

Caso Studio: perizia di congruità su valori di stima di bene immobile ad uso stabilimento termale

Geometra Gianluigi LENZI – gianlenzi@hotmail.it – tel.+39 0573975586

Abstract

Il presente contributo è la sintesi di una perizia di stima redatta per esprimere il parere di congruità in merito ad una perizia di beni immobili oggetto di acquisto da parte di un Ente Pubblico. Si è proceduto, per espedire le operazioni peritali, ad effettuare gli accertamenti tecnico-edilizi, urbanistici, sulla titolarità, sul possesso ed ipotecari. È stato redatto un rapporto estimativo finalizzato alla valutazione del più probabile valore di mercato dei beni oggetto di acquisizione da parte dell'Ente, applicandone il procedimento per capitalizzazione del reddito. Tale approccio metodologico comprende le tecniche per analizzare la capacità di generare benefici monetari di un immobile e la possibilità di convertire questi benefici nel valore di mercato (Codice delle Valutazioni Immobiliari V° ediz.2018 – Cap.10.1 L'elaborato peritale illustrato nel presente lavoro è stato redatto secondo i principi dettati dagli Standard di valutazione internazionali al fine di rassegnare un giudizio di valore chiaro, oggettivo e inequivocabile, perseguendo al contempo obiettivi di trasparenza ed efficienza dei mercati immobiliari moderni.

Parole chiave: income approach, International Valuation Standard, beni immobili, stabilimenti termali.

1. INTRODUZIONE

Lo scopo della perizia è quello di formulare un parere di congruità sul valore di stima precedentemente espresso in merito ad un complesso immobiliare redatto per stabilire il più probabile valore di mercato finalizzato all'acquisto dell'intero diritto di proprietà dei beni in oggetto da parte della Committenza.

In virtù della natura dell'incarico conferito, il sottoscritto Perito incaricato ritiene che facendo salve le operazioni di sopralluogo dopo aver acquisito i documenti sia dalla committenza che tramite il diretto accesso presso i Pubblici Uffici, sia opportuno segnalare in premessa:

- che, come evidenziato anche nella perizia oggetto di riesame, trattandosi di bene immobile ad uso stabilimento termale, lo sfruttamento delle acque che provengono dalle varie sorgenti è distribuita presso vari stabilimenti facenti parte dell'intero compendio immobiliare della Società intestataria la quale, avendo di fatto anche la gestione di un unico servizio centralizzato ripartito con capillarità all'interno di singoli edifici previa titolo di concessione mineraria per acqua termale regolato da determinazione dirigenziale Comunale e Regionale, comporta per la medesima Società concessionaria l'esclusiva gestione di ogni onere strettamente legato alla concessione di che trattasi (manutenzione, adduzione e gestione delle acque);

- che, con riferimento alla metodologia utilizzata nella perizia oggetto di verifica e consistente nel "costo di ricostruzione deprezzato" (o Cost Approach), si ritiene tale metodologia non propriamente applicabile alla tipologia edilizia in oggetto. Si ricorre a tale approccio metodologico in mancanza di dati oggettivi



Copyright: © © 2023 by the authors. Submitted for open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CCBY) license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

di mercato, circostanza non evidenziata per lo specifico caso di stima. Il sottoscritto perito ha rilevato la presenza di dati economici-finanziari che messi a disposizione della Società intestataria, hanno reso possibile ricorrere alla metodologia finanziaria come appresso indicato. La presenza di dette fonti riguardanti l'esercizio economico ed immobiliare direttamente fornite dalla gestione, unitamente alla restante porzione dei dati raccolti dal sottoscritto Perito all'interno del segmento immobiliare di cui fa parte il bene in oggetto, si prefigurano come presupposti di trasparenza economica applicata alla metodologia scientifica utilizzata, finalizzata alla dimostrabilità ed alla possibilità di revisione dei risultati pur tenendo presente del principio di prudenza impiegato, prescindendo da ogni considerazione peritale empirica o soggettiva e non supportata da fonti.

2. CASO STUDIO

2.1 Descrizione del complesso immobiliare

Il complesso immobiliare oggetto di valutazione e costituito da immobili ad uso termale è costituito da un ampio fabbricato suddiviso in più porzioni con area esterna circostante, il tutto delimitato da viabilità pubblica.

Le porzioni che lo compongono sono organicamente collegate all'interno tramite ampi loggiati in marmo, cortili e gallerie lungo i quali sono collocate le sale dedicate alle cure, agli ambulatori, agli uffici, le antiche sale di scrittura e di lettura, gli spazi uso *location* per eventi di ricevimento e gli spazi commerciali.

L'attività termale ivi esercitata è tuttora destinata alle cure idropiniche praticata tramite le mescite di acque poste lungo i loggiati interni e provenienti dalle varie sorgenti del territorio.

Le attività di *location* per eventi di ricevimento quali cerimonie e per eventi formativi, *convention*, conferenze e congressi si svolgono sia nelle ampie corti che all'interno della sala lettura e di scrittura.

Gli spazi commerciali sono invece costituiti complessivamente da n. 10 unità dedite ad attività di ristorazione, abbigliamento, agenzie immobiliari e spazi vendita di prodotti cosmetici e souvenir, il tutto posto sia a lato delle corti interne che all'interno di apposito spazio interposto tra quest'ultime e la zona servizi ubicata sul lato Nord dell'intero complesso ed oggetto di recente ampliamento parzialmente realizzato.

I fabbricati che compongono il complesso hanno strutture portanti verticali in muratura mista, pietrame e laterizio, con presenza di solai in legno, in laterizio ed in latero-cemento, coperture piane in latero cemento, longherine in ferro con presenza di balaustra ai bordi bordature, struttura in legno con presenza di ampie superfici vetrate (lucernai).

L'ingresso principale dello stabilimento avente forma rettangolare con loggiato centrale con ai due lati corpi di fabbrica su due piani fuori terra ad uso biglietteria, è delimitato da remota cancellata in ferro battuto e dotato di ampi colonnati e pavimentazione in marmo in ordinario stato di manutenzione.

I prospetti principali sono esternamente rifiniti con lastre in travertino ad eccezione di gran parte del fronte ovest in mattoni faccia-vista ed intonaco.

Tutti i prospetti sono caratterizzati da trabeazioni con architravi a fasce, fregi con decori e iscrizioni, cornici con vari motivi. Le trabeazioni vengono riproposte anche all'interno del percorso porticato, dove sono ovviamente più ricchi i decori ed i fregi, con soffitti a volta o a cassettoni in stucchi colorati e lucerne lucifere in vetri policromi.

Gli spazi esterni sono costituiti da ampie superfici a verde che costituiscono il parco termale interamente raggiungibile in ogni porzione tramite appositi

percorsi pedonali, i quali conducono anche alle sorgenti delle acque. All'interno del parco sono presenti manufatti di remota costruzione (scale in pietra ed opere di rifinitura lungo i percorsi, tabernacoli, sculture) nonché di locali accessori di recente costruzione destinati alla manutenzione. L'intera area è dotata di vari accessi lungo il suo perimetro, oltre al già menzionato ingresso principale. L'impiantistica rilevata è attualmente in uso per le porzioni attualmente praticate al pubblico, facendo salva ogni verifica dei locali in termini di normativa di sicurezza dei luoghi di lavoro.

Viste le caratteristiche storiche il sito in oggetto, oltre che essere stato dichiarato di notevole pregio ed interesse architettonico con Decreto del Ministero per i Beni e Le Attività Culturali, è stato inoltre riconosciuto Patrimonio dell'Umanità Unesco nell'anno 2021.

2.2 Conservazione

Al momento del sopralluogo il bene immobile in oggetto è apparso in stato di conservazione complessivamente ordinario. Non rientrano in tale condizione di ordinarietà le porzioni da tempo in disuso che mostrano uno scarso stato di conservazione e le restanti parti grezze inagibili.

2.3 Rappresentazione catastale

... *omissis*...

2.4 Titolarità e provenienza del bene

L'intero diritto di proprietà sui beni sopra descritti è pervenuto all'attuale intestatario Società ...*omissis*...

2.5 Occupazione

L'immobile è occupato dalla gestione eseguita dalla Società intestataria con le finalità di cui agli usi sopra indicati. Sono inoltre emersi occupazioni degli spazi commerciali concessi dalla medesima a terzi come dai contratti di locazione appresso indicati: ...*omissis*... i cui redditi annuali sono compresi nella documentazione di gestione economica consegnata dalla Società al sottoscritto Perito.

2.6 Accertamenti ipotecari

A seguito degli accertamenti svolti dallo scrivente presso la banca dati dell'Agenzia delle Entrate – Servizio Pubblicità Immobiliare di xxxxx, a carico dei beni immobili in oggetto sono emerse le seguenti formalità: ...*omissis*...

2.7 Dati Metrici

La consistenza del fabbricato è determinata da una S.E.L. (Superficie Esterna Lorda, rappresenta l'area di un edificio delimitato da elementi perimetrali verticali, misurata esternamente agli stessi e su ciascun piano fuori terra o entro terra alla quota convenzionale di ml.1.50 dal piano pavimento), come rappresentato dalla seguente Tabella 1.

Tab. 1 – indicazione S.E.L. delle porzioni e della superficie catastale esterna

ubicazione piano	ubicazione porzione di edificio	superfici (S.E.L.)
P.T. - P.1	zona ingresso	mq 210
P.1	zona ingresso	mq 210
P.T.	sala scrittura	mq 300
P.T.	Sala Portoghesi	mq 580
P.1	Sala Portoghesi	mq 330
P.T,	Sala Portoghesi (bagni grezzo)	mq 340
P.1	Sala Portoghesi (bagni grezzo)	mq 340
P.T.	blocco uso negozi e servizi (Est)	mq 350
P.1	blocco uso negozi e servizi (Est)	mq 300
P.T.	blocco uso negozi e servizi (Ovest)	mq 375
P.1	blocco uso negozi e servizi (Ovest)	mq 145
P.T.	Sala Nencini	mq 330
P.1	Sala Nencini	mq 240
P.T.	Blocco servizi igienici a Nord	mq 2000
P.1	Blocco servizi igienici a Nord	mq 1625
P.T.	porticato	mq 2250
P.T.	loggiate (Palco dei Musicisti)	mq 215
P.T.	manufatti accessori	mq 82
P.T.	superficie catastale parco escluso aree coperte	mq 40768

2.8 Riferimenti Urbanistici

Il complesso immobiliare in oggetto ricade in zona classificata dal vigente Regolamento Urbanistico ... *omissis*...

L'area è soggetta ai seguenti vincoli:

- vincolo paesaggistico (D. Lgs. 42/2004)
- vincolo idrogeologico (R.D. n. 3267/1923).

Agli effetti previsti dall'art.40 della Legge n°47 del 28/02/1985 e successive modifiche ed integrazioni, a seguito di ricerca svolta presso l'Ufficio Tecnico comunale è emerso quanto indicato nella perizia oggetto di parere di congruità, ovvero che il fabbricato di che trattasi è stato oggetto dei seguenti titoli edilizi: ... *omissis*...

La due diligence edilizia è stata espletata in base alla documentazione rilevata presso l'archivio del Comune, con conseguente attendibilità del risultato finale del processo di verifica strettamente legato alla veridicità ed alla completezza degli elementi ivi presenti e messi a disposizione del perito.

2.9 Certificazione energetica

Tra la documentazione consegnata e dagli accertamenti eseguiti non si rileva la presenza dell'Attestato di Prestazione Energetica atto a qualificare la classificazione del fabbricato in riferimento al D. Lgs. 19 Agosto 2005 n° 192 e s.m.i..

2.10 Determinazione del più probabile valore di mercato

La presente valutazione immobiliare è un rapporto estimativo oggettivo basato su principi, criteri estimativi e procedimenti, che possono condurre a risultati certi, condivisibili e replicabili secondo gli Standard di Valutazione Internazionali (IVSC – International Valuations Standard), Europei (EVS - European Valuations Standard) e Italiani (CVI - Codice delle Valutazioni Immobiliari V° Edizione anno 2018 edito da TECNOBORSA – ROMA), nonché secondo i Principi Contabili Internazionali (IAS/IFRS). Infine, anche l'associazione Bancaria Italiana (ABI) ha adottato gli standard internazionali di valutazione attraverso le proprie Linee Guida (ultima pubblicazione novembre 2018) con pubblicazione della Circolare della Banca d'Italia del 27/09/2016 in applicazione del T.U.B. art.120 D.L. 21/04/2016 n.72, il tutto con osservazione del Regolamento UE 575/2013. Sulla base dei presupposti sopra indicati ed in conformità alle indicazioni espresse dalla Committenza, poiché trattasi di perizia avente lo scopo di formulare un parere di congruità sul valore stima precedentemente espresso, finalizzato all'acquisto dell'intero diritto di proprietà dei beni in oggetto da parte della Committenza, il sottoscritto Perito ritiene di perseguirne gli obiettivi attraverso la formulazione di un nuovo e più probabile valore di mercato osservando la definizione a quest'ultimo attribuita dai suddetti standard di valutazione.

2.10.1 Definizione del valore di mercato

"L'importo stimato al quale l'immobile verrebbe venduto alla data della valutazione in un'operazione svolta tra un venditore e un acquirente consenzienti, alle normali condizioni di mercato (in inglese "*arm's length transaction*") dopo un'adeguata promozione commerciale, nell'ambito della quale le parti hanno agito con cognizione di causa, con prudenza e senza alcuna costrizione" (da EVS 1 - European Valuation Standards - 9° edizione 2020).

2.10.2 Analisi del mercato locale

Il complesso immobiliare in oggetto è ubicato all'interno del centro abitato, più precisamente nella zona Nord limitrofa alla parte collinare e costituisce parte integrante del parco termale. Presenta immobili a destinazione alberghiera e residenziale, buona dotazione di servizi, (strade, reti elettrica, idrica, telefonica, di metanizzazione, fognaria e di illuminazione pubblica), trasporti pubblici, parcheggi pubblici, attività commerciali, ecc.

La zona ha inoltre facile accesso alle vie di grande comunicazione che circondano il capoluogo di comune.

I beni in oggetto sono compresi all'interno di porzione del territorio comunale destinate allo sviluppo dell'attività termale (vedi paragrafo 2.8 – Riferimenti Urbanistici) per il quale è prevista la promozione della riqualificazione ed il potenziamento del compendio termale.

La presente valutazione assume pertanto la destinazione impressa dallo strumento urbanistico vigente, facendo presente che ai fini della determinazione del più probabile valore di mercato in oggetto:

- si ritiene di scartare ogni ipotesi circa una diversa destinazione del bene, determinando l'attuale e più probabile valore di mercato dell'immobile nel suo corrente uso (*MVEU – Market Value for Existing Use*);

- si scarta ogni ipotesi di utilizzo di metodologie market oriented per l'assenza nel mercato locale di beni appartenenti allo stesso segmento ovvero di stabilimenti termali recentemente compravenduti;
- trattandosi di bene la cui destinazione d'uso è attività termale ed in proprietà del gestore, la valutazione prescinde da possibili provvidenze pubbliche previste dalle leggi regionali e nazionali per iniziative a favore dell'attività termale.

2.10.3 Procedimento di stima per la corrente valutazione

Considerata quindi la tipologia edilizia in esame, lo scopo del presente elaborato e l'assenza di beni comparabili come sopra indicato, ne deriva che il procedimento di stima utilizzato per la determinazione del più probabile valore di mercato del bene in oggetto è stato individuato nell'applicazione di procedimento per capitalizzazione del

reddito che "comprende le tecniche per analizzare la capacità di generare benefici monetari di un immobile e la possibilità di convertire questi benefici nel valore di mercato con un moltiplicatore e con un saggio di sconto" (Codice delle Valutazioni Immobiliari V° ediz.2018 – Cap.10.1).

Quanto sopra poiché si è accertato che i beni in oggetto siano in grado di produrre una redditività immobiliare, come si evince dalla documentazione messa a disposizione dalla Società intestataria e gestore dei medesimi.

Il presente elaborato:

- intende comunicare agli utenti in modo comprensibile ed affidabile il valore di mercato secondo il principio dettato dagli standard di valutazione internazionali (IVS) ed europei (EVS), nonché adottato dal sottoscritto valutatore, fornendo un giudizio chiaro, oggettivo e inequivocabile riguardo al valore alla data della valutazione;
- intende, con un livello di dettaglio sufficiente, a garantire tutti gli elementi concordati con il cliente nei termini e nelle condizioni dell'incarico professionale, esponendo altresì eventuali assunzioni e condizioni limitanti alla base della valutazione;
- mira a comunicare il valore di stima, a confermare la finalità della valutazione, ad esporre il procedimento analitico ed i dati utilizzati, ad indicare, il tutto con lo scopo di guidare il lettore attraverso le procedure e le prove utilizzate dal valutatore per elaborare la valutazione;
- persegue obiettivi di trasparenza ed efficienza dei mercati immobiliari moderni, e costituisce un diritto del cittadino-consumatore e degli operatori economici, oltre che uno strumento funzionale atto a garantire presupposti di giustizia economica e di perequazione fiscale;
- è stato redatto in base alle tempistiche appresso indicate:
 - data sopralluogo: 16/02/2023
 - data della stima del valore: 30/04/2023
 - data del Rapporto di Valutazione: 29/05/2023

2.10.4 Descrizione della procedura estimativa

Per la determinazione del valore dell'intero diritto di proprietà dell'immobile in oggetto si è fatto ricorso alla metodologia della capitalizzazione finanziaria (o *Yeld Capitalization*) che calcola il valore attuale netto della serie di ricavi e costi immobiliari in qualità di valore di mercato dell'immobile da stimare, dal momento dell'acquisto al momento della rivendita, con l'utilizzo di un saggio di

capitalizzazione netto che riflette i dati e le informazioni di mercato relativi ai prezzi, ai redditi ed alle aspettative degli operatori.

La formula risolutiva del metodo considera per il fabbricato oggetto di stima il reddito netto variabile progressivamente, il valore di rivendita e la durata del periodo di disponibilità attraverso con la seguente equazione Eq.1:

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n (R_t - C_t) \cdot (1+i)^{-t}}{1 - \left(\frac{1+d}{1+i}\right)^n} \quad (1)$$

- V valore di mercato dell'immobile da stimare (euro);
 R_t reddito lordo del primo anno dell'immobile da valutare (euro/anno) aggiornato nel flusso con saggio di variazione annuo del reddito (g);
 C_t costo di esercizio del primo anno dell'immobile da valutare (euro/anno) aggiornato nel flusso con saggio di variazione annuo del costo di esercizio (h);
 i saggio di capitalizzazione finanziaria (con $i > g$ e con $i > h$);
 d saggio di svalutazione/rivalutazione annuo dell'immobile (con $i > d$);
 n durata del periodo (anni) previsto di disponibilità fino alla rivendita.

Pertanto, per la ricerca del valore V di mercato sopra indicato si rendono necessari:

1. ricerca del reddito annuo netto (R_N) da capitalizzare;
2. impostazione del periodo n (anni) di disponibilità fino alla rivendita;
3. ricerca del saggio di capitalizzazione (da analisi investimento comparabile).

1. Ricerca del reddito annuo netto (R_N) da capitalizzare.

Il reddito annuo netto si riferisce alla produttività immobiliare lorda (R_t) rivalutata utilizzando il saggio di variazione annuo (g), al netto della relativa incidenza delle spese (C_t) quest'ultima rivalutata con saggio di variazione annuo (h), il tutto considerandone gli utilizzi effettivamente svolti in condizioni di ordinarietà.

La redditività lorda (R_t) del bene immobile da stimare è rilevata dalla documentazione fornita dalla Committenza con riferimento all'anno 2019 (01/01 – 31/12/2019).

L'anno di riferimento 2019 sopra indicato è stato considerato dal sottoscritto Perito in attinenza alla ordinarietà delle attività ivi esercitate in epoca antecedente alla crisi pandemica da Covid19, in quanto la crisi generata dal coronavirus ha indotto un rallentamento generale delle attività economiche comportando un ulteriore rallentamento, anche al settore termale, già di per sé oggetto di contrazione di domanda. Il riferimento periodale adottato dalla presente valutazione recepisce pertanto il trend precedente alla pandemia ma ne esclude ogni influenza andando a rilevare i solo dati economici espressi antecedentemente all'emergenza sanitaria.

Dall'esame della documentazione contabile fornita dalla Committenza emergono ricavi con importo € 970.000,00 assunto nella presente valutazione come reddito lordo immobiliare (R_t).

La determinazione del reddito netto da capitalizzare è svolta con come indicato nella Tabella 2 riferita al bilancio immobiliare annuo, inteso a determinare il reddito da capitalizzare al fine della ricerca del valore di mercato ed in cui sono indicati:

- all'attivo è il reddito lordo dell'immobile (R_t) come da documento di gestione;

- al passivo i costi della gestione immobiliare ovvero il costo di esercizio dell'immobile riportato secondo le voci di spesa convenzionali (ammortamento, manutenzione, assicurazione, servizi, amministrazione, imposte e affitto/interessi sulle spese), desunti da range indicati in letteratura dal "Manuale del Geometra e del Laureato Junior - Proctor Edizioni 2009", per una percentuale complessiva del 45% per il caso in esame, che rappresenta l'incidenza del costo di esercizio sul reddito lordo indicato con maggiorazione alla voce riguardante alla spesa di manutenzione fino al 15% vista la vetustà dei beni immobili in oggetto.

Tab. 2 – bilancio immobiliare anno 2019

bilancio immobiliare annuo bene immobile oggetto di stima				
Entrate		Uscite		
R_r	€ 970.000,00	Ammortamento	€ 19.400,00	2%
		Manutenzione	€ 145.500,00	15%
		Assicurazione	€ 19.400,00	2%
		Servizi	€ 48.500,00	5%
		Amministrazione	€ 29.100,00	3%
		Imposte	€ 145.500,00	15%
		Sffitto/interessi spese	€ 29.100,00	3%
totale	€ 970.000,00	TOTALI	€ 436.500,00	45,0%

Il reddito netto da capitalizzare netto (R_N) è pertanto pari a € 533.500,00 ed è composto dalla rendita del suolo edificato e dalla rendita dell'edificio.

2. Impostazione del periodo n (anni) previsto di disponibilità fino alla rivendita.

Nell'analisi finanziaria la durata del flusso di cassa è tipicamente influenzata dal comportamento del mercato, che è caratteristico della categoria di immobili e del loro segmento di mercato.

Gli *standard* internazionali (IVS GN9 5.1) indicano che "...il termine di analisi per gli investimenti immobiliari va tipicamente da cinque a dieci anni", mentre gli EVS 2020 (punto 7.31) indicano "... i flussi di cassa sono stimati in un determinato periodo durante il quale l'ipotetico acquirente sarà proprietario della proprietà prima di venderla definitivamente. In molti casi viene adottato un periodo di 10 anni, per il fatto che tale periodo si adatta bene ai modelli di locazione generalmente osservabili in molti mercati. Non esiste una regola particolare su come dovrebbe essere lungo il periodo di attesa, anche se generalmente si ritiene che dovrebbe essere sufficientemente lungo da consentire la scadenza di tutti i contratti di locazione e i successivi rinnovi o rilocalizzazioni... In alcuni paesi potrebbero esserci requisiti di legge in relazione a fini valutativi specifici che richiedono la previsione dei flussi di cassa complessivi vita economica dell'edificio. Ciò potrebbe riflettere diversi cicli di mercato all'interno del periodo di detenzione".

Pertanto, si ipotizza una durata pari a 10 anni considerandola sufficiente per la messa in esercizio, uso e quindi per lo sfruttamento dell'asset immobiliare in oggetto.

3. Ricerca del saggio di capitalizzazione.

La ricerca del saggio di capitalizzazione finanziaria è stata determinata facendo riferimento ad un investimento immobiliare per bene simile a quello oggetto di stima, determinandone il saggio di rendimento interno derivante dall'investimento. Con riferimento al dato preso come comparabile, l'investimento prevede un costo iniziale pari al prezzo di mercato noto, una serie di redditi netti annuali derivanti dall'attività praticata (attualizzati utilizzando opportuni saggi di

variazione dei redditi e dei costi di esercizio), ed un ricavo finale, al termine del periodo di produttività (ricerca induttiva del saggio di capitalizzazione).

Per la ricerca del dato comparabile è stata eseguita una verifica di compravendite di immobili aventi la medesima destinazione d'uso dell'immobile de quo (stabilimento termale), su scala nazionale tramite il canale telematico *SISTER* dell'*Agenzia delle Entrate*.

Il bene immobile di confronto rilevato con il sistema *SISTER* consiste in complesso edilizio uso termale - balneoterapico costituito da edifici ed annesso terreno pertinenziale, compravenduto in data 16/02/2022 al prezzo di € 5.000.000,00 (Cinque-milioni/00).

Facendo sempre riferimento (per i motivi sopra esposti) all'anno di esercizio 2019, dal relativo bilancio chiuso al 31/12 estratto da visura camerale rilevata presso la Camera di Commercio, è emerso che alla indicata epoca il complesso termale in oggetto determinava un valore della produzione pari a € 1.478.261. Il reddito lordo immobiliare (R_l) è determinato sottraendo al fatturato dell'attività (F) i costi totali (C_t) ed il profitto di gestione (π) calcolato sulla somma dei costi e del canone incogniti il tutto come espresso dalla seguente equazione Eq.2:

$$R_l = \frac{F - C_t * (1 + \pi)}{1 + \pi} \quad (2)$$

R_l reddito lordo (*euro/anno*) al periodo di riferimento al 31/12/2019 da bilancio;

C_t costo di esercizio (*euro/anno*) al periodo di riferimento considerati con assunzione in rapporto di incidenza pari a 0,75 dell'attivo;

π aliquota del profitto dell'attività.

Tab. 3 – reddito lordo bene comparabile all'anno 2019

Determinazione reddito lordo R_l	reddito lordo (euro/anno)
elementi	
valore della produzione aggiornato alla data di vendita dello stabilimento termale (IVA esclusa)	€ 1.478.261,87
incidenza spese	0,75
Costi Totali (CT)	€ 1.108.696,40
R.O.I. (π)	3,09%
	€ 325.189,17
	€ 325.000,00

Il reddito Lordo del bene comparabile è pertanto pari a € 325.000,00.

L'aliquota di profitto (π) derivante dall'attività termale oggetto della suddetta comparazione è stata determinata osservando dati economici derivanti da attività simili con ricerca eseguita a campione su vari stabilimenti termali nel territorio nazionale.

L'indice considerato per individuare la suddetta redditività è il R.O.I. quale acronimo di Return Of Investment che corrisponde al "... ritorno sull'investimento o indice di redditività del capitale investito è un indice di bilancio che indica la redditività e l'efficienza economica della gestione caratteristica a prescindere dalle fonti utilizzate: esprime, cioè, quanto rende il capitale investito in quell'azienda" (p. 375 Horngren C.T., Programmazione e controllo, ed. Pearson).

Per ognuno degli stabilimenti esaminati è stato quindi individuato il suddetto indice di redditività emerso dai bilanci di esercizio anch'essi riferiti alla medesima annualità di esercizio sopra indicata 01/01 - 31/12/2019, quest'ultimi rilevati dal sottoscritto Perito per estrazione documentale eseguita la Camera di Commercio (CCIA) ed in minima parte presso i relativi siti istituzionali.

Con riferimento agli stabilimenti termali esaminati si fa presente che il campione osservato è quantitativamente superiore a quanto indicato nella seguente Tabella 4, ma che, stante la tipologia dell'attività svolta presso i locali oggetto di stima, sono stati individuate solo quelle sedi simili per tipologia operativa e per gestione, In relazione all'indice medio di profitto sono stati considerati solo gli stabilimenti che sono interessati alla pratica prevalente dell'attività termale in conformità alla destinazione d'uso del *subject*.

- alla pratica prevalente dell'attività termale in conformità alla destinazione d'uso dell'immobile oggetto di stima (*subject*), scartando di conseguenza quelle sedi in cui l'attività edita alle cure termali ed al benessere era consolidata insieme ad altre quali produzione industriale e commercio di bibite in vasta scala, strutture ricettive, ristorazione ecc. che ne influenzano il rendimento in modo considerevole.

- la gestione dell'attività esercitata direttamente dall'intestatario del bene immobile.

Pertanto, per ogni attività considerata in base alle caratteristiche sopra indicate sono individuati:

- l'indice ROI per ogni stabilimento osservato;
- l'indice ROI medio derivante dal campione scelto (... omissis ... con riferimento alle

relative sedi), che converte l'utile dell'attività nell'affitto lordo del bene immobile rilevato da osservazione di dati economici desunti da bilanci d'esercizio di stabilimenti termali in attività al periodo considerato dal 01/01 al 31/12/2019, ovvero da epoca antecedente alla crisi pandemica da Covid19.

Tab. 4– redditività stabilimenti simili all'anno 2019

sede	tipo società	bilancio	ROI
Terme di	srl	CCIA	-3,93%
Terme di	srl	sito	13,41%
Terme di	spa	sito	-4,47%
Terme di	srl	CCIA	19,97%
Terme di	spa	CCIA	5,19%
Terme di	spa	CCIA	-0,25%
Terme di	spa	CCIA	0,12%
Terme di	spa	sito	0,07%
Terme di	spa	CCIA	-1,48%
Terme di	srl	CCIA	2,30%

L'indice di redditività R.O.I. rilevato dalla media dei dati osservati è pari al 3,09% riportato nella Tabella 4, emergendo quindi un generale andamento

economico significativamente negativo, atto a dimostrare le considerazioni preliminari fatte precedentemente ed in premessa per le attività in oggetto.

Nella Tabella 5 è riportato il relativo flusso di cassa su bilancio immobiliare annuo del complesso termale comparabile, ++redatta con le medesime modalità di cui alla Tabella n. 2.

Tab. 5 – bilancio immobiliare anno 2019 bene immobile comparabile

bilancio immobiliare annuo bene immobile comparabile				
Entrate		Uscite		
R_t	€ 325.000,00	Ammortamento	€ 6.500,00	2%
		Manutenzione	€ 48.750,00	15%
		Assicurazione	€ 6.500,00	2%
		Servizi	€ 16.250,00	5%
		Amministrazione	€ 9.750,00	3%
		Imposte	€ 48.750,00	15%
		Sfitto/interessi spese	€ 9.750,00	3%
TOTALI	€ 325.000,00	TOTALI	€ 146.250,00	45,0%

Inserendo all'attivo nella Tabella 6 il reddito immobiliare lordo (R_t) da capitalizzare, come da bilancio immobiliare (Tabella 3) ed al passivo i costi, tutte le poste per una disponibilità di n.10 anni, si considera il saggio di capitalizzazione come saggio di rendimento interno (TIR) incognito del flusso di cassa dell'immobile comparabile, che prevede la durata pari a 10 anni (n), il saggio annuo di indicizzazione del reddito pari al 0,50% (sR), il saggio annuo di indicizzazione dei costi pari al 2% (sC) e il saggio annuo di rivalutazione pari a 1% (d). Si fa presente che quest'ultimi saggi sono fissati dal mercato locale ma nel caso in esame sono ininfluenti per la stima in oggetto, in quanto il risultato finale risulta invariato anche senza la loro applicazione come si evince dalla metodologia della capitalizzazione diretta del reddito netto alla prima annualità illustrata a margine della Tabella 6.

Quanto sopra in base al principio per cui "La conversione tra i saggi dei due metodi di capitalizzazione si svolge con l'equazione del saggio di rendimento interno estratto dal flusso di cassa di conversione dal quale, noto il saggio i_N del metodo della capitalizzazione diretta, si calcola il saggio di rendimento interno i del metodo della capitalizzazione finanziaria" (pg.382 – M. Simonotti "Valutazione Immobiliare Standard NUOVI METODI" – Ed. Stimatrix).

Si procede pertanto con la determinazione del saggio di capitalizzazione netto (i_N) da applicarsi all'Equazione Eq.1

Tab. 6 – flusso di cassa investimento del bene immobile comparabile

flusso di cassa su bilancio immobiliare				
Data	Ricavi	Costi	Netto	
0	0	0	0	-0,55000
1	€ 325.000,00	€ 146.250,00	€ 178.750,00	0,01966
2	€ 326.625,00	€ 149.175,00	€ 177.450,00	0,01952
3	€ 328.258,13	€ 152.158,50	€ 176.099,63	0,01937
4	€ 329.899,42	€ 155.201,67	€ 174.697,75	0,01922
5	€ 331.548,91	€ 158.305,70	€ 173.243,21	0,01906
6	€ 333.206,66	€ 161.471,82	€ 171.734,84	0,01889
7	€ 334.872,69	€ 164.701,25	€ 170.171,44	0,01872
8	€ 336.547,05	€ 167.995,28	€ 168.551,78	0,01854
9	€ 338.229,79	€ 171.355,18	€ 166.874,60	0,01836
10	€ 339.920,94	€ 174.782,29	€ 165.138,65	0,62571

4,31%

Capitalizzazione finanziaria con flusso di cassa

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n (R_t - C_t) \cdot (1+i)^{-t}}{1 - \left(\frac{1+d}{1+i}\right)^n}$$

Capitalizzazione diretta con reddito primo anno

$$V = \frac{R_N}{i_N}$$

invariabilità €
5.000.000,00

Il saggio di capitalizzazione riferito all'immobile comparabile estratto come saggio di rendimento interno dell'investimento risulta pertanto pari al 4,31% che introdotto nella Tabella 7 riferita al flusso di cassa su bilancio immobiliare del bene immobile oggetto di stima, determina il relativo flusso di cassa mirato ad individuare il completo ciclo dell'investimento immobiliare sulla base dei suddetti presupposti.

2.10.5 Determinazione del più probabile valore di mercato del bene immobile in oggetto

Con riferimento al bilancio immobiliare del bene immobile oggetto di stima come alla Tabella 2, viene determinato il flusso di cassa del bene immobile in oggetto nella seguente Tabella 7, propedeutico alla successiva applicazione all'Equazione n.1 (Eq.n.1)

Tab. 7 – flusso di cassa investimento del bene immobile oggetto di stima

flusso di cassa su bilancio immobiliare				
Data	Ricavi	Costi	Netto	
0	0	0	0	-0,55000
1	€ 970.000,00	€ 436.500,00	€ 533.500,00	0,02373
2	€ 974.850,00	€ 445.230,00	€ 529.620,00	0,02356
3	€ 979.724,25	€ 454.134,60	€ 525.589,65	0,02338
4	€ 984.622,87	€ 463.217,29	€ 521.405,58	0,02319
5	€ 989.545,99	€ 472.481,64	€ 517.064,35	0,02300
6	€ 994.493,72	€ 481.931,27	€ 512.562,44	0,02280
7	€ 999.466,18	€ 491.569,90	€ 507.896,29	0,02259
8	€ 1.004.463,52	€ 501.401,29	€ 503.062,22	0,02238
9	€ 1.009.485,83	€ 511.429,32	€ 498.056,51	0,02215
10	€ 1.014.533,26	€ 521.657,91	€ 492.875,36	0,62947

Il flusso di Cassa sopra esposto esprime un VAN (Valore Attuale Netto) pari a €3.983.297,89 producendo altresì un TIR (tasso interno d'investimento proprio) pari al 5,00 %.

Pertanto, Il più probabile valore di mercato del fabbricato in oggetto in espressione dell'Equazione Eq.n.1 sopra indicata

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n (R_t - C_t) \cdot (1+i)^{-t}}{1 - \left(\frac{1+d}{1+i}\right)^n} = \quad (1)$$

$$= \frac{3.983.297,89}{1 - \left(\frac{1+0,01}{1+0,431}\right)^{10}} = 12.364.789,52$$

Il valore di mercato da stimare è pari ad importo di € 12.364.789,52 arrotondato in difetto a € 12.365.000,00 (dodici milioni-trecento-sessantacinquemila/00).

In base ai principi sopra enunciati, anche in questo caso emerge l'equivalenza di risultato sia con l'applicazione del saggio di capitalizzazione diretta netto e riferito alla prima annualità del flusso che con il saggio di capitalizzazione finanziaria (o di rendimento dell'intero flusso di cassa), rilevando quindi la stabilità del risultato finale rispetto a qualsiasi valore delle variabili quali i saggi di rivalutazione di mercato, dei redditi e dei costi (specialmente questi ultimi visto il tasso di inflazione corrente), il tutto stante quindi a dimostrazione dell'affidabilità del procedimento adottato.

Infatti, applicando la metodologia della capitalizzazione diretta con reddito riferito alla prima annualità di riferimento del 2019:

$$V = \frac{R_N}{i_N} = \frac{533.500,00}{0.0431} = 12.364.789,52$$

Il valore di mercato da stimare è pari ad importo di € 12.365.000,00 con applicazione degli arrotondamenti di calcolo elettronico.

La scelta di un unico saggio finanziario applicato all'intero reddito prodotto dal bene immobile oggetto di valutazione, è operata considerando la onnicomprensività della redditività derivante dalla prevalente attività termale ivi svolta, pur in presenza degli spazi commerciali sopra descritti e posti all'interno del complesso. Quanto sopra in conseguenza alla visibilità che detti spazi minori hanno grazie all'inserimento all'interno del complesso ovvero, in via prudenziale, per evitare sopravvalutazioni dei medesimi derivanti da una errata considerazione sulla loro reale ubicazione.

Assunzioni alla valutazione:

La presente valutazione è stata svolta considerando le assunzioni di stima:

- che la relativa redditività lorda è presa in considerazione all'esercizio dell'anno 2019, quest'ultimo considerato in attinenza alla ordinarietà delle attività ivi esercitate in epoca antecedente alla crisi pandemica da Covid19;
- che il costo di esercizio il CT per l'attività al suddetto periodo di riferimento è stato con rapporto di incidenza pari a 0,75 delle attività correnti a detto annualità;
- che l'incidenza delle spese di manutenzione nel bilancio immobiliare è superiore al range indicato in letteratura (Manuale del Geometra e del laureato Junior - Proctor Edizioni 2009), ovvero fino al 15% vista la vetustà dei beni in oggetto.

2.10.6 Limiti alla valutazione:

Oltre alle assunzioni di cui sopra, lo scrivente fa presente che non ha verificato alcuni elementi non rientranti nell'incarico, sinteticamente riassunti in quanto segue, con riferimento alle regolamentazioni specifiche delle relative materie:

- presenza/assenza di convenzioni, atti unilaterali d'obbligo, statuti di consorzio, regolamenti di condominio (di tipo contrattuale e non), servitù costituite, ecc.;
- aspetti attinenti all'isolamento Acustico;
- aspetti attinenti alla prevenzione incendi;
- aspetti attinenti alla denuncia di pozzi;
- fascicolo dei fabbricati D. Lgs. 494/1996, D. Lgs 81/2008 e s.m.i.;
- Autorizzazione Unica Ambientale (autorizzazione agli scarichi e rifiuti).

EVS 2020, European Valuation Standard, Tegova, Brussels, 2020.

Rocchi P., Proctor Edizioni, Bologna, 2009.

Horngren C.T., Programmazione e controllo, Pearson (Prentice Hall), N.Y., 2007.

Simonotti M., Valutazione Immobiliare Standard NUOVI METODI, ed. Stimatrix, 2019.