Questo Autore, di formazione etico-filosofica, affermava che il prezzo ordinario di mercato della terra dipendeva ovunque dal saggio di interesse ordinario di mercato. In questo passaggio l'Autore poneva il saggio di interesse di mercato in diretta dipendenza con il valore del bene economico confermando apparentemente la visione "aziendalistica" del saggio di capitalizzazione.

Di contro, aggiungeva, che se la rendita della terra fosse scesa al di sotto dell'interesse

SAGGIO DI CAPITALIZZAZIONE <i>r</i> %	MOLTIPLICATORE DI REDDITO ρ	SAGGIO DI CAPITALIZZAZIONE <i>r</i> %	MOLTIPLICATORE DI REDDITO ρ
0,1	1.000,00	9,5	10,52
0,2	500,00	10	10,00
0,3	333,34	11	9,09
0,4	250,00	12	8,33
0,5	200,00	13	7,69
0,6	166,67	14	7,14
0,7	142,28	15	6,66
0,8	125,00	16	6,25
0,9	111,11	17	5,88
1	100,00	18	5,55
1,5	66,66	19	5,26
2	50,00	20	5,00
2,5	40,00	25	4,00
3	33,33	30	3,33
3,5	28,57	35	2,85
4	25,00	40	2,50
4,5	22,22	45	2,22
5	20,00	50	2,00
5,5	18,18	60	1,66
6	16,66	70	1,42
6,5	15,38	80	1,25
7	14,28	90	1,11
7,5	13,33	100	1,00
8	12,50	125	0,80
8,5	11,76	150	0,66
9	11,11	200	0,50

ordinario di mercato nessuno avrebbe acquistato la terra che avrebbe ridotto di conseguenza al più presto il suo prezzo corrente.

Dopo tali enunciati teorici, passando però al commento sul metodo della stima dei fondi attraverso i soli redditi, concludeva che "in Inghilterra essa [terra] viene comunemente venduta per un prezzo pari a 30 anni di rendita, in Francia per un prezzo pari a 20 anni di rendita".

Appare di tutta evidenza che ADAM SMITH, legato culturalmente e necessariamente allo studio di una economia

strettamente ed esclusivamente agricola, non era coinvolto filosoficamente nelle attuali dinamiche turbolenze dei mercati finanziari propri di una civiltà tecnologicamente avanzata ed industrialmente molto evoluta quale è quella attuale.

Deve arrendersi però nell'applicazione pratica estimativa, a quanto adottato saggiamente dalle tradizioni millenarie delle popolazioni contadine, le quali sia in Francia che nella stessa Inghilterra, come egli stesso riporta, stimavano il valore di mercato della terra attraverso un moltiplicatore

dei redditi individuato in 20 anni di prodotto agricolo in Francia e in 30 anni di prodotto agricolo in Inghilterra. Sempre per l’Inghilterra, negli anni che vanno dal 1873 al 1875 *KARL MARX* nel suo celeberrimo Trattato ⁵ alla VI Sezione – cap. 37° - disquisendo sulla Rendita Fondiaria testimonia che il prezzo della terra viene calcolato sul fondamento di un dato numero del “*year’s purchase*” – *acquisti annui* – che è solo un’espressione diversa indicante la capitalizzazione del reddito fondiario e che noi chiameremo: “**tempo di rientro**”. Sappiamo quindi che ancora 100 anni dopo l’opera di *ADAM SMITH* ⁶, si seguiva a stimare il valore (prezzo) della terra attraverso un semplice prodotto del rendimento per il “tempo di rientro”, cioè per un tempo che si individuava in circa 20 anni (equivalente ad una capitalizzazione al 5%).

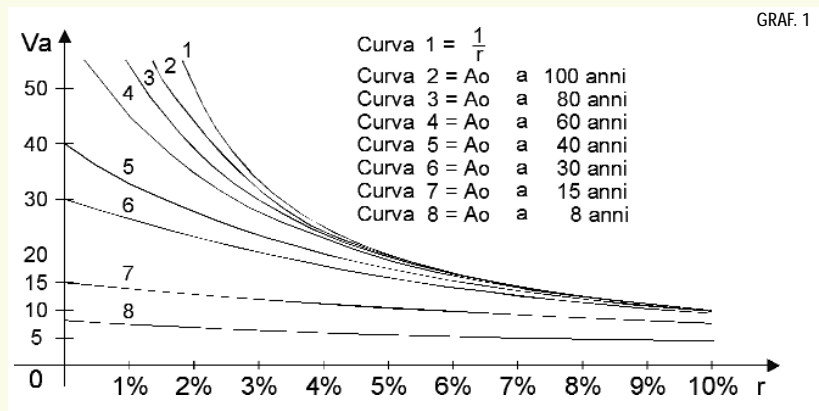
Tutto quanto fin qui detto ci conforta sulla necessità di ri-

guardare con una diversa ottica le relazioni che legano valore, rendita, saggio di interesse, saggio di capitalizzazione.

Se è vero come sempre affermato da autorevolissimi studiosi dell’Estimo (*GIUSEPPE MEDICI, NINO FAMULARO, ecc.*) che un bene economico **vale tanto quanto rende**, ci troveremmo allora, al momento di effettuare una capitalizzazione di reddito, **nell’infelice e paradossale situazione** nella quale dovremmo considerare e conseguentemente attribuire ad un bene economico di **alto valore, una bassa potenzialità red-**

dituale, entrando così in conflitto con il principio di tradizione economicistica che considera il valore di un bene economico strettamente e direttamente correlato al suo tasso di rendimento.

Basterebbero queste modeste considerazioni per dimostrare l’assoluta indipendenza e la mancanza di qualsiasi relazione logica tra il saggio di rendimento ed il saggio di capitalizzazione, il quale posto al denominatore della nota formula di attualizzazione, assume esclusivamente una valenza convenzionale, empirica ed utile solo alla disciplina estimativa che deve riguar-



TAB. 1

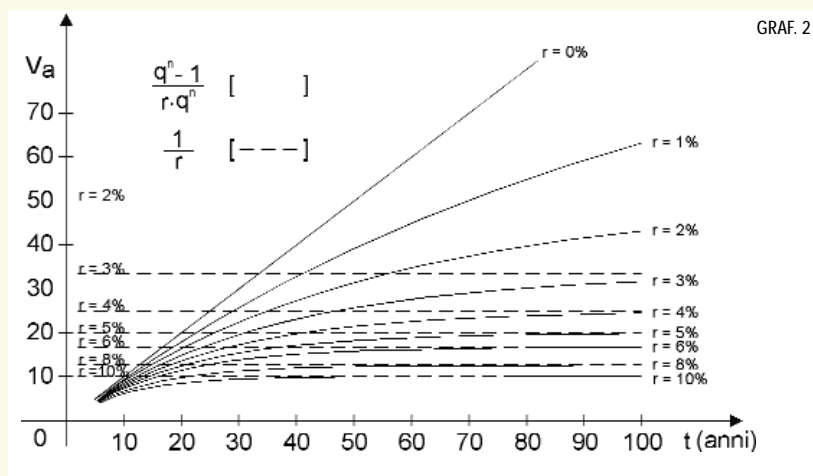
r	$\frac{1}{r}$	$\frac{q^{100} - 1}{rq^{100}}$	$\frac{q^{80} - 1}{rq^{80}}$	$\frac{q^{60} - 1}{rq^{60}}$	$\frac{q^{40} - 1}{rq^{40}}$	$\frac{q^{30} - 1}{rq^{30}}$	$\frac{q^{15} - 1}{rq^{15}}$	$\frac{q^8 - 1}{rq^8}$
1%	100,00	63,02	54,88	44,95	32,83	25,80	13,86	7,62
2%	50,00	43,09	39,74	34,76	27,35	22,39	12,85	7,32
3%	33,33	31,60	30,20	27,67	23,12	19,60	11,93	7,05
4%	25	24,50	23,91	22,62	19,80	17,30	11,12	6,73
5%	20	19,84	19,60	18,93	17,16	15,37	10,38	6,47
6%	16,66	16,61	16,50	16,16	15,04	13,76	9,71	6,21
7%	14,28	14,26	14,22	14,03	13,33	12,41	9,11	5,97
8%	12,50	12,49	12,47	12,37	11,92	11,26	8,56	5,74
9%	11,11	11,10	11,09	11,04	10,76	10,27	8,06	5,53
10%	10,00	9,99	9,99	9,96	9,78	9,42	7,60	5,33

darsi come disciplina applicata e fondamentalmente pragmatica, anche se sottoposta a ferrei principi logici e metodologici che fondano la loro massima espressione nell'oggettivizzazione dei dati dinamici del mercato reale.

La tabella ed il relativo grafico riportato nella pagina a fianco, mettono a confronto i valori di attualizzazione ai vari saggi di sconto negli orizzonti temporali di 8, 15, 30, 40, 60, 80, 100 anni - con i relativi valori di capitalizzazione per saggi diversi.

La tabella ed il relativo grafico, mettono in evidenza che per un orizzonte temporale oltre i 60 anni e con saggi di capitalizzazione oltre il 6%, è praticamente indifferente utilizzare la formula di capitalizzazione o quella di attualizzazione; evidenzia altresì che quando si scende, di contro, sotto i 60 anni e sotto il saggio del 5%, appare evidente la non assimilabilità delle due formule.

Con tassi del 2÷3÷4% prevale l'influenza dell'orizzonte temporale rispetto all'entità dello stesso saggio di sconto, mentre per lo stesso saggio di capitalizzazione si riscontrano scarti (errori) di circa 1% per 100 anni, fino al 35% per 15 anni e 53% per otto anni; tale divergenza aumenta esponenzialmente per tassi sotto il 2,5% fino a perdere qualsiasi riferimento con la realtà dei mercati immobiliari.



TAB. 2

n	1%	2%	3%	4%	5%	6%	8%	10%
1	0,99	0,98	0,97	0,96	0,95	0,94	0,92	0,90
2	1,97	1,94	1,91	1,88	1,85	1,83	1,78	1,73
4	3,90	2,88	3,71	3,62	3,54	3,46	3,31	3,16
6	5,79	5,60	5,41	5,24	5,07	4,91	4,62	4,35
8	7,65	7,32	7,01	6,73	6,46	6,20	5,74	5,33
10	9,47	8,98	8,53	8,11	7,72	7,36	6,71	6,14
12	11,25	10,57	9,95	9,38	8,86	8,38	7,53	6,81
14	13,00	12,10	11,29	10,56	9,89	9,29	8,24	7,36
16	14,71	13,57	12,56	11,65	10,83	10,10	8,85	7,82
18	16,39	14,99	13,75	12,65	11,68	10,82	9,37	8,20
20	18,04	16,35	14,87	13,59	12,46	11,46	9,81	8,51
30	25,80	22,39	19,60	17,29	15,37	13,76	11,25	9,42
40	32,83	27,35	23,11	19,79	17,15	15,04	11,92	9,77
50	39,19	31,42	25,72	21,48	18,25	15,76	12,23	9,91
60	44,95	34,76	27,67	22,62	18,92	16,16	12,37	9,96
70	50,16	37,49	29,12	23,39	19,34	16,38	12,44	9,98
80	54,88	39,74	30,20	23,91	19,59	16,50	12,47	9,99
90	59,16	41,58	31,00	24,26	19,75	16,57	12,48	9,99
100	63,02	43,09	31,59	24,50	19,84	16,61	12,49	10,00

All'uopo si esamini la tabella ed il relativo grafico pubblicati in questa pagina

L'astrazione matematica utilizzata ormai tradizionalmente da molti Autori, attraverso la quale essi tendono ad assimilare l'accumulazione anticipata con l'attualizzazione di flussi di redditività illimitati, risulta una "forzatura" formale e un'astrazione disciplinare che non si

attaglia alla realtà di un mercato dinamico quale è quello urbano attuale, e porta, come abbiamo visto, a scarti (errori) molto consistenti per orizzonti temporali al di sotto dei 50 anni e per tassi di attualizzazione o di sconto inferiori al 5%, cioè per condizioni ormai divenute ordinarie e ricorrenti nella pratica estimativa.

Appare pertanto giustificato,

a parere di chi scrive, un ripensamento ed una rivisitazione realistica dell'algoritmo di attualizzazione e riguardare la formula di capitalizzazione quale prodotto tra flusso di benefici istantanei e un adeguato moltiplicatore di reddito per un periodo, all'interno del quale il bene economico possa dispiegare la propria utilità con certezza, costanza e invariabilità, utilità che deve ricomprendere anche la quota per un totale ammortamento dei capitali investiti.

È noto che al di là dell'orizzonte temporale dei 40÷50 anni la speranza e la considerazione che il consumatore conserva nei confronti dei beni immobiliari tende a divenire marginale.

Una lapidaria ed arguta risposta a tale assunto la diede *KEYNES* quando ad un suo giovane collaboratore che si preoccupava dell'evoluzione negativa del mercato nel lungo periodo rispose "... *Nel lungo periodo saremo tutti morti*".

Orizzonti temporali sopra i 50 anni rientrano nella sfera degli interessi delle pubbliche amministrazioni per opere infrastrutturali e/o di primaria pubblica utilità.

Solo i beni culturali ed ambientali, nonché imponenti opere di ingegneria, conservano vivo interesse per un orizzonte temporale che supera i 100÷150 anni (1% - 0,7%).

L'ipotesi che un bene economico vale tanto quanto rende

non risulta più applicabile in una realtà economica post-industriale nella quale i prezzi di mercato degli immobili non sono correlati al reddito prodotto quanto piuttosto alla possibilità di utilizzare il patrimonio immobiliare quale bene di consumo, quale bene strumentale o addirittura quale bene rifugio e di riparo dalla erosione inflazionistica o dalla svalutazione.

È errato considerare il Reddito solamente come sinonimo di "flusso monetario" che dispiega i propri effetti nella logica monetaria e finanziaria.

Il Reddito va riguardato anche come un "flusso di servizi" scaturente da una certa quantità di risparmio tramutata in capitale, flusso che sottende anche un reddito psichico o di godimento dell'Uomo.

Come tale, questa parte di reddito ricomprende un'entità che non può essere misurata direttamente ma solo attraverso l'utilità che gli attribuisce il mercato.

Appare chiaro che il flusso dei servizi erogato da un bene immobiliare è molto più articolato e complesso di quello riguardante i flussi squisitamente monetari.

È utile e necessario convincersi che non può sussistere un rapporto diretto di semplice proporzionalità tra redditi immobiliari e valori immobiliari.

È pacifico che il valore di un immobile scaturisce dal va-

lore attuale del flusso dei servizi che ci si aspetta esso possa dispiegare nel futuro.

Al flusso dei servizi, va aggiunto il flusso di godimento psicologico e dettratti i rischi e le incertezze connesse alla particolare natura del bene considerato ed al contesto politico-sociale-economico durante il quale viene fatta la valutazione.

La domanda di immobili urbani risulta spesso avulsa ed indifferente rispetto alla loro redditività che è sovente addirittura vincolata.

I vincoli sono giuridici (equo canone), fiscali o reddituali.

Quest'ultimi specialmente dipendono dalla situazione economica generale, dalla sua stabilità e dal livello medio dei redditi delle famiglie. Riferendoci al reddito disponibile possiamo attribuire ad esso il principale meccanismo che suggerisce le scelte del consumatore.

D'altro canto, riteniamo che prevalga in colui che cede in uso un bene economico duraturo, la propensione a voler attribuire al reddito immobiliare la qualità di "flusso di utilità", una funzione di flusso cioè interamente destinata all'immediato consumo.

Tale flusso non aumenta perciò, né può aumentare il capitale immobiliare, essendo destinato al consumo e non al risparmio.

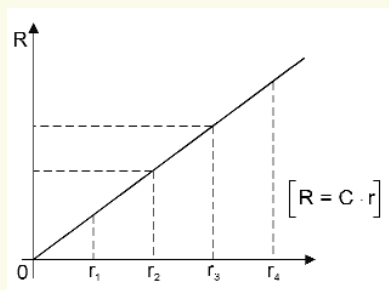
Queste considerazioni rafforzano il principio di considerare un moltiplicatore di

redditi: “ r ”, e di abbandonare la tradizione classica estimativa che lega il saggio di capitalizzazione in qualche maniera ai saggi di interesse o rendimento monetario di mercato, anche se incrementato da quote afferenti il rischio, l’inerzia economica, la liquidità commerciale, etc.

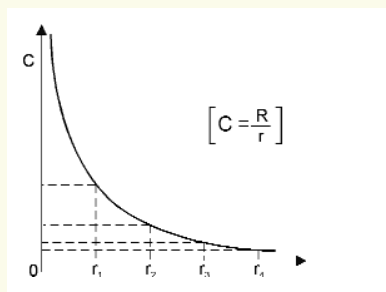
Nel ribadire pertanto la non applicabilità delle varie teorie dell’interesse al saggio di capitalizzazione, lo stesso può quindi essere sostituito molto più efficacemente dal suo inverso e su questo operare con funzioni lineari per l’individuazione del valore in virtù dei flussi delle rendite. Ciò è anche soddisfacente per i cultori della matematica finanziaria.

È tradizione studiare le rendite come funzioni lineari crescenti del tasso di interesse, rappresentato analiticamente nel piano cartesiano da una semiretta che dall’origine si estende nel quadrante cartesiano verso destra in modo lineare.

Dato un capitale C , la relativa rendita R è funzione lineare del saggio di interesse r , come indicato nel seguente grafico.



Se azzardiamo l’operazione opposta, cioè vogliamo risalire al capitale C attraverso la rendita R avendo a disposizione gli stessi dati precedenti, si inverterà il seguente grafico, ove C è funzione iperbolica di r



Appare evidente che le due funzioni non appartengono alla stessa “famiglia”, non sono perciò tra loro confrontabili dal punto di vista economico, né è possibile quindi attribuire analiticamente al tasso di rendimento gli stessi caratteri, se pur invertiti, del tasso di capitalizzazione.

Determinazione del moltiplicatore dei redditi r in funzione dell’orizzonte temporale.

Come precedentemente detto si può oggi ammettere che il “tempo di rientro” r per beni immobili urbani possa variare generalmente da 15 a 51 anni, cioè all’interno di una fascia temporale di circa 36 anni.

Si dovrà ammettere, operando sempre con la dovuta prudenza, che i 36 anni che intercorrono tra il “tempo di rientro” minimo ed il “tempo

di rientro” massimo siano determinati da diverse situazioni ed aspetti economici contingenti riguardanti specificatamente l’immobile in esame.

Tali aspetti, intervenendo sul tempo medio di rientro di 33 anni $[(51 + 15) / 2]$ con effetti “positivi” e conseguente aumento dell’orizzonte temporale prevedibile, o con effetti “negativi” e conseguente riduzione dell’orizzonte temporale prevedibile, permettono – anche se in maniera non rigorosa – di individuare quello specifico “ r ” che moltiplicato per il reddito netto porti ad indicare il più probabile valore di mercato del bene immobiliare urbano preso in esame.

Se dividiamo per 10 ogni anno reddituale ricompreso nella fascia dei 36 anni all’interno della quale, come detto, oscilla “ r ”, avremo una scala di 360 “unità temporali” (U.T.): 180 decimi di U.T. da aggiungere, e 180 decimi di U.T. da sottrarre all’orizzonte medio di 33 anni.

Ognuna delle sopraddette “unità temporali” (U.T.) sarà poi definita da un certo numero di aspetti positivi o negativi che, come già detto, operano in modo da aumentare o diminuire il “tempo di rientro” medio. Facendo al fine la somma algebrica delle varie U.T., si potrà pervenire al “ r ” definitivo.

Ci dobbiamo riferire in tal caso ad ambiti territoriali ur-

bani abbastanza omogenei per caratteristiche edilizie, posizionali, economiche, etc., zone cioè ben individuabili all'interno del tessuto urbano per le quali risulta abbastanza agevole individua-

re un prezzo medio storico zonale.

Possiamo pertanto ammettere, in virtù delle esperienze comparative di mercato, le seguenti indicative incidenze (vedi tabella sottostante).

Nel caso poi che gli immobili in esame, si trovino dislocati in particolari siti extra ordinari, una volta individuato il loro probabile valore ordinario, potrà prevedersi un ulteriore valore aggiunto scatu-

		U.T.	U.T.	
Caratteristiche Estrinseche Posizionali (C.E.P.)	a) -	Accessibilità	± 7	± 48
	b) -	Servizi e attrezzature collettive (scuole, mercati, edifici di culto, svago)	± 9	
	c) -	Qualità al contorno (idoneità insediativa, previsione di miglioramenti o peggioramenti urbanistici, infrastrutture, trasporti pubblici e/o privati)	± 9	
	d) -	Inquinamento ambientale (solido, chimico, nucleare, elettromagnetico, acustico)	± 20	
	e) -	Spazi esterni utilizzabili a parcheggi	± 3	
Caratteristiche Intrinseche Posizionali (C.I.P.)	f) -	Panoramicità (visuale)	± 3	± 28
	g) -	Prospicienza	± 5	
	h) -	Orientamento	± 5	
	i) -	Soleggiamento e luminosità	± 6	
	l) -	Livello immobile rispetto al piano stradale	± 6	
	m) -	Dimensioni superiori o inferiori degli spazi coperti o scoperti rispetto all'ordinarietà della zona	± 3	
Caratteristiche Produttive (C.P.)	n) -	Condizioni manutentive, previsioni a breve o lungo termine di manutenzione ordinaria e/o straordinaria	± 6	± 39
	o) -	Suscettività di vendita nel breve o lungo periodo	± 12	
	p) -	Suscettività di locazione	± 15	
	q) -	Destinazioni urbanistiche che consentono interventi di trasformazione, adattamenti, cambi destinazione d'uso	± 6	
Caratteristiche Tecnologiche (C.T.)	r) -	Grado di finiture	± 17	± 65
	s) -	Impianti moderni o obsoleti	± 17	
	t) -	Presenza o meno di decorazioni e/o ornati	± 15	
	u) -	Presenza o meno di degrado fisico e di obsolescenza economica, vetustà	± 16	
			± 180	± 180

rente dalla particolare posizione geografica.

In linea di larga massima potremo considerare i seguenti incrementi economici (vedi tabella a fianco).

All'estimatore rimarrà comunque la definitiva scelta parametrica che meglio rifletterà le caratteristiche specifiche dell'immobile preso in esame e del mercato in cui si trova.

Condizioni speciali extra economiche		
Caratteristiche Geografiche (C.G.)	Adiacenza a grandi poli di trasporto (stradali, aerei, marittimi)	+ 5%
	Adiacenza a grandi poli culturali, ambientali, archeologici, sanitari, universitari, militari	+10%
	Adiacenza a complessi boschivi, parchi naturali e/o archeologici	+ 15%
	Ubicazione in zone climatiche favorevoli	+ 5%
	Ubicazione in zone classificate di bassa sismicità	+ 5%
	Ubicazione in zone particolarmente stabili geologicamente ed esenti da gas radon	+ 10%

Esempio

Si vuole stimare attraverso il metodo indiretto di capitalizzazione il valore economico di una unità immobiliare sita in una zona signorile, con buona accessibilità ma con

scarsi spazi esterni destinati a parcheggi.

La u.i. è orientata a Nord, ha scarsa luminosità ed è posta al 2° piano del fabbricato; è stata ristrutturata recente-

mente e la richiesta del mercato appare sostenuta.

Esiste un vincolo di tutela storico-edilizio avendo l'u.i. particolari fregi ed ornati architettonici.

Il moltiplicatore "ρ" risulterà:

$$33 + \left(\frac{+ a - e - h - i - l + n + o - q + t}{10} \right) = 33 + \left(\frac{+7 - 3 - 5 - 6 - 6 + 6 + 12 - 6 + 15}{10} \right) = 33 + \frac{14}{10} = 34,4$$

che corrisponde ad un tradizionale saggio di capitalizzazione pari al 2,9 % perfettamente in linea con la realtà del mercato.

ADDENDUM

A seguito di una approfondita indagine conoscitiva effettuata dalla Cattedra di Estimo della Facoltà di Architettura di Roma (Valle Giulia) di cui lo scrivente è titolare, sono stati individuati nella capitale, nel luglio 2006, i seguenti tassi di capitalizzazione.

INDICATORI SOCIO ECONOMICI

Popolazione presente	n°	2.650.000
Densità abitativa	ab/ha	19,81
Coppie con figli	%	52,18
Presenza di stranieri rispetto ai residenti	%	3,95
Totale abitazioni	n°	1.150.000
Case di proprietà dei residenti	%	64,80
Superficie media alloggio	mq	84,50
Superficie disponibile per occupato	mq	34,50
Vano medio (camera)	mq	3,90

TASSI DI CAPITALIZZAZIONE MEDI IN % (ALLOGGIO MQ 85,00)

Ubicazione	Signorile nuovo o ristrutturato	Medio nuovo o ristrutturato	Signorile usato	Medio usato
Centro				
Piazza di Spagna	2,25	2,90	2,60	3,50
Trastevere	2,70	3,40	3,20	4,06
Roma Est				
S. Giovanni – Re di Roma	2,25	2,50	2,50	3,12
Piazza Bologna - Università	2,90	3,20	3,10	3,60
Roma Sud				
Eur	3,25	3,40	3,20	3,60
S. Paolo	3,50	3,75	3,38	4,20
Monteverde-Aurelio				
Bravetta	3,40	3,65	3,60	4,60
Monteverde nuovo	3,40	3,60	3,50	4,20

Ovviamente gli indicati tassi di capitalizzazione sono medi ed afferenti il mercato zonale.

Per ogni singola unità immobiliare dovrà essere fatta un'indagine specifica da cui scaturiranno tutte quelle influenze ascendenti o discendenti che ne caratterizzeranno il più probabile tasso di capitalizzazione.

Da questa indagine si conferma la circostanza che gli appartamenti di pregio hanno un basso tasso reddituale, mentre i rendimenti tendono

a salire quando ci si riferisce ad alloggi di poco pregio e con scadenti rifiniture.

Il mercato delle locazioni è nella realtà totalmente avulso da quello della compra-vendita e proprio da questa circostanza deriva l'odierna onerosità della prestazione estimativa che si deve avvalere di sempre più complessi indicatori economici per giungere ad un concreto giudizio di stima, oggettivo, generalmente valido e che risulti adeguatamente motivato.

**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 Urbano ed Elementi di Economia" - ESCULAPIO Editore, Bologna 2004

¹ Levitico, cap. XXV - Il Giubileo, op. cit.

² Fonte: Mutuonline

³ Salvatore C. Misseri - La valutazione delle opere d'arte - Metodi e processi, ed. Calderini 1988

⁴ Come è ovvio, già il fatto di considerare nel processo di capitalizzazione, redditi uniformi, costanti ed illimitati, è un'astrazione teorica ed irrealmente comunemente accettata per fini ed esigenze esclusivamente utilitaristiche ed applicative.

⁵ Karl Marx - Il Capitale - Ed. Newton - 1996

⁶ Adam Smith - Della ricchezza della Nazioni, op.cit.