POLITECNICO DI TORINO
Repository ISTITUZIONALE

The market value of potential building plots: a two-faces Janus? [Il valore di mercato delle aree potenzialmente edificabili: un Giano bifronte?]

Original
The market value of potential building plots: a two-faces Janus? [Il valore di mercato delle aree potenzialmente edificabili: un Giano bifronte?] / Rebaudengo, M., Roscelli, R.. - In: VALORI E VALUTAZIONI. - ISSN 2036-2404. - 2:(2020), pp. 31-42.

Availability:
This version is available at: 11583/2928154 since: 2021-09-29T16:03:53Z

Publisher:
DEI TIPOGRAFIA DEL GENIO CIVILE

Published
DOI:

Terms of use:

This article is made available under terms and conditions as specified in the corresponding bibliographic description in the repository

Publisher copyright

(Article begins on next page)

19 November 2026

The market value of potential building plots: a two-faced Janus?

Manuela Rebaudengo, Riccardo Roscelli***

keywords: highest and best use, hope value, real estate development, development time, potential building plots.

Abstract

Investors find it difficult to estimate the value of land that might be built upon. Many variables are directly related to the valuation of real estate developments, including the length of the project, the general trend of the economic scenario, and the supply-demand ratio in the relevant real estate market. These factors create uncertainty and increase risk. Here we aim to identify the methodologies and values that real estate developers should use during appraisal. Is there only one future value of the asset, or is it more correct to speak of a range of values associated with a reference time horizon? What strategies can a promoter implement in unfavorable market times to preserve the value/price that has not yet materialized? Following a critical analysis of the most significant literature we propose that there is no univocal "most probable market value", but a wide range of values to be determined through a series of quantifiable criteria and parameters.

1. INTRODUCTION

Each real estate property, such as a land that can be built on, is unique, which makes it difficult to estimate their value. This is further complicated by the subjective nature of many of the measurements that are used. Also, multiple factors affect the likelihood that a real estate development will be successful, which creates uncertainty and risk. These complicating factors include the length of the development, the general trend of the economic scenario, and the supply-demand ratio in the specific real estate market. The real estate market analysis is complicated by the involvement of assets with different use-values and because the same real estate market cannot be conceived as unitary, being conditioned by spatial and temporal limitations in the countless concrete situations in which it develops (Simonotti, 1997). For potential building areas, the most important question is: what is the market value according to a possible future valorization and profitability.

How can a real estate developer, who generally operates in a risky, uncertain, and volatile scenario, define a "possible market value" if he is faced with the uncertainty related to future market values, the success of the development and, above all, operates in a long time horizon? With these assumptions, is it correct to reach a single future value, or is it better if we refer to a "range of values" associated with a long-term time horizon? How can we characterize this range according to the conditions (e.g., economic, urban, market) that make the assessment necessary?

2. ASSET'S MARKET VALUE AFTER ITS TRANSFORMATION: A LITERATURE REVIEW

2.1 Background of traditional appraisal method

Appraisal is one of the oldest human activities. Even before becoming part of economic science, appraisal was a technical practice aiming to measure certain aspects related to the scarcity of goods and services that can be appropriated and, for this reason, carry values (Roscelli, 2014). Appraisal is a complex subject of a technical-

economic-legal nature (Perucca, 1951) that teaches how to estimate, evaluate, and appreciate goods susceptible to estimation, value, and appreciation (Massa, 1955), whose principles and methods derive from the coordination of the old Empirical School with the new Italian School of Economics.

Although, in Italy, the appraisal was originally derived from the agricultural, rural, and civil sectors (Massa, 1955), some essays by Fettarappa (1887), Boldon Zanetti (1889), and Tommasina (1905) – to refer to the "Gabinetto di Estimo" of the Politecnico di Torino, at the turn of the nineteenth and twentieth centuries – already examined the topic of evaluating property, then later extended to the building areas (Boldon Zanetti, 1889; Fettarappa, 1890; Tommasina, 1912).

In the following century, several monographic works investigated the theoretical and applied fundamentals of assets' future value (Serpieri, Medici, Famularo – first – , Grillenzoni & Grittani, Michieli, Orefice, and Realfonzo – then –). It is, therefore, well known how this aspect of value can represent the most probable market value of an asset potentially transformed in the future and, as such, it is possible to determine (when specific conditions are met) the economic return of a real estate development project.

The formula:

$$VT = VMBT - KT \quad (1)$$

allows, us to calculate (in a simple way) the current value of the asset (VT), subtracting from future revenues (VMBT) all the transformation costs (KT).

Over the years, the formula has been refined (2), both to take into account the multiplicity of cost components that a real estate developer must face, and to consider the time horizon, an extremely significant and not negligible aspect in the estimation process:

$$VT = \frac{VMBT - KT - EP1}{(1+i)^n} \quad (2)$$

where an additional profit of the promoter (EP) has been introduced, to be understood as a result of a real estate promotion and development operation, in which sums of money are discounted at a given discount rate (i) due to the effect of time (n).

With this new formalization, the reference to the private investments evaluation methodologies is clear [i.e., Discounted Cash Flow Analysis (DCFA), also known as Cost-Revenue Analysis (Prizzon, 2001; Fregonara and Bravi, 2004; Romano et al., 2005; Borghi, 2009; Hoesli and Morri, 2010)]. So, the scientific literature of the 2000s explores the use of future values after a transformation, not so much as an aspect of the value but as the principle of economic convenience.

Realfonzo (1994) also states that: "when a particular transformation, different, therefore, from the ordinary transformation of an urban property, is considered, the result will have the nature of an autonomous economic value, generally different from the more probable market value, widely interpreted. The approach will, therefore, be considered as an "estimation criterion" and may allow the formulation of an economic convenience judgement on the expected transformation." (1994, p. 142 et seq.)

Moreover, Bravi and Fregonara (2004) note: "As an economic aspect, the estimation method is applied (also) to address the choices between target and intervention alternatives. It is, therefore, a question of comparing investment projects that do not necessarily fall under within ordinary conditions. This is a procedure used in particular for vacant land but which is adapted to the estimation purpose whenever, in the formalization of the price, its potential of being transformed is taken into account."

It is precisely from this perspective that the market value takes its second "face" of economic convenience, which prevails in an extra-ordinary context and a maximum profit logic, as foreseen by the real estate literature, introducing the Highest and Best Use (HBU). Precisely in the case of a transformation, in fact, an asset's value is the one that both the current use and the highest and best use: as we will see later, "the relationship between highest and best use and the plot's value is one of the factors that helps to indicate whether the current use is actually consistent with the plot's highest and best use" (Borghi, 2009).

2.2 The introduction of the International Evaluation Standards

The International Valuation Standards were developed in the 1980s to meet the need for clarity and guarantee for credit exposures by banks and credit institutions: the primary objective of the International Standards was to increase the level of estimator confidence through the standardization of transparent and repetitive estimation procedures.

The standards, therefore, represent a set of shared rules regarding assessment methodologies to be used by a qualified valuer; the best known are the International Valuation Standards (IVS), the European Valuation Standards (EVS), the Appraisal & Valuation Standards (Royal Institution of Chartered Surveyors RICS), and the Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP).

The IVS, to which "The White Book" ed. 2017 refers, have been prepared by the International Valuation Standards Council; the EVS (the so-called "Blue Book", whose last edition is dated 2016) are prepared by TEGoVA, The European Group of Valuers' Associations; the RICS standards or "The Red Book", the latest edition of which is dated 2017, is edited by the Royal Institution of Chartered Surveyors; and, the USPAP, Uniform Standards of Professional Appraisal Practice, the latest edition of which is 2018-2019, are defined by the Appraisal Standards Board, The Appraisal Foundation, based in Washington.

According to the latest indications from TEGoVA, the market

value of a property reflects its full potential as far as it is recognized by the market. It can, therefore, take into account the possible uses of the property resulting from prospects for development, new permits and authorizations, and market developments, among others; therefore, the market value of a property can 'incorporate' any hope value that the market can attribute to such prospects and, as such, must be distinguished from the market value limited by the HBU. Hope value is used to describe the increase that the market is willing to pay in the hope that it will be possible to obtain a value in use – linked to a specific development opportunity – that is higher than what is currently allowed as a result of urban planning instruments, existing infrastructure constraints, or other limitations currently in force. In some countries the term 'future value' is used to describe the value that can be obtained now for the future potential of such opportunities; if it actually reflects an assessment of the likelihood that the market will attribute the highest value to such an asset, at the same time, this allows for the possibility that the intended use cannot be realized. Although it is descriptive of this increase, it does not exist as a separate value: the hope value represents the reasonable expectations of the market regarding the opportunities offered by the property (TEGoVA, 2016).

Highest and best use has been defined in different ways, including: "the reasonably probable use of a property, that is physically possible, legally permissible, financially feasible and maximally productive, and that results Highest and best use has been more formally defined in several formulations, including: the reasonably probable use of a property, that is physically possible, legally permissible, financially feasible and maximally productive, and that results in the 'highest value'" (Canadian Uniform Standards of Professional Appraisal Practice 2014 - The Appraisal Institute of Canada).

The legal aspect is perhaps the most critical point regarding the definition of value, especially in the contexts of real estate transformations. While the most common definition is that use is "legally permitted", subsequent interpretations make it clear that this applies only in cases of existing authorizations or permits and, therefore, does not take into account any potential or future value that the market might recognize for the possibility of obtaining new planning conditions and permits more favorable than the current one.

If, therefore, in the classical estimation theory the concept of ordinary (values, subjects, behaviors) is associated to the future value of an asset to be transformed, the HBU approach is decidedly more innovative – from a real estate promoter viewpoint – considering "the best transformation value among those proposed for the property" (Roscelli, 2014), differently from international standards, which through the definitions given above limit the determination of the maximum value to which the real estate developer theoretically aspires (in a perspective of high profits).

The International Accounting Standards (IAS) is also relevant, which later became the International Financial Reporting Standards (IFRS), the international accounting standards which, since the end of the 1970s, have represented the first attempt at the general standardization of accounting and, as a consequence, evaluation rules. The international IAS and, in particular, IAS 16, confirm that concerning areas (in particular, those that can be built on), their value, once identified, tends to remain or grow as a function of their progressive scarcity, while the value of the buildings and of the plants decreases with different intensity (Ingaramo and Roscelli, 2010; Roscelli, 2014).

In this context, a new definition of value takes shape, the "fair value", commonly defined as "the amount for which an asset can be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in a transaction between independent third parties" (IAS 22). There are many facets to the term "fair value": "consistent or fair value", "value not misleading", "neutral or undistorted value", "current or market value". Nevertheless, TEGoVA points out that Fair Value and market value are not synonymous, especially in cases where market value cannot be defined at present or where specific characteristics of a property result – for the parties involved – in a surplus-value. Therefore, international standards advise valuers to pay close attention to those cases where the market value might contain a portion of future value, for example, when the market is preparing to pay more than the normal price, because changes in urban planning instruments might allow better future use of the asset.

2.3 Some more recent studies

Due to its interdisciplinary nature, the HBU has several implications for the scientific community, even in more recent times, as well as its practical application in cases of equalization/valorization of areas and conflictual/contentious contexts (Roscelli, 2014; Micelli and Mangialardo, 2017).

To introduce the effects of risk and uncertainty in the valuations, in recent years, some methodologies have been introduced by the financial/stock market that are common to the Real Options Theory and are used in the real estate construction sector for complex and long-lasting transformations. The method makes it possible to attribute a value to the opportunity, elaborating the concept of uncertainty both from a positive point of view – possibility that it develops – and from a negative point of view – possibility that the transformation does not take place, even though it is permitted and feasible (D'Arcy et al., 2005).

According to the most recent sources (Bravi, 2013; D'Alpaos and Marella, 2014; Morano and Tajani, 2014; Manganelli, 2015; D'Amato and Amoruso, 2016), an option is defined as the right (without any obligation) to obtain an advantage deriving from an opportunity, under which it is also possible to award a premium to waiting, i.e., to

defer a decision. This means, in practice, an expectation of significant profits concerning the valorization of the areas, depending on a non-negligible risk linked to the dynamics of market prices, the uncertainties connected with the performance of the construction sector and, even before that, the completion of the authorization procedures. Since the second half of the 1980s, especially in the United States, research has been conducted that has brought closer Real Options Theory, typically applied to financial market investment operations.

Titman's study (1985) can be considered founding in reference to the representation of the land valorization process through the ROT. The approach is different from standard techniques, since the future use of the land is a random variable, and it is precisely this that increases the value of the land. This hypothesis is demonstrated by the author, who points out that the value of the building land increases as the level of uncertainty increases, while decreasing the propensity to start construction immediately (Bravi, 2013; page 27).

In particular, for building land, then, it is appropriate to introduce the concept of value volatility: by performing a Monte Carlo simulation on cash flows and imagining that the expected value of the completed property corresponds to a variation of 5.4% (which, as mentioned above, is a range to be considered adequate in pure estimation), we obtain an oscillation in the present value of the land of 27.73% (Bravi, 2013; p. 110 et seq.). The main cause of volatility is, therefore, the uncertainty linked to the trend of supply and demand, although speculative behavior by the owners of the building areas can also cause fluctuations in values (Brueggerman & Fisher, 2008). If we imagine, therefore, that the value of property follows a random walk (Brealey et al., 2006) through time, the price will move as the function of: "a constant and positive deterministic component, or drift trend, or growth, which depends only on time; a component of randomness, volatility, which depends on a random variable distributed normally. [...] Considering an investment over several years, the random walk model chosen tells us that volatility increases with the square root of time. [...] In the figure below, we can see how, at the same volatility (10.13%), the so-called cone of uncertainty – over a 95% confidence interval – increases over time" (Bravi 2013, p. 126 et seq.).

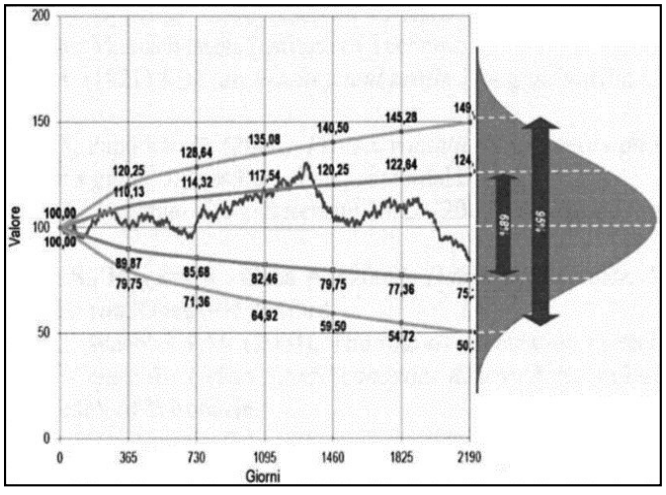


Figure 1 - *Random walk and real estate value volatility*.
Source: Bravi M. (ed. by), Valutare opzioni di sviluppo immobiliare. Introdurre flessibilità per governare l'incertezza, Roma, Aracne editrice, 2013, pg. 127.

This confirms what has been claimed in the past by Orefice and many other academic appraisers.

Among the most recent reflections, we should remember those related to hope value and uncertainty of values in the context of market crises. In general terms, for all goods, there can be a development potential which, in some cases, can be defined as "hopeful". In particular, uncertainty about the change in the legal framework might create expectations about the – not certain – change in the value of the real estate in the future. The expected value is the difference between the existing value in use and the price the market might pay for future transformations. In most cases of transformation, defining the long-term value of a property under development is extremely difficult, especially for those assets whose value is affected by uncertain changes in the legal framework: in reality, it is as if there are two distinct parts of the value: one, linked to the market value, and a second, based on future value or expected value (Renigier-Biłozor and D'Amato, 2017).

In recent years the international scientific community has discussed at length the Hope Value concept. According to some authors (Grzesik and Róbek, 2017), there have also been misunderstandings among professionals and academics about its true meaning and its connection with another evaluation approach, HBU. Unfortunately, the change of position among the internationally recognized standard-setting bodies (IVSC1, TEGoVA2, and RICS) has contributed to some confusion. The words 'legally admissible' have given rise to most interpretation problems: in particular, valuers have become uncertain as to the value of a use which, although not legally admissible due to lack of zoning, would probably have become legally admissible in the future at the date of the valuation and this would have been associated with values well above current market values. The American literature underlying real estate valuations (The Appraisal, 2013) indicates that the market value can be assessed based on the HBU reflecting a future change in use (e.g., in accordance with a future local master plan), to the extent that the valuer is able to ascertain if and when such a change to the plan will take place, as well as the (intended) use request.

It should be noted that the "hope value" implies, much more than the HBU, greater uncertainty about how long a user will remain unchanged. It is, therefore, necessary to intensify research to determine – on the one hand – the probability that an assumed use for valuation purposes will become a reality and – on the other hand – its

influence on the value determined (Grzesik and róbek, 2017). In other words, it means that decisions are taken based on a market value that reflects how "the expected value" might involve a significantly higher level of risk than under ordinary market conditions (Yang and Wu, 2019).

3. THE PROCESSES OF REAL ESTATE DEVELOPMENT AND VALORIZATION OF BUILDING AREAS

3.1 Real estate development companies

The real estate development process is a complex operation for the transformation of an asset (land or building) that involves a plurality of actors, public and private, in their respective roles. This can be divided into four distinct time phases: a research and development phase, in which the best area to be developed is identified; a design phase, in which the intervention is fully defined from a technical but also economic-financial point of view; a construction and marketing phase, in which, in parallel with the development of the site, the sale of the building product is promoted; and, finally, an operation/management phase, in which the property is fully usable for the purposes for which it was built.

The so-called real estate promoters play a key role in the whole process: they are economic entities (usually companies) that operate – as pure promoters or developers/builders – real estate transformations with the explicit aim of maximizing the economic result. They carry out, by trade, building development processes that they consider to all intents and purposes valid tools for the production of profit (extra profit of the promoter). This activity is often explicitly and unequivocally stated in the company names.

In many cases, the purpose of the real estate development company is very clear, both through the corporate purpose and through the mission: in general, the objectives concern the construction, purchase, sale, and/or management of the real estate. The activities fulfill two main functions: real estate trading and development. In the first case, three distinct phases can be further identified: the first concerns the identification of investment opportunities in the various sectors of the real estate market, the negotiation with the owner for the purchase of land, the preparation of preliminary checks on the projects to be developed, and the definition of the financial structure of the operation; then, with the positive outcome of the previous sub-phases, the acquisition of the assets and the subsequent construction of new properties.

The second phase, which is more delicate – is mainly aimed at the process of enhancing the value of the assets acquired, in particular, the promotion of interventions aimed at urban planning and the management of relations with the Public Administration aimed at maximizing building capacity; the latter concerns the disposal of the assets acquired and enhanced.

Real estate development is generally carried out through the acquisition of agricultural land or land with a low level of buildability, with the intention of later development. This activity is to be considered cyclical and correlated to the times and methods of development of the property areas. The degree of success of the projects is decisively influenced by several elements, the most significant of which are: the location of the land; the availability of public utilities and infrastructure in the area concerned; the efficiency in the management of construction costs; and the ability to complete the individual project on schedule.

Depending on the type of entity promoting the intervention (be it a private entity or a public entity), the objectives of the transformation vary: for the public, social utility is mainly pursued; for the private entity, the HBU is sought (i.e., the maximum economic exploitation of the area). According to the logic of maximum profit, the concept of HBU considers not so much the ordinary conditions of the transformation (values, subjects, behavior), but rather the most convenient destination with respect to the portfolio of alternatives achievable in the reference market (Roscelli, 2014; p. 65).

With these premises, it is clear that the greater the profit linked to the individual initiative of a real estate development company, which has operational purposes similar to those previously reported, the longer the time lapse between the moment in which the area is purchased and the moment in which it is enhanced and, even more so, the time in which it will be transformed. In fact, in the transformation of building areas, complex activities must be undertaken, which require long timescales and administrative and authorization procedures that must be followed with professionalism and negotiating skills, as happens in every urban and territorial planning process (Genesove and Mayer, 1994; Jou and Lee, 2007).

For Cushman and Wakefield's Global Investments Atlas 2019, global real estate investments in 2018 recorded a record volume of $ 1.75 trillion, 4% higher than the previous record of 2017. In Italy, in 2018, investment volumes amounted to 8.4 billion, down from 2017, but this followed 5 years of strong growth and remains above the average of the last 10 years. The Italian real estate market has grown, and, despite the volatility, it remains solid and dynamic. Uncertainty is now a variable that Italian investors are used to living with, as in other countries. Italy's real estate fundamentals remain good and this drives strong investor demand. Milan, which now attracts between 2 and 4 billion Euros of investments every year, is confirmed as the most dynamic market for all types of investors: "institutional cores" who want to protect capital but also "opportunistic" and "value add" investors who look to assets to reposition or develop.

In this context, the so-called institutional investors (pension funds, insurance companies, and real estate funds) and

listed real estate development companies operate, which represents an important category for real estate markets. The first performance indicator of the Italian corporate real estate market was recently launched by Assoimmobiliare and Nomisma (February 2019). The performance indicator of the Italian corporate real estate market will be produced on a half-yearly basis and will be an important tool for monitoring the performance of the sector.

The analysis, which led to the construction and subsequent elaboration of the indicator, concerned real estate assets (owned by SGR - Società di Gestione del Risparmio- and SIIQ - Società di Investimento Immobiliare Quotate) worth over 37 billion euros. To characterize the phenomenon, the predominant component of the real estate stock is represented by management assets (27.6%) and commercial assets (18.3%). In terms of market value, the directional component amounts to approximately 18,039 billion Euro (just under 50% of the total), the commercial component to 5,365 billion Euro (approximately 15%), and residential properties to 3,577 billion Euro (approximately 10%). Dezza (2019) has noted: "Considering the Global index of the Italian corporate market, profitability in the first half of 2018 was 2.11% (1.93% net of taxes and expenses) [...] a marked slowdown compared to 2017, when it was 5.60% on an annual basis."

3.2 Assets under development

As mentioned above, a real estate and, in particular, a building area has uniqueness (there is no real estate asset equal to another), and this heterogeneity makes it necessary to identify a series of characteristics, the value of which is often difficult to determine. This uniqueness is essentially due to a series of factors (Gabrielli et al., 2011), among which the most relevant include:

- *Immobility*. The characteristic of immobility implies that the benefits provided by property are also linked to a specific location. The property must be used and exploited where it is located (in other words, the goods are not transportable). The most important consequence of the immobility of goods is that the local economy plays a fundamental role in the formation of real estate value;
- *Location*. The location is certainly one of the most important elements for determining the market value of a property. According to Orefice (1995), the location characteristics, which refer to the location of the property with respect to the urban center, the level of accessibility, the presence of collective equipment, and the quality of the environment, among other factors, can affect up to 50% of the market value of a property. Hence the need to define very wide ranges for the definition of values of potential building areas, particularly sensitive to the positive or negative effects induced by the presence of externalities and market trends;
- *Scarcity*. Land is a non-renewable resource, as its availability is limited. The scarcity of building land in urban areas is obviously very high and is an essential factor in the formation of the transformation value of areas susceptible to construction. In this regard, it should be remembered that if the availability of certain goods were unlimited, they would not have economic consistency: they would be substantially lacking in "exchange value", while they could be of very high "use value" or even be indispensable to life, such as air and light. This scarcity factor, which characterizes building areas together with the "durability of the soil", makes real estate investments good long-term investments;
- *Illiquidity*. Poor liquidity of real estate assets means that it often takes a long time to sell them at a reasonable market price. This is due to the high unit value of soils, especially building soils, which does not give real estate investments a fungibility characteristic because they are long-term investments (Roscelli, 2014; pp. 54-55).

For a real estate developer, the process of valorization and development is completely implemented in cases where an asset that cannot yet be built on (or only partially built on) is acquired, and one concentrates – in terms of activities – not so much on those that are predominantly building, but on those that are managerial-administrative, prefiguring credible scenarios of transformation sufficiently in advance of the concrete formalization in the planning tools.

It is intuitive that the more certain are the quantities and conditions of the building, the lower is the risk linked to the valorization and, consequently, the lower will be the profit expected by the promoter. A more "speculative" subject will, therefore, be led to turn to those initiatives in which, in a time horizon certainly wider and with greater risk; they expect to achieve a greater profit.

The distinction between building areas and areas susceptible to transformation has been known for some time in the literature: in 1968, for example, Forte (p. 147 et seq.) distinguished "building areas" from "formally building areas". In their work (1994), Grillenzoni and Grittani specify in detail the concept of the market value of land with building potential: A plot of land has building potential when its location (understood both as distance from the town center and as the presence of infrastructure and services) is such that a future building use can be foreseen. The determination of the market value does not entail excessive difficulties if it is possible to operate with information deriving from purchases and sales of goods belonging to the same category as the one to be estimated and having homogeneous characteristics. The purchase and sale prices, in fact, cannot fail to take into account the expectations of economic operators, who, if not in the short term, at least in the medium term, foresee that the land will change its use. The market value will, therefore, derive from a comparative estimate based on recent market prices and referring to homogeneous properties with respect to that to be estimated. Given the particular characteristics of the properties to be estimated,

there is no doubt that particular attention will have to be paid to the choice of the sample: first, because it is a category of property that is not well defined (currently agricultural, but with a well-founded forecast that it may become a building site); and, second, because not all the properties whose building use is assumed can be considered homogeneous. In fact, while for some, the building can be considered a circumstance of imminent realization, for others, the forecast is longer-term.

Similarly, Polelli (1997; p. 749), deals with evaluation procedures with building potential, reaching similar conclusions. Therefore, when a particular transformation is considered, different from the ordinary transformation of an urban property, the value will acquire the nature of an autonomous economic value generally different from the more probable market value (Realfonzo, 1994; p. 142). This is the specific case of large areas with building potential, where the construction process generally develops in successive stages and over a long period of time. On this subject, Famularo quotes Einaudi (1902) several times about his studies on building economics and, in particular, those dedicated to the estimation of building areas.

In the 1960s, Malacarne also specifically distinguished the economic convenience aspect of a transformation process (1962), outlining its most significant characteristics. While Carrer (1979) and Orefice (1983) dwell more specifically on how to calculate values of building (or potentially building) areas.

Carlo Forte had specified (1968, p. 61) that, independently of the existence of official urban planning regulations, the market concretely appreciates the urbanization of the areas surrounding urban centers, even if their current destination is agricultural, providing guidelines for the future expansion of the city.

Forte himself introduces the criterion of 'ordinary susceptibility' to construction, which becomes more appropriate to express the legal status of soils. The famous dispute between "actualists" and "suscceptivists" was resolved by the theory of ordinariness. As Forte himself observes, the theory of ordinariness is increasingly frequent in the areas that are susceptible to being urbanized, for which such susceptibility can be determined precisely through the analysis of ordinary territorial planning (1968, p.60).

This urban planning ordinariness, which would make it possible to formulate forecasts on the future building of soils, has as its implicit reference urban growth: indeed, in the final analysis, urban planning rules would have no other role than to regulate "spontaneous" market trends, making forecasting less risky. These are the conclusions of an evaluation path already identified and well outlined by Famularo in his text on the estimate of buildings, from its first edition in 1947 until the third reprint of the second edition in 1975, in which he deals with the estimate of the most probable market value of a buildable area as a problem on which: "the pseudo rationalizing imagination of several authors has been exercised. In fact, a so-called rational method finds much credit among them, almost as opposed to other methods that are classified with ill-concealed discredit as empirical. This rational method consists of the application of the criterion of transformation value as a means of determining the most probable market value". (Famularo, 1975; p. 132-133)

But, as we know, the two values coincide only if, since there is an effective regime of competition, it is possible to recognize an ordinary way of transformation: a problem which – as we have seen – has yet to be answered.

4. WHAT IS THE APPROPRIATE VALUE FOR A REAL ESTATE DEVELOPMENT COMPANY?

In the valuation of a real estate investment, the Cost Revenue Analysis technique is most often used to carry out preventive economic evaluations. The Cost Revenue Analysis technique is based on the discounted cash flow method (DCFA), which originates from the first experiments at the beginning of the 1900s, and subsequently perfected in about a century of concrete applications (Roscelli, 2014).

The theoretical criterion underlying the method links profitability (IRR, Internal Rate of Return) to the discounting of cash flows [i.e., to a net present value (NPV) of the flows generated by the investment] (Prizzon, 2001). Therefore, the NPV – the first profitability indicator in the analysis – is the discounted sum of all the cash flows according to the formula:

$$VAN_0 = \frac{\sum F_t}{(1+i)^t} \quad (3)$$

where CF is the cash flow (revenues, net of costs) at time (t) and r is the discount rate.

The concept of cash flow is certainly understandable (even to the non-experts), representing a difference between the revenues generated by the development operation and the costs necessary for the transformation. The most complex procedure is the one linked to the so-called "financial law of discounting back" of cash flows, which takes place using an appropriate discount (or discounting back) rate; according to the fundamentals of financial mathematics. The discount rate used in the calculation depends on the duration of the investment and, in a broader concept of an acceptability threshold, also on the risk inherent in the market in which one operates. Profitability is to be considered measurable when the NPV is positive, (i.e., when the discounted revenues exceed the discounted costs). However, this condition is not sufficient to prove the goodness of the investment. Therefore, a further indicator, the IRR, should be used, which measures profitability in relation to the level of capital invested (i.e., it represents the interest rate determined by the capital invested in the real estate transformation operation). The variables to be taken into account in the analysis are many: the duration of the investment; interest rates; the cost of

the land; the cost of the building activities and the related contributions to be paid for the permits; technical, marketing, and general costs of the intervention company; the selling prices of the built assets; and financial charges and taxes.

In addition to determining the profitability of an investment by a private operator, the Cost Revenue Analysis can be used to estimate the market value of an asset, simulating its transformation. In this case, the cost of the land is no longer an input figure but becomes the result of the analysis and is obtained by requiring that the profitability of the operation (IRR) is equal to the minimum profitability acceptable to a private operator (threshold of acceptability). This "limit value" is generally determined by the sum of three distinct components: a share corresponding to the profitability of an investment at zero risk (profitability in government bonds of equal duration); one necessary to compensate (or neutralize) the expected inflation; one to reward the investment risk (Roscelli, 2014).

It is quite clear that in this field "perfect values" cannot be reached, but are acceptable in a "range" that can also be very wide, precisely according to the time variable and the market trend, as in any venture capital investment, especially in the purchase of areas that can be potentially built in a more or less long future.

In addition to determining the profitability of an investment by a private operator, the Cost Revenue Analysis can be used to assess an asset's market value by simulating its transformation. In this case, the cost of the land is no longer an input but becomes the result of the analysis and is obtained by requiring that the profitability of the operation (IRR) is equal to the lowest acceptable profitability of a private operator (acceptability). This limit value is generally determined by the sum of three distinct components: a share corresponding to the profitability of an investment at zero risks (profitability in government bonds of equal duration); one necessary to compensate (or neutralize) the expected inflation; and one to reward the investment risk (Roscelli, 2014).

If, as we have seen, the interpretation of standardized procedures is not always shared/sharable for assets involved in transformation, certainly in the case of areas that can be built on or – even more so – that are potentially building sites, the foundations on which fair value, HBU, and hope value are based can certainly be misleading for an appraiser who forgets the concept of extra-ordinary. So, the perspective with which international standards are built is to determine (cautiously) the market value of assets given as collateral for taking out a loan or mortgage. In this way, it is clear that the valuation procedure will tend to underestimate the value of the asset: the restrictive interpretation of "legally permitted" can lead to considering the asset as agricultural land about to become buildable, completely forgetting the portion of value defined by the hope value.

In Italy, this assumption is also at odds with recent jurisprudential decisions, according to which a piece of land is to be considered as being buildable – for tax purposes – even if the technical-administrative process of variation to the urban planning instruments in force has not yet been formally concluded.

The Court of Cassation's judgment of 23 June 2017, no. 15691, concerning an Italian Property Taxation assessment on a plot of land considered to be suitable for building purposes, held, for example, that a land subject to tax did not deserve to be classified as a building area only because it was included in the PRG adopted by the Municipality, since the building potential for private purposes was non-existent since the area was intended to be used as parking lots. The economic attractiveness of the land and its commercial valuation are in fact canceled out by the property's restrictions and make it difficult to place on it a market value that is not equal to the agricultural value; if the land is included in the municipality master plan as a building area and this is sufficient for the purposes considered here, the failure to adopt detailed town-planning tools remains irrelevant, thus going beyond the case examined by the notion of 'de facto constructability'. Further clarifications contained in the judgment refer to other interpretations, all of which are in line with the theoretical profile described:

- the building potential of an area, for tax purposes, to be determined on the basis of the market value and not the cadastral value, must be inferred from the qualification attributed to the area in the general master plan adopted by the Municipality, independently of its approval by the Region and the adoption of implementing urban planning instruments, without prejudice, however, to the need to assess the greater or lesser topicality of the building potential of the property, as well as the possible incidence of further urbanization costs due to the concrete conditions existing at the time of taxation (Court of Cassation no. 12377/2016);
- in order to establish the nature of the land, it is necessary to refer to the criterion of "simple building potential", understood as the concrete attractiveness of the land, since the adopted master plan constitutes an element already assessable for tax purposes, but without prejudice to the possibility of taking into account, in determining the tax base, the greater or lesser topicality of the building potential and the possible incidence of further urbanization costs, as these elements, in any case, affect the value of the property in common trade (Cassation S.U. no. 25506/2006).

5. FINAL CONSIDERATIONS

5.1. The time dimension in estimating the market value of building areas

Since it is clear that the theoretical basis of appraisal is a matter for economic science and that the technical basis for the knowledge of assets to be appraised is acquired through the study of the various physical, chemical, and

biological disciplines, it results that the appraisal, using the data of the technique, coordinates, with its own method, the individual facts and phenomena to allow the appraiser to reach a correct appraisal judgment (Medici, 1954).

These considerations are still fully valid today, in particular for project and plan evaluations, referring to other disciplines (building and urban planning, territorial planning, economics, and the real estate market), with all the resulting consequences. In this circumstance, valuations do not often take place under the assumption that the conditions are permanent, since the spatial and temporal dimensions of the estimate are changing and very variable (according to market expectations and the consistency of supply and demand), in an economic context that is essentially oligopolistic and, often, monopolistic on the supply side.

Regarding the areas that can be built (or potentially buildable), it seems that the classical market theories are inadequate to explain the dynamics of prices, because they are not able to fully and rationally clarify – by themselves – their formation, so that it is difficult to ascertain their trends for short periods, if not within wide intervals (ranges), particularly exposed to the trend of the economic scenario (Roscelli, 1991). So it is also – above all – for the cost and benefit analyses on which it can be observed with Graziani (1987) that, if we open the Pandora's Box of valuations and next to direct benefits and costs we introduce indirect and secondary ones, instead of market prices we use shadow prices, instead of the bank discount rate we introduce a social discount rate derived with theoretical procedures, also giving the Public Administration the possibility to operate the key parameters of any public expenditure in order to favor or sabotage investment projects according to its own preferences.

It is clear that, according to this interpretation, the Cost-Benefits would end up granting excessive margins of discretion to the public operator, and would end up undermining those assumptions of objectivity for which its use has been extended. Perplexities of this nature seem well-founded and, in any case, pose the problem of a correct definition of parameters and indicators, even when moving within an economic-quantitative logic. The Cost Benefit Analysis, or similar procedures, can achieve positive and acceptable results provided that the analysis is applied based on a unitary and predefined code fixed and valid for all branches of the public administration. For at least three factors (discount rate, price system, and time perspective), it would be necessary to assume unambiguous estimation methodologies for similar types of interventions when one does not want to favor particular situations. And in fact, using different valuation techniques, some design solutions could be favored over others on the basis of criteria that are too subjective and not comparable with each other (Roscelli, 1991).

Also, in the ACR used to estimate the future value of a building area, the definition of the three parameters mentioned above (price system, discount rate, time) is particularly sensitive if we want to guarantee an adequate level of objectivity, or at least reduce as much as possible the discretion.

While there are no major problems with the price system and the discount rate (as is the case in the CBA), since the reference is prices and market indicators, it is more complex to define an appropriate time framework because the timing of the implementation process cannot be quantified precisely and unequivocally. On the other hand, it can be seen directly how a dilation or narrowing of the time frame can have a significant impact on the result of the estimate and on the economic effects of a risk that increases with a longer time horizon.

It is precisely for this reason – as most of the prudent experts believe or have believed – that it is necessary to place the results obtained in the estimate within a wide range (± 50%), thus confirming the quantification of Orefice (1995), according to the level of economic convenience underlying and expected in the transformation process, in a regime of "non-ordinary", which of course must be described precisely and accompanied by objective data taken directly from the market (prices, costs, and rates).

5.2 The effect of the economic context on the development choices of property developers

The economic crisis that has affected Italian markets over the last 10 years has had serious repercussions, particularly in construction. The National Association of Building Constructors (ANCE) has estimated that between 2008 and 2015, investments in new construction plummeted by over 70 billion Euros (residential by over 60%, non-residential by 35%, and public works by around 50%). Also, in terms of employment, in the same period, more than 100,000 small and medium enterprises left the construction sector. After sustained and rapid price increases between 2004 and 2007, 2008 saw a drastic reduction in the number of real estate transactions and, consequently, but in a less abrupt way, also in the related values. To date, the most authoritative sources (including Cresme and Nomisma) have not yet agreed in indicating an effective and stable market recovery: the number of purchases and sales has increased compared to the past (and is still expected to grow), but in terms of value a real increase has not yet occurred, except in some capitals and for some sectors.

In recent years, monitored by the Italian real estate observatory (OMI, Figure 2), for the residential and non-residential sectors, the following price trends have been observed, which are substantially consistent and decreasing; although no systematic data processing is available for the specific sector of building areas, these trends can certainly be assumed to be significant for the overall market trend.

In this essentially recessive and partly swinging economic scenario, the rational behavior of the supply side (not subject to particular pressures linked to liquidity needs) envisages not selling the assets in its possession, expecting

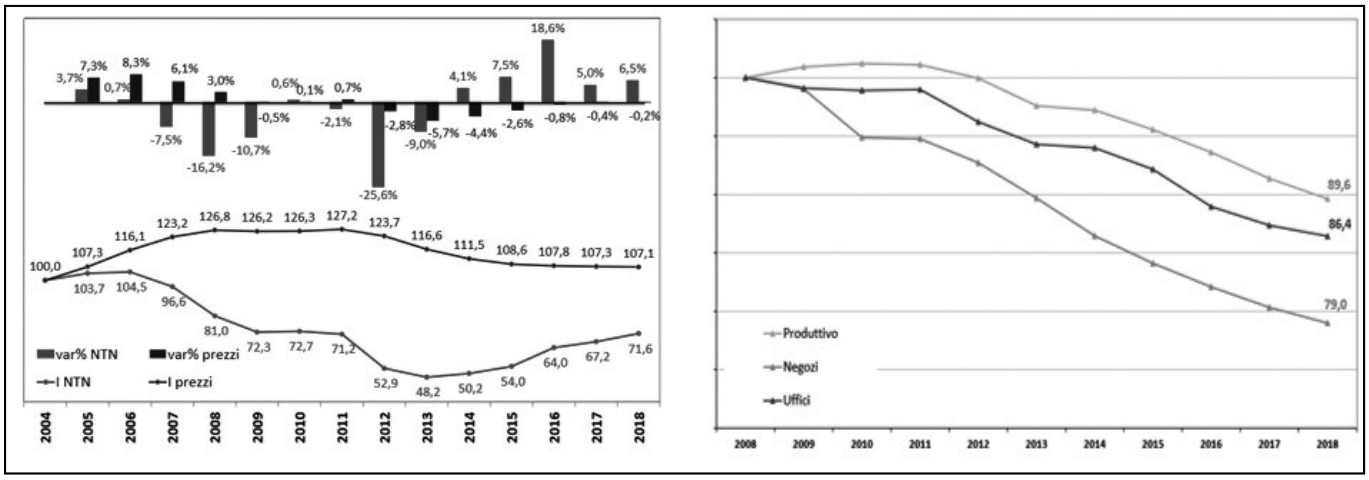


Figure 2 - *OMI price indexes for the residential (left) and non-residential (right) sectors.*
Source: Agenzia delle Entrate, maggio 2019, "Rapporto immobiliare 2019. Il settore residenziale" (pg. 6); Agenzia delle Entrate, "Rapporto immobiliare 2019. Immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva" (pg. 11).

a more dynamic market and higher values, closer to those before the crisis. This attitude, therefore, characterizes private owners but even more so companies, so it is not appropriate to sell at an unfavorable time, being able to wait for more economically advantageous future developments, when they are able to bear the weight of lost profits while waiting.

In practice, this is what has happened in Italy since 2008, with the beginning of the economic-financial crisis, which originated in the USA from the speculative bubble of the so-called "subprime", whose effects have rapidly spread throughout Europe: a crisis destined to last for a decade, with effects still visible today. In particular, individual homeowners – if not forced by subjective economic situations – have preferred not to sell at falling prices, even at the cost of bearing the direct and indirect costs of the property (maintenance costs, taxes, and utilities).

All the more reason why, the landowners, not having to bear in practice the costs of maintaining the property, have preferred to conserve their assets rather than dispose of them at lower prices, with the intention of recovering their full value (or even increasing it) in subsequent years. This is what actually happened to a number of parties operating in the real estate promotion sector who, not having incurred debts for the acquisition of the areas, were able to "hold the position", postponing the transformation to a more favorable moment, without incurring finance charges.

In this direction, it is not surprising that the valuations of the building areas, even if carried out in periods of crisis, maintain relatively high values, by virtue of the potential future transformation.

5.3 The need to indicate a range of values and not a single value

If an asset is characterized by an almost certain market value (although there is still the possibility that it might deviate in a positive or negative range of around 5%, a variation considered ordinary in the literature and in current valuation practice), this cannot apply in such narrow terms to building areas and, in general, to all those assets susceptible to future transformation. It is, therefore, necessary that the estimate does not focus so much on the research/determination of a mathematically precise value, but on a possible range, in this case wide, within which the value can be placed due to time, development, and market conditions.

The search for the most probable market value of building areas (or susceptible to building), since it cannot be based on exact and stable physical measurements, is, therefore, to be understood essentially as a forecast that takes place in an uncertain market and almost always vitiated by monopolistic and/or oligopolistic trends, in which the price is made by one or a few owners. On the other hand, this is always the case in the context of economic-monetary forecasts, even when scholars can make use of sophisticated multi-variable econometric models, for example, in estimates of GDP and the various factors of production, at the level of individual sectors.

Thus, it happens that, when the deviations concern even a single percentage fraction on a unit, the forecast can vary by more than 100%. If one does not want to "try to guess the extraction of a kind of lottery number", it is, therefore, necessary, in such a variable evaluation field, to more prudently determine an interval within which to place the "most probable value" object of estimation: an "estimate" and not a "certain value", a "historical data", a "price". While agreeing that sometimes the ± 10% fluctuation can still be considered ordinary, it should be noted that deviations of 15-18% cannot in fact be considered adequate for valuations with specific estimation purposes. On the other hand, the case of valuations of economic convenience is different, where due to the effect of the time factor, risk,

and price dynamics, such fluctuations can be included in a wider range of variable values up to ~50%. In this way, the results should be interpreted not so much as historical prices, which are the result of the meeting of supply and demand, but of prospective values and, as such, also calibrated due to their location, their scarcity, the general trend of the market and many other parameters of a more subjective nature. It must be underlined, however, that the type of goods exchanged on the real estate market (houses, offices, land and, building areas), compared to movable goods, contributes to the fact that in this specific market the conditions of price formation in a market of perfect competition are rarely met, because it is influenced by the location of the goods, by the moment in which the exchange takes place, by the inhomogeneity of the goods present on the market, and by their uniqueness, among other factors. Moreover, the ownership and transfers of real estate are regulated and taxed, while their production is subject to constraints by urban planning instruments and building regulations. The purchase and sale of real estate take place, then, in the presence of information asymmetries (i.e., in a context in which buyers and sellers do not have the same information on the intrinsic and extrinsic characteristics of the goods to be exchanged, including the selling price). From this point of view, real estate markets can be brought closer, rather than to the free competitive system, to the monopolistic competitive system, in which not only the quantity of similar goods is scarce and held by a few bidders, but also the information is rarefied or held by a few operators who control the monopoly. In other words, it could be said that in this situation, it is the owner of the building areas susceptible to a transformation which forms their price (Roscelli, 2014).

As can be intuited, therefore, the risk of real estate investment connected with a potentially buildable area grows as the time horizon expands, which is a process of territorial transformation that is generally uncertain and "extraordinarily" very long.

On the other hand, it is historically documented that the implementation of the transformation of a land into a building area requires no less than 5-6 years to be formally viable (in the simplest and most straightforward cases) and might take even more than 20 years, as often happens for example for large abandoned industrial areas or those that will be included in the new land-use plans, which in turn take on average 10 years to come into force. Only partly shorter times are required for the definition and approval of specific implementation plans or urban variants to an existing master plan.

A higher risk is associated with an expectation of higher prices which, however, does not require particular additional costs (maintaining land that can be built on does not involve specific investments) and this is why a prudent real estate developer can endure even very substantial expectations, since the transformation value accrued – or if the hope value is depleted – can also correspond to hundreds of times the average agricultural value at which that same asset was paid at the time of acquisition: from a few euros to hundreds of euros per square meter (Rosato, 2014).

* **Manuela Rebaudengo**, *Interuniversity Department of Regional and Urban Studies and Planning (DIST), Politecnico di Torino, Italia*
e-mail: *manuela.rebaudengo@polito.it*

** **Riccardo Roscelli**, *Politecnico di Torino, Italia*
e-mail: *riccardo.roscelli@polito.it*

Bibliography

Agenzia delle Entrate, *Rapporto immobiliare 2019. Il settore residenziale*, 2019.

Agenzia delle Entrate, *Rapporto immobiliare 2019. Immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva*, 2019.

Boldon Zanetti G., *Trattato teorico-pratico di estimo*, Hoepli, Milano, 1889.

Borghi A., *Finanza immobiliare. Il mercato, la valutazione, gli strumenti e le tecniche di finanziamento*, Egea, Milano, 2009. ISBN: 9788823831216

Bravi M. (a cura di), *Valutare opzioni di sviluppo immobiliare. Introdurre flessibilità per governare l'incertezza*, Aracne editrice, Roma, 2013. ISBN 885486126X

Brueggerman W. B., Fisher J. D., *Real Estate finance and investments*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2008. ISBN: 9780071259194

Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2006. ISBN: 8838615195

Carrer P., *Il più probabile valore di trasformazione di un'area fabbricabile*, Genio Rurale, n. 2, 1079.

D'alpaos C., Marella G., *Urban planning and option values*, Applied Mathematical Sciences, Vol. 8, n. 157-160, 2014, pp. 7845-7864.

D'amato M., Amoruso P., *The Valuation of Hope Value in a Vacant Land Using Real Option Theory*, Conference proceeding, 23rd European Real Estate Society Meeting, Regensburg, 2016.

D'arcy E., Tsolacos S., French N., Gabrielli L., *Discounted cash flow: accounting for uncertainty*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 23, n. 1, 2005, pp. 75-89. https://doi.org/10.1108/14635780510575102

Dezza P., *Assoimmobiliare: il mattone rende il 2,11%*, il Sole24Ore, 20/02/2019.

Einaudi L., *Studi sugli effetti delle imposte*, Torino, 1902.

Famularo N., *La stima dei fabbricati*, Calderini, Bologna, 1975.

Fettarappa G., *Nozioni di economia politica*, Camilla e Bertolero Editori, Torino, 1887.

Fettarappa G., *Principi di economia applicati alle stime*, Camilla e Bertolero Editori, Torino, 1890.

Forte C., *Elementi di estimo urbano*, Etas Kompass, Milano, 1986.

Fregonara E., Bravi M., *Promozione e sviluppo immobiliare. Analisi dei processi e tecniche di valutazione*, Celid, Torino, 2004. ISBN: 8876616136

Gabrielli L., Lami I. M., Lombardi P., *Il valore di mercato. Note di lavoro per la stima di un immobile urbano*, Celid, Torino, 2011. ISBN: 8876618988

Genesove D., Mayer C. J., *Equity and time to sale in the real estate market*, National Bureau of Economic Research, 1994.

Graziani A., *Lezioni di analisi costi benefici*, Formez, Napoli, 1987.

Grillenzoni M., Grittani G., *Estimo. Teoria, procedure di valutazione e casi applicativi*, Calderini, Bologna, 1994. ISBN: 8870197670

Grzesik C., róbek S., *Shifting Positions on Hope Value*, Real Estate Management and Valuation, Vol. 25, n. 3, 2017, pp. 23-29.

Hoesli M., Morri G., *L'investimento immobiliare. Mercato, valutazioni, rischio e portafoglio*, Hoepli, Milano, 2010. ISBN: 9788820343873

Ingaramo L., Roscelli R., *La rendita catastale dei sistemi di produzione di energia elettrica: il valore medio costante*, in Patrignani C., Bonardi G. (a cura di), Energie alternative e rinnovabili, IPSOA INDICITALIA, 2010. ISBN: 9788821733161

IVSC - International Valuation Standards Council, International Valuation Standards, London, 2017. ISBN: 9780993151309

Jou J. B., Lee T., *Do tighter restrictions on density retard development?*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 34, n. 2, 2007, pp. 225-232.

Malacarne F., *I due aspetti estimativi del valore di trasformazione*, Genio Rurale, n. 12, 1962.

Manganelli B., *Real Estate Investing. Market Analysis, Valuation Techniques and Risk Management*, Cham, Springer, 2015. ISBN: 9783319063966

Massa N., *Economia e diritto, fondamenti dell'estimo: prolusione al corso di estimo*, Università degli Studi, Genova, 1955.

Medici G., *Perizie e Pareri*, Edizioni Agricole, Bologna, 1954.

Micelli E., Mangialardo A., *From sources of financial value to commons: emerging policies for enhancing public real-estate assets in Italy*, Papers in Regional Science, Vol. 97, n. 4, 2017, pp. 1397-1408. DOI: https://doi.org/10.1111/pirs.12310

Morano P., Tajani F., *Urban renewal and Real Option Analysis. A case study*, in B. Murgante et al. ICCSA 2014, Part III. Lecture Notes in Computer Science, Vol. 8581, pp. 148-160, Springer International Publishing Switzerland, ISSN: 0302-9743, Guimaraes, Portugal, June 30 - July 3, 2014. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-319-09150-1_12

Orefice M., *La stima delle aree edificabili attraverso il valore di trasformazione*, Rassegna ANIAI, n. 2, 1983.

Orefice M., *Estimo*, UTET, Torino, 1995. ISBN: 9788877503152

Perucca E. (a cura di), *Dizionario di ingegneria*, UTET, Torino, 1951.

Polelli M., *Trattato di estimo*, Maggioli Editore, Milano, 1997. ISBN: 8838707456

Prizzon F., *Gli investimenti immobiliari. Analisi di mercato e valutazione economico-finanziaria degli interventi*, Celid, Torino, 2001. ISBN: 8876614885

Realfonzo A., *Teoria e metodo dell'Estimo urbano*, Carocci, Roma, 1994. ISBN: 9788843002375

Renigier-Biłozor M., D'amato M., *The valuation of hope value for real estate development*, Real Estate Management and Valuation, Vol. 25, n. 2, 2017, pp. 91-101.

Romano P., Sgobbi F., Zanfrini F., *La valutazione degli investimenti. Teoria ed esercizi*, Esculapio, Bologna, 2005. ISBN: 9788874881918

Rosato P., *Il valore dei suoli edificabili in Italia*, Territorio Italia, Vol. 2, 2014, pp. 13-22. DOI: 10.14609/Ti_2_14_1i

Roscelli R., *La valutazione dei progetti e dei piani*, Genio Rurale, n. 1, 1991.

Roscelli R. (a cura di), *Manuale di estimo. Valutazioni economiche ed esercizio della professione*, Utet Università, Torino, 2014. ISBN: 9788860084293

Royal Institution of Chartered Surveyors, RICS Valuation – Global. Standards 2017, London, 2017. ISBN: ISBN 9781783211968

Simonotti M., *La stima immobiliare: con principi di economia e applicazioni estimative*, UTET libreria, 1997.

TEGoVA - The European Group of Valuers' Associations, European Valuation Standards, Belgium, 2016. ISBN: ISBN 9789081906012

The Appraisal Institute Of Canada, CUSPAP 2014 - Canadian Uniform Standards of Professional Appraisal Practice, Ottawa, 2014.

Tommasina C., *Corso di economia ed estimo rurale*, Tip. Lit. Fratelli Brandoni, Torino, 1905.

Tommasina C., *Corso di estimo (civile, industriale, rurale)*, STEN - Società Tipografico-Editrice Nazionale, Torino, 1912.

Yang Z., Wu S., *Land acquisition outcome, developer risk attitude and land development timing*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 59, n. 2, 2019, pp. 233-271.

Il valore di mercato delle aree potenzialmente edificabili: un Giano bifronte?

Manuela Rebaudengo, Riccardo Roscelli***

parole chiave: valore di trasformazione, valore futuro, sviluppo immobiliare, durata temporale, aree potenzialmente edificabili

Abstract

Come è noto in tutta la pratica estimativa, il valore di trasformazione -uno dei diversi aspetti del valore di un bene, che dovrebbero convergere nel più probabile valore di mercato – presenta per così dire due facce: una di "carattere estimativo" in senso stretto; l'altra che si caratterizza in termini di "convenienza economica" alla trasformazione. Oltre alle trattazioni più di natura teorica -che si concentrano da un lato sulle criticità derivanti dalla definizione di un valore di mercato "futuro" del bene e, dall'altro, sui costi connessi all'attuazione dell'intervento – il valore di trasformazione è largamente utilizzato nei processi di sviluppo immobiliare. In questo caso, però, occorre riferirsi – per le aree potenzialmente edificabili – alla stima del più probabile valore atteso dall'investimento immobiliare, con l'ipotesi della massima valorizzazione possibile e in un orizzonte temporale di medio – lungo periodo. Nella stima della convenienza economica alla trasformazione entrano in gioco molte variabili, con componenti di notevole aleatorietà e di rischio, che possono influire in modo rilevante sul risultato di valutazioni di questo tipo, per loro natura a carattere previsivo; tra queste assumono particolare rilievo appunto la variabile tempo, l'andamento generale dell'economia e del rapporto domanda-offerta nello specifico mercato immobiliare al quale si riferiscono i terreni edificabili e, ancor più, quelli potenzialmente edificabili ovvero con destinazioni d'uso e cubature ancora non precisamente definite.

In questo quadro di carattere generale, affrontato dalla comunità scientifica degli estimatori già a partire dal 1800, l'obiettivo del paper è quello di precisare a quale metodologia e a quali valori debba riferirsi un promotore immobiliare, che per sua natura opera in un contesto altamente rischioso, poco prevedibile e soggetto alle alterne vicende dei mercati economici. Esiste un solo valore "di trasformazione" oppure è più corretto parlare di un "range di valori" associato ad un orizzonte temporale di riferimento? Quali strategie può attuare un promotore in momenti "sfavorevoli" di mercato per "preservare" il valore/prezzo che di fatto non si è ancora concretizzato? Successivamente ad una analisi critica della letteratura più significativa esistente sul tema e, in particolare, dei risvolti teorici connessi alla definizione del valore di trasformazione per aree suscettive di edificabilità, si sostiene la tesi che non esista un univoco "più probabile valore di mercato", ma un ampio spettro di valori da determinare attraverso una serie di criteri e parametri quantificabili.

1. INTRODUZIONE

Da sempre l'estimo si occupa di *"[…] attribuire probabili valori a beni scarsi, disponibili sul mercato, appropriabili ad un certo prezzo e per ciò stesso considerati di natura economica. […] Se la disponibilità di alcuni beni fosse illimitata,*

questi non avrebbero consistenza economica: risulterebbero stanzialmente privi di un valore di scambio mentre potrebbero risultare ad altissimo valore d'uso. […]" (Roscelli, 2014).

Un bene immobile e, in particolare, un'area edificabile (oppure, ancor più, suscettibile di trasformazione) si contraddistingue per un carattere di unicità (non esiste un bene immobiliare uguale ad un altro) e questa eterogeneità rende necessaria l'individuazione di una serie di caratteristiche per identificarlo, il cui valore è sovente difficile da determinare, anche a causa della natura soggettiva della misura di alcuni di questi attributi, che hanno spesso un carattere qualitativo. In tale circostanza, nella stima della convenienza economica alla trasformazione, entrano in gioco altre variabili, con componenti di aleatorietà e di rischio, che possono influire notevolmente sul risultato di valutazioni di questo tipo, per loro natura a carattere previsivo. Tra queste assumono particolare rilievo appunto la "variabile tempo", l'andamento generale dell'economia e del rapporto domanda-offerta nello specifico mercato immobiliare al quale si riferiscono i terreni edificabili o potenzialmente edificabili, ovvero con destinazioni e cubature ancora non precisamente definite. L'analisi del mercato immobiliare è inoltre particolarmente complessa perché, da un lato, riguarda beni con valori d'uso diversi e, dall'altro, in quanto lo stesso mercato immobiliare non può essere concepito come unitario, essendo condizionato da limitazioni spaziali e temporali nelle innumerevoli situazioni concrete in cui si sviluppa (Simonotti, 1997). Per le aree potenzialmente edificabili, la criticità maggiore è quella di dover determinare, nella quasi totalità dei casi, il valore di mercato in funzione di una possibile valorizzazione e redditività futura.

Come può un promotore immobiliare, che generalmente opera appunto in un contesto rischioso, imprevedibile e soggetto alle alterne congiunture dell'economia definire un "probabile valore di mercato" se di fronte a sé ha l'incertezza legata ai valori di mercato futuri, alla buona riuscita della trasformazione e, soprattutto, opera in un orizzonte temporale di lunga durata? Con queste premesse, è corretto giungere ad un unico valore "di trasformazione" oppure è preferibile riferirsi ad un "range di valori" associato ad un orizzonte temporale di riferimento? Come si può caratterizzare questo intervallo (più o meno ampio) in funzione delle condizioni (economiche, urbanistiche, di mercato, …) che rendono necessaria la stima?

2. IL VALORE DI TRASFORMAZIONE: A LITERATURE REVIEW

2.1 Alle origini dell'estimo classico

"L'estimo rappresenta una delle attività umane più antiche. Prima ancora che come parte della scienza economica, si afferma come pratica tecnica che si propone di misurare alcuni aspetti legati alla scarsità dei beni e di servizi appropriabili e, per questa ragione portatori di valori […]" (Roscelli, 2014). È una materia complessa di natura tecnico-economico-giuridica (Perucca, 1951) che insegna a *"stimare, valutare e apprezzare i beni suscettibili di stima, valore e apprezzamento […]"* (Massa, 1955), i cui principii e metodi derivano dal coordinamento della vecchia Scuola empirica con la nuova Scuola Italiana degli Economisti.

Sebbene l'estimo derivi originariamente dal ramo agrario, rurale e civile (Massa, 1955) già alcuni trattati di Fettarappa (1887), Boldon Zanetti (1889) e Tommasina (1905) – per riferirci al "Gabinetto di Estimo" del Politecnico di Torino, a cavallo tra ottocento e novecento – approfondiscono il tema della valutazione *de' beni stabili*, poi estesa -qualche anno dopo – anche alle *aree fabbricabili* (Boldon Zanetti, 1889; Fettarappa, 1890; Tommasina, 1912).

Nel secolo successivo, poi, numerose sono le opere monografiche che hanno indagato i fondamenti teorici e applicativi del *valore di trasformazione*, sia nella sua accezione di aspetto estimativo del bene, sia di metodologia di stima: solo per citarne alcuni Serpieri, Medici, Famularo (prima), Grillenzoni, Grittani, Michieli, Orefice e Realfonzo (poi). È quindi ormai acquisito come questo aspetto del valore possa rappresentare il più probabile valore di mercato di un bene suscettibile di trasformazione futura e come tale consenta di determinare, al verificarsi di specifiche condizioni, il vantaggio di un intervento (anche di modesta entità) di sviluppo immobiliare.

La nota formula

$$VT = VMBT - KT \qquad (1)$$

permette, infatti, di calcolare in modo estremante semplice il valore attuale del bene (VT, ovvero valore di trasformazione), sottraendo ai ricavi futuri (VMBT, valore di mercato del bene trasformato) tutti i costi connessi alla trasformazione (KT, costi di realizzazione dell'intervento).

Nel corso degli anni, la formula è stata perfezionata (2), sia per tenere conto della molteplicità delle voci di costo a cui un promotore immobiliare deve fare fronte, sia per considerare l'orizzonte temporale, aspetto estremamente significativo e non trascurabile nel processo di stima.

$$VT = \frac{VMBT - KT - EP1}{(1+i)^n} \qquad (2)$$

dove è stato introdotto il concetto di extraprofitto del promotore (EP), da intendersi come guadagno legato ad una operazione di promozione e sviluppo immobiliare, in cui le somme di denaro sono scontate ad un dato saggio di attualizzazione (i) per effetto del tempo (n).

Con questa nuova formalizzazione è evidente il richiamo alle metodologie comunemente usate per la valutazione degli investimenti privati, in particolare la *Discounted Cash Flow Analysis (DCFA)*, anche detta analisi costi ricavi (Prizzon, 2001; Fregonara e Bravi, 2004; Romano et al., 2005; Borghi, 2009; Hoesli e Morri, 2010). In tal senso, quindi, la letteratura scientifica degli anni 2000 approfondisce l'utilizzo

del valore di trasformazione, non tanto come aspetto del valore di un bene, quanto appunto come principio alla base della convenienza economica.

In questa direzione occorre osservare che anche Realfonzo (1994) precisa che "*quando si consideri una trasformazione particolare, diversa, quindi, dalla trasformazione ordinaria di un immobile urbano, il valore di trasformazione […] acquisirà la natura di un valore economico autonomo generalmente diverso dal più probabile valore di mercato, comunemente inteso. L'approccio al valore attribuibile al cespite come valore di trasformazione sarà perseguito come "criterio di stima" e potrà consentire la formulazione del giudizio di* convenienza economica *alla trasformazione ipotizzata."* (1994, pag. 142 e sgg.).

Così, inoltre, Bravi e Fregonara (2004): *"In quanto aspetto di natura economica, il valore di trasformazione viene applicato (anche) ai problemi di scelta tra alternative di destinazione e di intervento. Si tratta dunque di mettere a confronto progetti di investimento che non necessariamente ricadono nelle condizioni di ordinarietà. Questa è una procedura adoperata in particolare per le aree fabbricabili (vacant land) ma che si adatta allo scopo della stima ogni qual volta, nella formalizzazione del prezzo di un bene immobile, viene conteggiata la sua suscettività ad essere trasformato."*

È proprio in quest'ottica che il valore di trasformazione assume la seconda "faccia" della convenienza economica, in cui prevale un contesto di extra-ordinarietà e una logica di massimo profitto del soggetto che opera la trasformazione, come peraltro anticipato dalla letteratura anglosassone del "*Real Estate"* con l'introduzione del concetto di Highest and Best Use (HBU, letteralmente *massimo e migliore utilizzo*). Proprio nel caso di una trasformazione, infatti, il valore di un bene è coerente con il concetto di massimo e migliore utilizzo: come vedremo in seguito, "*il rapporto tra highest and best use e valore dell'area è uno dei fattori che concorre a indicare se l'uso attuale è effettivamente coerente con l'highest and best use dell'area"* (Borghi, 2009).

2.2 L'introduzione degli Standard Internazionali di Valutazione

Gli Standard Internazionali di stima si sviluppano negli anni '80 per soddisfare esigenze di chiarezza e di garanzia per le esposizioni creditizie da parte delle banche e degli istituti di credito: l'obiettivo primario dei principi internazionali era, in sintesi, quello di accrescere il livello di fiducia degli estimatori attraverso la standardizzazione di procedure di stima trasparenti e ripetitive.

Gli Standard rappresentano dunque un insieme di regole condivise riguardanti le metodologie estimative che deve utilizzare un valutatore qualificato; i più noti sono gli *International Valuation Standards* (IVS); gli *European Valuation Standards* (EVS); gli *Appraisal & Valuation Standards* (Royal Insitution of Chartered Surveyors RICS) e gli Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP).

Gli IVS, a cui si riferisce "The White Book" ed. 2017, sono stati predisposti dall'International Valuation Standards Council; gli EVS (il cosiddetto "The Blue Book", la cui ultima edizione è del 2016) sono redatti da TEGoVA, The European Group of Valuers' Associations, il Gruppo europeo delle associazioni di valutatori. Gli standard RICS ovvero "The Red Book", la cui ultima edizione – come per gli IVS – è del 2017, sono curati invece dalla Royal Institution of Chartered Surveyors; infine gli USPAP, Uniform Standards of Professional Appraisal Practice, la cui ultima edizione è la 2018-2019, sono definiti dall'Appraisal Strandards Board, The Appraisal Foundation, con sede a Washington.

Secondo le più recenti indicazioni di TEGoVA, il valore di mercato di un immobile ne riflette l'intero potenziale nella misura in cui questo sia riconosciuto dal mercato. Esso può quindi tener conto dei possibili usi dell'immobile che derivino da prospettive di valorizzazione, nuovi permessi e autorizzazioni, sviluppi del mercato, ecc.; pertanto, il valore di mercato di un immobile può "incorporare" qualsiasi *hope value* (letteralmente *valore atteso, sperato*) che il mercato può attribuire a tali prospettive e, come tale, deve essere distinto dal valore di mercato limitato dall'ipotesi del HBU – massimo e migliore utilizzo". L'hope value è usato per descrivere l'incremento che il mercato è disposto a pagare nella speranza che sia possibile ottenere un valore d'uso – legato ad una specifica opportunità di sviluppo – superiore a quanto attualmente consentito per effetto degli strumenti urbanistici, dei vincoli infrastrutturali esistenti o da altre limitazioni attualmente in vigore. In alcuni paesi l'espressione "valore futuro" è usata per descrivere il valore ottenibile ora per il potenziale futuro di tali opportunità; se riflette di fatto una valutazione della probabilità che il mercato attribuisca a tale bene il valore più alto, allo stesso tempo, ciò consente di prevedere la possibilità che l'uso ipotizzato non possa essere realizzato. Pur essendo descrittivo di tale aumento, esso non esiste come valore distinto: l'hope value rappresenta le ragionevoli aspettative del mercato per quanto riguarda le opportunità offerte dall'immobile (TEGoVA, 2016).

L'Highest and best use è stato definito in differenti formulazioni, tra cui: "the reasonably probable use of a property, that is physically possible, legally permissible, financially feasible and maximally productive, and that results Highest and best use has been more formally defined in several formulations, including: "the reasonably probable use of a property, that is physically possible, legally permissible, financially feasible and maximally productive, and that results in the "highest value" (Canadian Uniform Standards of Professional Appraisal Practice 2014 – The Appraisal Institute of Canada).

L'aspetto legale è forse il punto più critico per quanto riguarda la definizione del valore, soprattutto nei contesti considerati dal paper, ovvero le trasformazioni immobiliari. Se la definizione più comune prevede che l'uso sia "legalmente consentito", le successive interpretazioni chiariscono che questo vale solo nei casi di autorizzazioni o permessi esistenti e quindi non tiene conto di qualsiasi valore poten-

ziale o futuro che il mercato potrebbe riconoscere per la concreta possibilità di ottenere nuove condizioni urbanistiche e autorizzazioni più favorevoli di quella attuale.

Se, dunque, nella teoria estimativa classica si associa al valore di trasformazione il concetto di ordinarietà (valori, soggetti, comportamenti), l'approccio dell'Highest and Best Use (HBU) risulta decisamente più innovativo – nell'ottica di un promotore immobiliare – considerando "il miglior valore di trasformazione tra quelli prospettati per l'immobile" (Roscelli, 2014), differentemente dagli standard internazionali, che attraverso le definizioni viste poc'anzi, limitano nei fatti la determinazione del vero "valore massimo", a cui teoricamente aspira – in un'ottica di utili elevati – il promotore immobiliare.

Occorre poi citare gli International Accounting Standards (IAS), trasformatisi successivamente negli International Financial Reporting Standards (IFRS), i principi contabili internazionali che, a partire dalla fine degli anni '70 hanno rappresentato il primo tentativo di standardizzazione generale delle regole contabili e – di riflesso – valutative. Gli IAS internazionali e, in particolare lo IAS 16, confermano che per quanto riguarda le aree – in particolare quelle edificabili – il loro valore, una volta individuato, tende a permanere o a crescere in funzione della loro progressiva scarsità, mentre – al contrario – diminuisce con diversa intensità il valore del costruito (la struttura degli edifici in senso stretto) e degli impianti (Ingaramo e Roscelli, 2010; Roscelli, 2014).

In questo contesto prende forma una nuova definizione di valore, il "fair value", comunemente definito come "*il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti*" (IAS 22). Numerose sono le sfaccettature che ha immediatamente assunto il termine: "valore corretto"; "valore coerente o congruo"; "valore non fuorviante"; "valore neutrale o privo di distorsioni"; "valore corrente o di mercato". Nonostante ciò, TEGoVA precisa che Fair Value e valore di mercato non sono sinonimi, soprattutto in quei casi in cui il valore di mercato non è definibile allo stato attuale o quando specifiche caratteristiche di una proprietà si traducono – per le parti coinvolte – in un surplus di valore. Pertanto, gli Standard internazionali consigliano ai valutatori molta attenzione a quei casi in cui il valore di mercato può contenere una porzione di valore futuro, ad esempio quando il mercato si sta preparando a pagare più del prezzo normale, in virtù del fatto che variazioni agli strumenti urbanistici possano consentire, nel futuro, migliori utilizzi del bene.

2.3 Alcuni studi più recenti

Come si è detto, per effetto delle sue numerose implicazioni interdisciplinari, il concetto di *valore di trasformazione* ha avuto diversi risvolti di studio per la comunità scientifica – anche in un periodo più recente – e di concreta applicazione in casi di perequazione/valorizzazione delle aree e in ambiti conflittuali/contenziosi (Roscelli, 2014; Micelli e Mangialardo, 2017).

Per introdurre nelle valutazioni gli effetti – oltre che del rischio – anche dell'incertezza, negli ultimi anni sono state introdotte dal mondo finanziario/azionario alcune metodologie accomunabili alla *Teoria delle Opzioni Reali (TOR)* che vengono utilizzate nel settore edilizio immobiliare per trasformazioni complesse e di lunga durata. Il metodo consente di attribuire un valore all'opportunità, elaborando il concetto di incertezza sia da un punto di vista positivo – possibilità che si sviluppi – e negativo – possibilità che non avvenga la trasformazione, pur essendo questa ammessa e concretizzabile (D'Arcy et al., 2005).

Secondo le fonti più recenti (Bravi, 2013; D'Alpaos e Marella, 2014; Morano e Tajani, 2014; Manganelli, 2015; D'Amato e Amoruso, 2016) si definisce opzione, il diritto (senza alcun obbligo) di conseguire un vantaggio derivante da un'opportunità, in virtù della quale è anche possibile attribuire un premio all'attesa, ovvero al differimento di una decisione. Ciò significa, in pratica, un'attesa di utili rilevanti rispetto alla valorizzazione delle aree, in funzione di un rischio non trascurabile legato alle dinamiche dei prezzi di mercato, delle incertezze connesse all'andamento del settore delle costruzioni e, ancora prima, al perfezionamento delle procedure autorizzative. A partire dalla seconda metà degli anni '80, soprattutto nella realtà statunitense, sono state condotte ricerche che hanno avvicinato la TOR, tipicamente applicata alle operazioni di investimento nei mercati finanziari.

"Lo studio di Titman (1985) può essere considerato fondante in riferimento alla rappresentazione del processo di valorizzazione fondiaria attraverso la TOR. […] L'approccio è differente rispetto alle tecniche standard di calcolo del valore di trasformazione, poiché la destinazione d'uso futura, è una variabile aleatoria ed è proprio questo che incrementa il valore del terreno. Tale ipotesi viene dimostrata dall'Autore, che sottolinea come il valore del terreno edificabile aumenti al crescere del livello di incertezza, facendo invece diminuire la propensione a iniziare la costruzione subito." (Bravi, 2013; pag. 27).

In particolare per i terreni edificabili, poi, è opportuno introdurre il concetto di volatilità dei valori: effettuando una simulazione Monte Carlo sui flussi di cassa e immaginando che al valore atteso dell'immobile finito corrisponda una variazione del 5,4% (che, come si è detto, è un range da ritenersi congruo in ambito puramente estimativo), si ottiene una oscillazione del valore attuale del terreno del 27,73% (Bravi, 2013; pag. 110 e sgg.). La principale causa di volatilità è dunque costituita dall'incertezza connessa all'andamento della domanda e dell'offerta, sebbene anche comportamenti speculativi dei proprietari delle aree edificabili possano originare fluttuazioni dei valori (Brueggerman e Fisher, 2008). *"Se immaginiamo, quindi, che il valore di un immobile segua un random walk (Brealey et al, 2006), cioè un cammino casuale attraverso il tempo e che quindi il valore medesimo segua variazioni casuali nel tempo, il prezzo si muoverà in funzione:*

– *di una componente deterministica costante e positiva, o trend di deriva, o crescita, che dipende solo dal tempo;*

– *di una componente di aleatorietà, la volatilità, che dipende da una variabile casuale distribuita normalmente. […]*

Considerando un investimento su più anni, il modello di tipo random walk prescelto ci dice che la volatilità cresce con la radice quadrata del tempo. […] Nella figura che segue si può constatare come, a invarianza di volatilità (10,13%), il cosiddetto cono di incertezza – su un intervallo di confidenza del 95% – aumenti nel tempo" (Bravi 2013, pag. 126 e sgg.). Si conferma così quanto sostenuto in passato da Orefice e da molti altri studiosi di estimo.

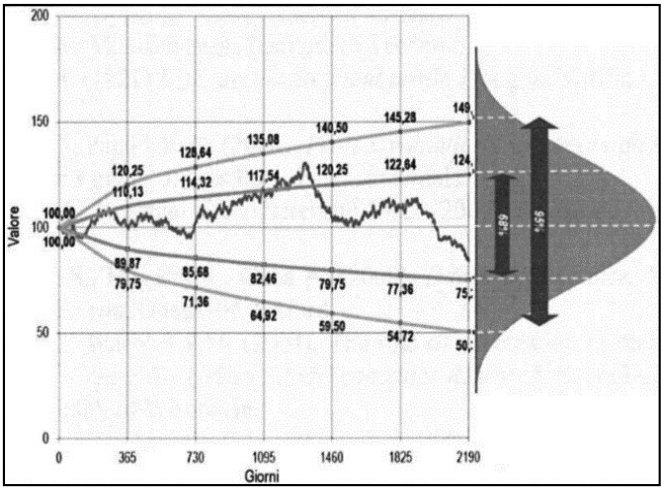


Figura 1 - *Random walk e volatilità dei valori immobiliari*. *Fonte:* Bravi M. (a cura di), Valutare opzioni di sviluppo immobiliare. Introdurre flessibilità per governare l'incertezza, Roma, Aracne editrice, 2013, pag. 127.

Tra le riflessioni più recenti, vanno ricordate quelle legate all'*hope value* e all'incertezza dei valori in contesti di crisi dei mercati. In termini generali, per tutti i beni può esistere un potenziale di sviluppo che, in alcuni casi, è definito "sperabile". In particolare, l'incertezza relativa al cambiamento del quadro giuridico può creare aspettative sulla variazione – non certa – del valore degli immobili in futuro. Il valore sperato è la differenza tra il valore d'uso esistente e il prezzo che il mercato potrebbe pagare per future trasformazioni. Nella maggior parte dei casi di trasformazione, definire il valore a lungo termine di un immobile oggetto di sviluppo è estremamente difficile, soprattutto per quei beni il cui valore è influenzato da cambiamenti incerti del quadro normativo: nella realtà è come se esistessero due parti distinte del valore: una prima, legata al valore di mercato, e una seconda, basata sul valore futuro o valore sperato (Renigier-Biłozor e D'Amato, 2017).

Negli ultimi anni la comunità scientifica internazionale ha molto discusso sul concetto di Hope Value. Secondo alcuni autori (Grzesik e róbek, 2017) ci sono stati anche fraintendimenti tra professionisti e accademici circa il suo vero significato e la sua connessione con un altro approccio valutativo, l'Highest and best use. Purtroppo, il cambiamento di posizione tra gli organismi di normazione riconosciuti a livello internazionale (IVSC1, TEGoVA2 e RICS) ha contribuito a creare una certa confusione. Le parole "legalmente ammissibile" hanno dato origine alla maggior parte dei problemi di interpretazione: in particolare, i valutatori sono diventati incerti circa l'ipotesi da fare sul valore di un uso che, sebbene non legalmente ammissibile per mancanza di zonizzazione, alla data della valutazione, sarebbe probabilmente diventato legalmente ammissibile in futuro e a questo sarebbero stati associati valori ben più elevati di quelli attuali di mercato. La letteratura americana alla base delle valutazioni immobiliari (The Appraisal, 2013) indica che il valore di mercato può essere valutato in base all'HBU che riflette un futuro cambiamento d'uso (ad esempio in conformità con un futuro piano generale locale), nella misura in cui il valutatore è in grado di accertare se e quando tale variante al piano avrà luogo, nonché la richiesta (di destinazione d'uso).

Va notato che il "valore sperato" implica, molto più del "massimo e miglior utilizzo", una maggiore incertezza su quanto tempo un uso rimarrà invariato. È quindi necessario intensificare la ricerca per determinare – da un lato – la probabilità che un uso ipotizzato a fini valutativi diventi realtà e – dall'altro – la sua influenza sul valore determinato (Grzesik e Róbek, 2017). In altri termini, significa che le decisioni prese sulla base di un valore di mercato che rifletta "il valore sperato" possono comportare un livello di rischio decisamente più elevato rispetto a condizioni di mercato ordinarie (Yang e Wu, 2019).

3. I PROCESSI DI SVILUPPO IMMOBILIARE E LA VALORIZZAZIONE DELLE AREE EDIFICABILI

3.1 Le Società di sviluppo immobiliare

Il processo di sviluppo immobiliare è una complessa operazione di trasformazione di un bene (terreno o fabbricato) che coinvolge una pluralità di attori, pubblici e privati, nei rispettivi ruoli. Questa può essere suddivisa in quattro distinti momenti temporali: una fase di *ricerca e sviluppo*, in cui si individua (attraverso verifiche preliminari di fattibilità) la migliore area da sviluppare tra quelle disponibili; una fase di *progettazione*, in cui si definisce compiutamente l'intervento dal punto di vista tecnico ma anche economico-finanziario; una fase di *costruzione e commercializzazione*, in cui, parallelamente allo sviluppo del cantiere, viene promossa la vendita del prodotto edilizio; e, infine, una fase di *esercizio/gestione*, in cui l'immobile è pienamente fruibile per gli scopi per cui è stato realizzato.

I cosiddetti promotori immobiliari giocano un ruolo chiave nell'intero processo: si tratta di soggetti economici (in genere società) che operano – come promotori puri o promotori/costruttori – trasformazioni immobiliari con la finalità esplicita di massimizzare il risultato economico. Realizzano, di mestiere, processi di sviluppo edilizio che considerano a tutti gli effetti validi strumenti per la produzione di utile (extraprofitto del promotore). Questa attività è spesso dichiarata in modo esplicito e inequivocabile nella "ragione

sociale" della/e Società costituita/e per lo sviluppo immobiliare dei loro patrimoni.

In molti casi è ben evidente la finalità della società di sviluppo immobiliare, sia attraverso l'oggetto sociale, sia attraverso la *mission*: in linea generale gli obiettivi riguardano la costruzione, l'acquisto, la vendita e/o la gestione di immobili. Le attività rispondono a due principali funzioni: il trading e lo sviluppo immobiliare; nel primo caso possono essere ulteriormente individuate tre distinte fasi: la prima riguarda l'individuazione delle opportunità di investimento nei diversi settori del mercato immobiliare, la negoziazione con la proprietà finalizzata all'acquisto dei terreni, la predisposizione delle verifiche preliminari relative ai progetti da sviluppare e la definizione della struttura finanziaria dell'operazione; poi, con esito positivo delle sottofasi precedenti, l'acquisizione dei beni e la successiva realizzazione di nuovi immobili.

La seconda fase – più delicata – è volta prevalentemente al processo di valorizzazione dei beni acquisisti, intendendo in particolare la promozione di interventi finalizzati alla pianificazione urbanistica e alla gestione dei rapporti con la Pubblica Amministrazione volti alla massimizzazione della capacità edificatoria; l'ultima riguarda l'alienazione dei beni acquisiti e valorizzati.

Lo sviluppo immobiliare viene generalmente attuato mediante acquisizione di terreni agricoli o con basso grado di edificabilità per procedere alla loro valorizzazione sotto il profilo urbanistico in base a diverse possibili destinazioni d'uso. Questa attività è da considerarsi ciclica e correlata ai tempi e alle modalità di sviluppo delle aree di proprietà. Il grado di successo dei progetti è influenzato in modo determinante da diversi elementi, fra cui i più significativi sono: la posizione del terreno; la disponibilità di servizi di pubblica utilità e infrastrutture nell'area interessata; l'efficienza nella gestione dei costi di costruzione; la capacità di completamento del singolo progetto nei tempi previsti.

In base al tipo di soggetto che promuove l'intervento (sia questo un soggetto privato, come avviene nella maggior parte dei casi, o un soggetto pubblico) variano gli obiettivi della trasformazione: per il pubblico si persegue, prevalentemente (ma non solo), l'*utilità sociale*; per il privato si cerca di ottenere l'*Highest and Best Use (HBU)*, ovvero il massimo sfruttamento economico dell'area. Secondo la logica del massimo profitto, il concetto di Highest and Best Use (*massimo e migliore utilizzo*) considera "**non tanto le condizioni ordinarie della trasformazione** (valori, soggetti, comportamenti), **ma piuttosto la destinazione più conveniente** rispetto al portafoglio di alternative realizzabili nel mercato di riferimento" (Roscelli, 2014; pag. 65).

Con queste premesse, è chiaro che tanto maggiore sarà il profitto legato alla singola iniziativa di una società di sviluppo immobiliare, che presenta finalità operative simili a quelle prima riportate, quanto più sarà ampio il lasso di tempo tra il momento in cui si acquista l'area e quello in cui viene valorizzata e, ancor più, quello in cui verrà trasformata. Infatti, nella trasformazione di aree edificabili vanno intraprese attività complesse, che richiedono tempi lunghi, procedure amministrative e autorizzative che devono essere seguite con professionalità e capacità negoziali del tutto particolari, come avviene in ogni processo di pianificazione urbanistica e territoriale (Genesove e Mayer, 1994; Jou e Lee, 2007).

Per il Global Investments Atlas 2019 di Cushman & Wakefield, gli investimenti immobiliari globali nel 2018 hanno registrato un volume record, pari a 1,75 trilioni di dollari, il 4% superiore al precedente record del 2017. In Italia, nel 2018, i volumi d'investimento sono stati pari a 8,4 Miliardi di Euro, in contrazione rispetto al 2017, ma – dopo 5 anni di forte crescita – comunque sempre oltre la media degli ultimi 10 anni. "*Il mercato immobiliare italiano è cresciuto e, nonostante la volatilità, si conferma solido e dinamico. L'incertezza, infatti, è ormai una variabile con cui i player sono abituati a convivere, in Italia come in altri Paesi. I fondamentali immobiliari dell'Italia rimangono buoni e ciò guida la forte domanda degli investitori. Milano, che ormai attrae ogni anno mediamente tra i 2 e i 4 miliardi di Euro d'investimenti, si conferma il mercato più dinamico per tutti i tipi di investitori: "istituzionali core" che vogliono proteggere il capitale ma anche "opportunistici" e "value add" che guardano ad asset da riposizionare ed alcuni anche a operazioni di sviluppo*.

In questo contesto operano i cosiddetti investitori istituzionali (fondi pensione, le compagnie di assicurazione e i fondi immobiliari) e le società di sviluppo immobiliare quotate in borsa, che rappresentano una categoria molto importante per i mercati immobiliari. È recente (febbraio 2019) il primo indicatore di performance del mercato immobiliare corporate italiano lanciato da Assoimmobiliare e Nomisma. L'indicatore di performance del mercato immobiliare corporate italiano sarà prodotto su base semestrale e costituirà un importante strumento per monitorare l'andamento del settore, al servizio dei futuri investimenti.

L'analisi, che ha portato alla costruzione e successiva elaborazione dell'indicatore, ha riguardato asset immobiliari (di proprietà di SGR – Società di Gestione del Risparmio – e SIIQ – Società di Investimento Immobiliare Quotate –) per un valore di oltre 37 miliardi di euro. Per caratterizzare il fenomeno, la componente preponderante dello stock immobiliare è rappresentata da cespiti direzionali (27,6%) e asset commerciali (18,3%). In termini di valore di mercato, la componente direzionale è pari a circa 18,039 miliardi (poco meno del 50% del totale), quella commerciale a 5,365 miliardi (circa il 15%) e gli immobili residenziali a 3,577 miliardi (circa il 10%). "Considerando l'indice Global del mercato corporate italiano, la redditività del primo semestre del 2018 è stata del 2,11% (1,93% al netto di tasse e spese a carico della proprietà) […]in deciso rallentamento rispetto al 2017, quando su base annua ci si era attestati al 5,60%" (Dezza, 2019).

3.2 I beni oggetto di sviluppo immobiliare

Come si è detto, un bene immobile e -in particolare – un'area edificabile si contraddistingue per un carattere di unicità

(non esiste un bene immobiliare uguale ad un altro) e questa eterogeneità rende necessaria l'individuazione di una serie di caratteristiche per identificarlo, il cui valore è sovente difficile da determinare, anche a causa della natura soggettiva della misura di alcuni di questi attributi, che hanno spesso un carattere qualitativo. Il carattere di unicità è dovuto sostanzialmente a una serie di fattori (Gabrielli et al., 2011), tra i quali si possono ricordare i più rilevanti:

- *Immobilità*. **La caratteristica dell'immobilità implica che i benefici forniti da un bene immobiliare siano anch'essi vincolati ad una specifica localizzazione**. Il bene deve essere utilizzato e sfruttato nella posizione in cui si trova (in altri termini si tratta di merci non trasportabili). La conseguenza più rilevante dell'immobilità dei beni è che l'economia locale (come vedremo) gioca un ruolo fondamentale sulla formazione del valore dei beni immobili;
- *Localizzazione*. L'ubicazione rappresenta certamente uno fra gli elementi più importanti per la determinazione del valore di mercato di un bene immobile. Secondo Orefice (1995) le caratteristiche di localizzazione, che si riferiscono all'ubicazione dell'immobile rispetto al centro urbano, al livello di accessibilità, alla presenza di attrezzature collettive, alla qualità dell'ambiente, ecc., **possono incidere fino al 50% del valore di mercato di un bene immobiliare**. Da qui la necessità di definire intervalli molto ampi per la definizione di valori di aree potenzialmente edificabili, particolarmente sensibili agli effetti positivi o negativi indotti dalla presenza di esternalità e dall'andamento del mercato;
- *Scarsità*. **I terreni costituiscono una risorsa non rinnovabile, essendo la loro disponibilità limitata**. La scarsità di terreni edificabili in ambito urbano è ovviamente molto elevata ed è un fattore essenziale nella formazione del valore di trasformazione di aree suscettibili alla edificazione. A questo proposito va ricordato che se la disponibilità di alcuni beni fosse illimitata, questi non avrebbero consistenza economica: risulterebbero sostanzialmente privi di un "valore di scambio", mentre potrebbero risultare ad altissimo "valore d'uso" o addirittura indispensabili alla vita come l'aria e la luce. Questo fattore di scarsità, che caratterizza le aree edificabili insieme con "l'indistruttibilità del suolo", fa sì che gli investimenti immobiliari si caratterizzino come investimenti a lungo termine;
- *Illiquidità*. La scarsa liquidità di beni immobiliari significa che spesso **occorre molto tempo per poterli vendere ad un congruo prezzo di mercato**. Questo aspetto deriva dall'elevato valore unitario dei suoli, in particolare di quelli edificabili, che non conferisce agli investimenti immobiliari una caratteristica di fungibilità, appunto perché si tratta di investimenti a lungo termine (cfr. Roscelli, 2014; pag. 54-55).

Per un promotore immobiliare il processo di valorizzazione e sviluppo si attua completamente nei casi in cui venga acquisito un bene non ancora edificabile (o solo parzialmente edificabile) e ci si concentri – in termini di attività – non tanto su quelle prevalentemente edilizie, quanto su quelle gestionali-amministrative, prefigurando credibili scenari di trasformazione con sufficiente anticipo rispetto alla formalizzazione concreta negli strumenti di pianificazione.

È intuitivo che, più sono certe le quantità e le condizioni di edificabilità, minore è il rischio legato alla valorizzazione e, conseguentemente, minore sarà il guadagno atteso dal promotore. Un soggetto più "speculativo" sarà quindi portato a rivolgersi verso quelle iniziative in cui, in un orizzonte temporale certamente più ampio e con maggiore rischio, si attende di conseguire un profitto maggiore.

La distinzione tra aree edificabili e aree "suscettibili" di trasformazione è nota da tempo in letteratura: già nel 1968, ad esempio, Forte (pag. 147 e sgg.) distingue le "aree urbanizzabili" da quelle "formalmente edificabili". Nel loro Manuale, Grillenzoni e Grittani precisano in modo dettagliato il concetto di valore di mercato di terreni con suscettività edificatoria: "[…] *Un terreno presenta suscettività edificatoria quando la sua ubicazione (intesa tanto quale distanza dal centro abitato, quanto come presenza di infrastrutture e servizi) è tale che per esso si può prevedere una futura destinazione edificatoria. La determinazione del valore di mercato non comporta eccessive difficoltà se è possibile operare con informazioni derivanti da compravendite di beni appartenenti alla stessa categoria di quello da stimare ed aventi caratteristiche omogenee. I prezzi di compravendita, infatti, non possono non tener conto delle aspettative degli operatori economici, i quali, se non a breve, quanto meno a medio termine prevedono che il terreno modificherà la sua destinazione. Il valore di mercato deriverà quindi da una stima comparativa basata sui prezzi di mercato di data recente e riferentesi ad immobili omogenei rispetto a quello da stimare. Tenuto conto delle particolari caratteristiche degli immobili oggetto di stima, non v'è dubbio che particolare attenzione dovrà essere posta alla scelta del campione: in primo luogo perché si tratta di una categoria di beni non ben definita (attualmente agricola, ma con una fondata previsione che possa trasformarsi in edificatorio) ed in secondo luogo perché non tutti i beni di cui si presume la destinazione edificatoria possono considerarsi omogenei. Infatti, mentre per alcuni l'edificatorietà può essere considerata una circostanza di prossima realizzazione […] per altri, invece la previsione è a più lungo termine. […]* (1994; pag. 488).

Analogamente Polelli (1997; pag. 749), tratta di procedure valutative con potenzialità edificatorie giungendo ad analoghe conclusioni e così molti altri ancora.

"Quando si consideri una trasformazione particolare, diversa, quindi, dalla trasformazione ordinaria di un immobile urbano, il valore di trasformazione […] acquisirà la natura di un valore economico autonomo generalmente diverso dal più probabile valore di mercato" (Realfonzo, 1994; pag.142). È questo il caso specifico delle "aree di grande estensione" con potenzialità edificatorie, nelle quali il processo realizzativo si sviluppa generalmente per fasi successive e in un orizzonte temporale di lunga durata. Sul

tema lo stesso Famularo cita più volte Einaudi (1902) a proposito dei suoi studi sull'economia edilizia e, in particolare, quelli dedicati alla stima delle aree edificabili.

Negli anni '60, anche Malacarne distingueva specificamente l'aspetto della convenienza economica del valore di trasformazione (1962), delineandone le caratteristiche più significative. Mentre Carrer (1979) e Orefice (1983) si soffermano più in particolare sulle modalità di calcolo delle aree edificabili o – aggiungiamo noi – in procinto di diventarlo.

Carlo Forte aveva comunque precisato (1968, pag. 61) che "*indipendentemente […] dalla esistenza di norme urbanistiche ufficiali, il mercato apprezza concretamente la suscettività alla urbanizzazione delle aree circostanti i centri urbani anche se la loro destinazione in atto è agricola, prevedendo […] le direttrici della futura espansione della città*".

Lo stesso Forte introduce il criterio di "ordinaria suscettività" all'edificazione che diventa più appropriato per esprimere lo stato giuridico dei suoli. "la famosa disputa tra "attualisti" e "suscettivisti" risolta dalla teoria dell'ordinarietà" – osserva lo stesso Forte "*trova riscontro sempre più frequente nelle aree suscettive di essere urbanizzate, per le quali detta suscettività è determinabile proprio attraverso l'analisi della ordinaria pianificazione territoriale*" (1968, p.60).

Tale ordinarietà urbanistica che consentirebbe di formulare previsioni sulla futura edificabilità dei suoli ha come riferimento implicito la crescita urbana: anzi, in ultima analisi, le norme urbanistiche non avrebbero altro ruolo che disciplinare le "spontanee" tendenze del mercato, rendendo meno rischiosa la previsione. Queste le conclusioni di un percorso valutativo già individuato e ben delineato da Famularo nel suo testo sulla stima dei fabbricati, dalla sua prima edizione del 1947 fino alla terza ristampa della seconda edizione del 1975, nel quale affronta la stima del più probabile valore di mercato di un'area fabbricabile come problema sul quale "*si è esercitata la fantasia pseudo razionalizzatrice di parecchi autori. Infatti presso costoro trova molto credito un cosiddetto metodo razionale quasi a contrapposto di altri metodi che si classificano con malcelato discredito come empirici. Questo metodo razionale in altro non consiste che in un'applicazione del criterio del valore di trasformazione come mezzo per la determinazione del più probabile valore di mercato.*" (Famularo, 1975; pag. 132-133).

Ma, come è noto, i due valori coincidono solo se, esistendo un effettivo regime di concorrenza, è possibile riconoscere un ordinario modo di trasformazione: problema che – come si è visto – è rimasto del tutto aperto fino ad oggi.

4. QUALE VALORE DI TRASFORMAZIONE PER UNA SOCIETÀ DI SVILUPPO IMMOBILIARE?

Nella valutazione di un investimento immobiliare è ormai noto che la tecnica più spesso utilizzata per effettuare valutazioni economiche preventive è l'Analisi Costi Ricavi (ACR) basata sul metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash-Flow Analysis) […] che trae origine dalle prime sperimentazioni all'inizio del '900, successivamente perfezionate in circa un secolo di applicazioni concrete (Roscelli, 2014).

Il criterio teorico alla base del metodo collega la redditività (TIR, Tasso Interno di Rendimento) all'attualizzazione dei flussi di cassa, ovvero ad un valore attuale netto (VAN) dei flussi generati dall'investimento (Prizzon, 2001). Il VAN, primo indicatore di redditività dell'analisi, rappresenta quindi la sommatoria attualizzata di tutti i flussi di cassa secondo la nota formula:

$$VAN_0 = \frac{\sum F_t}{(1+i)^t} \qquad (3)$$

Ft è il flusso di cassa (ricavi, al netto dei costi) al tempo t; i è il saggio di sconto o di attualizzazione.

Il concetto di flusso di cassa è certamente comprensibile anche ai "meno esperti", rappresentando una differenza tra i ricavi generati dall'operazione di sviluppo e i costi necessari alla trasformazione. Il procedimento più complesso è quello legato alla cosiddetta "legge finanziaria di attualizzazione" dei flussi di cassa, che avviene utilizzando un opportuno saggio di sconto (o di attualizzazione); secondo i fondamenti della matematica finanziaria, infatti, non è possibile confrontare tra loro somme di denaro se non riferendole allo stesso momento temporale. Il saggio di sconto utilizzato nel calcolo dipende dalla durata dell'investimento e, in un concetto più ampio di soglia di accettabilità, anche dal rischio proprio del mercato in cui si opera. La redditività è da ritenersi misurabile quando il VAN è positivo, cioè quando i ricavi attualizzati superano i costi attualizzati; tuttavia questa condizione non è sufficiente ad attestare la bontà dell'investimento. Occorre pertanto ricorrere ad un ulteriore indicatore, il TIR, che misura la redditività in relazione al livello di capitale investito, ovvero rappresenta il tasso di interesse determinato dal capitale investito nell'operazione di trasformazione immobiliare. Le variabili da considerare all'interno dell'analisi sono molteplici: la durata dell'investimento, i tassi di interesse, il costo del terreno, i costi per le attività edilizie e i relativi i contributi da corrispondere per le autorizzazioni, le spese tecniche, quelle di commercializzazione e quelle generali della società d'intervento, i prezzi di vendita dei beni edificati e ancora gli oneri finanziari e le tasse.

Oltre che per determinare la redditività di un investimento da parte di un operatore privato, l'Analisi Costi Ricavi può essere utilizzata per stimare il valore di mercato di un bene, simulandone la trasformazione. In tal caso il costo del terreno non è più un dato di input ma diventa il risultato dell'analisi e lo si ottiene imponendo che la redditività dell'operazione (TIR) sia pari alla redditività minima accettabile da parte di un operatore privato (soglia di accettabilità). Questo "valore limite" viene generalmente determinato dalla somma di tre componenti distinte: una quota corrispondente alla redditività di un investimento a rischio nullo (redditività in titoli di stato di pari durata); una necessaria a compensare (o neutralizzare) l'inflazione attesa; una per

premiare il rischio di investimento (Roscelli, 2014).

È del tutto evidente che in questo ambito non possano svolgersi "stime perfette" (come d'altra parte in tutto l'estimo, che ha sempre carattere previsivo e probabilistico proprio nella stessa definizione di "probabili valori di mercato"), ma accettabili in un "range" che può risultare anche molto ampio, appunto in funzione della variabile temporale e dell'andamento del mercato, come peraltro in ogni investimento a capitale di rischio, soprattutto nell'acquisto di aree potenzialmente edificabili in un futuro più o meno lungo.

Se, come abbiamo visto, l'interpretazione delle procedure standardizzate risulta non sempre condivisa/condivisibile per i beni oggetto di trasformazione, certamente nel caso di aree edificabili o – ancor più – suscettive di edificazione, a maggior ragione i fondamenti su cui si basano *fair value, HBU* e *hope value* possono certamente essere forvianti per un valutatore che dimentichi il concetto di stra-ordinarietà. Aggiungiamo poi che l'ottica con cui sono costruiti gli standard internazionali è quella – cautelativa – di determinare in modo rigoroso ma ripetitivo il valore di mercato di beni dati in garanzia per l'accensione di un mutuo o di ipoteche. In questo modo è chiaro che la procedura di valutazione tenderà a sottostimare il valore del bene: l'interpretazione restrittiva del "legalmente permesso" di fatto porta, ad esempio, a considerare come agricolo un terreno in procinto di diventare edificabile, dimenticando completamente la porzione di valore definita dal *hope value*.

In Italia, questa assunzione è anche in contrasto con recenti decisioni giurisprudenziali, secondo cui un terreno è da considerarsi edificabile – a fini fiscali – anche se non è ancora formalmente concluso il processo tecnico-amministrativo di variante agli strumenti urbanistici vigenti.

La Sentenza della Corte di Cassazione del 23 giugno 2017, n. 15691, in merito ad un accertamento ICI su un terreno ritenuto edificabile ha ritenuto, ad esempio, che un *"terreno assoggettato ad imposta non meritava la qualificazione di area edificabile solo perché inserito nel PRG adottato dal Comune, in quanto la potenzialità edificatoria a scopi privati era inesistente essendo l'area "destinata ad essere utilizzata come parcheggi, sede stradale, servizi parascolastici e che allo stato poteva essere utilizzata solo a scopi agricoli cosicché "l'appetibilità economica del terreno e la sua valutazione commerciale risultano di fatto azzerate dai vincoli gravanti sul bene e lo rendono difficilmente collocabile sul mercato ad un valore venale che non sia pari a quello agricolo"* […]; e ancora: *"il terreno de quo risulta inserito nel PRG tra le aree fabbricabili e tanto è sufficiente ai fini qui considerati, rimanendo irrilevante la mancata adozione della strumentazione urbanistica di dettaglio, esulando la fattispecie esaminata dalla nozione di "edificabilità di fatto" […]*. Ulteriori precisazioni contenute nella Sentenza rimandano ad altre interpretazioni, tutte allineate al profilo teorico descritto:

- *"l'edificabilità di un'area, ai fini della determinazione della base imponibile, da effettuare in base al valore venale e non a quello catastale, deve essere desunta dalla qualificazione attribuitale nel piano regolatore generale adottato dal Comune, indipendentemente dall'approvazione dello stesso da parte della Regione e dall'adozione di strumenti urbanistici attuativi, salva, però, la necessità di valutare la maggiore o minore attualità delle potenzialità edificatorie dell'immobile, nonché la possibile incidenza degli ulteriori oneri di urbanizzazione in ragione delle concrete condizioni esistenti al momento dell'imposizione"* (Cass. n. 12377/2016);
- *"per stabilire la natura del terreno è necessario fare riferimento al criterio della "mera potenzialità edificatoria", intesa come concreta appetibilità del suolo, poiché il piano regolatore adottato costituisce un elemento già fiscalmente valutabile, ma è fatta salva la possibilità di tenere conto, nella determinazione della base imponibile, della maggiore o minore attualità delle potenzialità edificatorie e della possibile incidenza degli ulteriori oneri di urbanizzazione, in quanto elementi comunque incidenti sul valore del bene in comune commercio"* (Cass. S.U. n. 25506/2006).

5. CONSIDERAZIONI FINALI

5.1 Il fattore tempo nelle stime del valore di mercato delle aree edificabili

"Siccome è pacifico che le basi teoriche dell'estimo sono di pertinenza della scienza economica e che le basi tecniche per la conoscenza di beni da stimare si acquistano con lo studio delle diverse discipline fisiche, chimiche, biologiche ne risulta che l'estimo, valendosi dei dati della tecnica coordina, con proprio metodo, i singoli fatti e fenomeni per consentire al perito di giungere ad esprimere un corretto giudizio di stima" (Medici, 1954).

Queste considerazioni risultano tuttora pienamente valide, in particolare per le valutazioni del progetto e del piano, facendo riferimento ad altre discipline (la progettazione edilizia e urbanistica, la pianificazione territoriale, l'economia e il mercato immobiliare), con tutte le conseguenze che ne derivano. In tale circostanza le valutazioni spesso non avvengono sotto l'ipotesi di permanenza delle condizioni, poiché le dimensioni spaziali e temporali della stima si presentano mutevoli e variabilissime a seconda delle attese del mercato e della consistenza di domanda e offerta, in un contesto economico sostanzialmente di tipo oligopolistico e, spesso, monopolistico dal lato dell'offerta.

Nel caso delle aree fabbricabili (o potenzialmente edificabili) sembra che le teorie classiche del mercato siano inadeguate a spiegare la dinamica dei prezzi, perché non sono in grado di chiarirne compiutamente e razionalmente – da sole – la formazione, sicché è difficile accertarne gli andamenti per periodi brevi, se non entro intervalli ampi (range) particolarmente esposti all'andamento della congiuntura economica (Roscelli, 1991). Così è anche – soprattutto – per le analisi costi e benefici sulle quali si può osservare

con Graziani (1987) che se *"si apre il Vaso di Pandora delle valutazioni fatte a tavolino e accanto ai benefici e costi diretti si introducono quelli indiretti e secondari, al posto dei prezzi di mercato si utilizzano i prezzi ombra, in luogo del tasso di sconto bancario si introduce un tasso di sconto sociale derivato con procedure teoriche, in luogo dei cambi esterni registrati nei mercati valutari si adottano cambi significativi basati su considerazioni astratte, si conferisce anche alla Pubblica Amministrazione la possibilità di manovrare i parametri chiave di ogni spesa pubblica in modo da favorire o sabotare i progetti di investimento a seconda delle proprie preferenze"*.

"È evidente che, secondo questa lettura la Costi Benefici finirebbe col concedere margini eccessivi di discrezionalità all'operatore pubblico, finendo col fare venir meno quei presupposti di oggettività per i quali se ne è ampliato l'uso. Perplessità di questa natura sembrano fondate e pongono in ogni caso il problema di una corretta definizione dei parametri e degli indicatori, anche quando ci si muova all'interno di una logica economico-quantitativa. […] L'ACB, o procedure simili, possono conseguire risultati positivi ed accettabili a patto che l'analisi venga applicata sulla base di un codice unitario e predefinito […] fissato e valido per tutti i rami della Pubblica Amministrazione. […] Per almeno tre fattori (saggio di sconto, sistema dei prezzi, orizzonte temporale), bisognerebbe ipotizzare metodologie di stima univoche per tipologie di interventi simili quando non si vogliano privilegiare situazioni particolari. […] E infatti, usando tecniche di apprezzamento diverse, alcune soluzioni progettuali potrebbero venire favorite rispetto ad altre sulla base di criteri troppo soggettivi e non confrontabili tra di loro" […] (Roscelli, 1991).

Anche nella ACR utilizzata per individuare (stimare) il valore di trasformazione di un'area fabbricabile (o suscettibile di edificazione), la definizione dei tre parametri prima ricordati (sistema dei prezzi, saggio di sconto, orizzonte temporale), risulta particolarmente delicata se si vuole garantire un adeguato livello di oggettività, o almeno ridurne il più possibile il grado di discrezionalità.

Mentre sul sistema dei prezzi e sul saggio di sconto non si pongono grossi problemi (come invece avviene nella ACB), poiché il riferimento è dato dai prezzi e dagli indicatori di mercato, più complesso è definire un orizzonte temporale adeguato, perché la tempistica del processo di realizzazione non può essere quantificata in modo preciso e inequivocabile. D'altra parte si può constatare in modo diretto come una dilatazione o un restringimento dei tempi di intervento possa influire in modo consistente sul risultato della stima ed anche sugli effetti economici di un rischio che cresce con l'allungarsi dell'orizzonte temporale.

E' proprio per questa ragione – come sostengono o hanno sostenuto la gran parte degli estimatori più avveduti – che è necessario porre i risultati cui si perviene nella stima entro un range ampio (+/-50%) confermando pertanto la quantificazione di Orefice (1995), in funzione del livello di convenienza economica sotteso e previsto nel processo di trasformazione, in un regime di "non ordinarietà", che naturalmente deve essere descritto in modo preciso e corredato da dati oggettivi e desunti direttamente dal mercato (prezzi, costi e saggi).

5.2 L'effetto della situazione congiunturale nelle scelte di sviluppo dei promotori immobiliari

La crisi economica che ha coinvolto i mercati italiani negli ultimi dieci anni ha avuto pesanti ripercussioni in particolare in edilizia. L'ANCE, Associazione Nazionale Costruttori Edili, ha stimato che tra il 2008 e il 2015, gli investimenti in nuove costruzioni sono crollati (residenziali oltre il 60%, non residenziali 35%; opere pubbliche circa il 50%) di oltre 70 miliardi di euro. Anche in termini di occupati, sempre nello stesso periodo, più di 100.000 piccole e medie imprese sono uscite dal settore delle costruzioni. Dopo sostenute e rapide crescite dei prezzi tra il 2004 e il 2007, il 2008 ha visto ridursi drasticamente il numero di transazioni immobiliari e conseguentemente, ma in modo meno brusco, anche i valori ad esse collegate. Ad oggi le più autorevoli fonti (tra cui Cresme e Nomisma) non sono ancora concordi nell'indicare una effettiva e stabile ripresa di mercato: il numero di compravendite è cresciuto rispetto al passato (ed è previsto ancora in crescita) ma in termini di valore un vero e proprio incremento non si è ancora verificato, se non in alcuni capoluoghi e per alcuni comparti.

Negli ultimi anni monitorati dall'osservatorio OMI, (Figura 2), per il settore residenziale e non residenziale, si rilevano i seguenti andamenti dei prezzi, tra loro sostanzialmente coerenti e in diminuzione; pur non essendo disponibile una sistematica elaborazione dei dati per lo specifico comparto delle aree edificabili, si possono certamente assumere questi trend come significativi per l'andamento complessivo del mercato.

In questo quadro economico sostanzialmente recessivo e in parte altalenante, il comportamento razionale dell'offerta (non soggetta a particolari pressioni legate a necessità di liquidità) prevede di non vendere i beni in proprio possesso, attendendo una maggiore dinamicità del mercato e valori più elevati, più vicini a quelli precedenti la crisi. Questo atteggiamento caratterizza dunque i proprietari privati ma ancor più le società, per cui non è opportuno vendere in un momento sfavorevole, potendo attendere sviluppi futuri economicamente più vantaggiosi, naturalmente quando siano in grado di sostenere, nell'attesa, il peso dei mancati utili.

In pratica, ciò è quanto successo in Italia a partire dal 2008, con l'inizio della crisi economico-finanziaria, che trae origine negli USA dalla bolla speculativa dei cosiddetti "subprime", i cui effetti si sono rapidamente estesi in tutta Europa: crisi destinata a prolungarsi per un decennio, con effetti tutt'ora visibili. In particolare, i singoli proprietari di abitazioni – se non costretti da situazioni economiche soggettive – hanno preferito non vendere a prezzi in calo, anche a costo di sostenere gli oneri diretti e indiretti degli immobili (spese di manutenzione, imposte, utenze, …).

A maggior ragione, i possessori di aree, non dovendo sop-

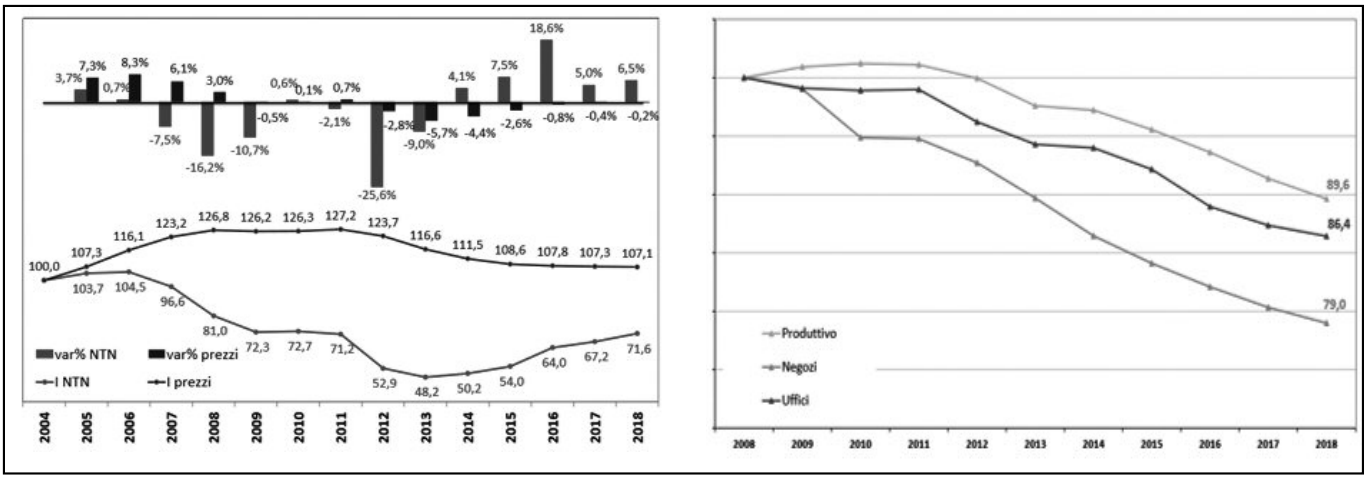


Figura 2 - *Indici dei prezzi OMI per i comparti residenziale (a sinistra) e non residenziale (a destra).*
Fonte: Agenzia delle Entrate, maggio 2019, "Rapporto immobiliare 2019. Il settore residenziale" (pag. 6); Agenzia delle Entrate, "Rapporto immobiliare 2019. Immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva" (pag. 11).

portare in pratica costi per il mantenimento della proprietà, hanno preferito conservare il proprio patrimonio, anziché disfarsene a prezzi più bassi, con l'intento di recuperarne l'intero valore (o addirittura di accrescerlo) negli anni successivi. Questo è quanto realmente accaduto ad una serie di soggetti che operano/operavano nel settore della promozione immobiliare che, non avendo contratto debiti per l'acquisizione delle aree, hanno potuto "tenere la posizione", posticipando la trasformazione ad un momento più favorevole, senza sopportare oneri finanziari.

In tale direzione non stupisce che le valutazioni delle aree edificabili, anche se effettuate in periodi di crisi, mantengano valori relativamente elevati, in virtù della potenziale trasformazione futura, comunque permessa dagli strumenti urbanistici vigenti o in corso di definizione, sia pure in una prospettiva di trasformazione destinata a prolungarsi.

5.3 La necessità di indicare range di valori e non un valore puntuale

Se un bene è caratterizzato da un valore di mercato pressoché certo (pur permanendo la possibilità che questo si scosti in un range positivo o negativo intorno al 5%, variazione ritenuta ordinaria in letteratura e nella pratica valutativa corrente), questo non può valere in termini così ristretti per le aree edificabili e, in generale, per tutti quei beni suscettibili di trasformazione futura. Occorre quindi che la stima non si focalizzi tanto sulla ricerca/determinazione di un valore matematicamente preciso, quanto su un possibile intervallo, in questo caso ampio, all'interno del quale il valore possa collocarsi in ragione delle condizioni temporali, di sviluppo, di mercato, ecc.

La ricerca del più probabile valore di mercato di aree edificabili (o, a maggior ragione, suscettibili di edificabilità), non potendosi basare su misure fisiche esatte e stabili, è da intendersi dunque essenzialmente come una previsione che, per di più, avviene in un mercato incerto e quasi sempre viziato da tendenze monopolistiche e/o oligopolistiche, nel quale il prezzo viene fatto da uno o da pochi proprietari.

D'altra parte, questo è ciò che sempre avviene nell'ambito delle previsioni economiche-monetarie, anche quando gli studiosi possono avvalersi di sofisticati modelli econometrici a variabili multiple, ad esempio nelle stime sull'andamento del PIL e dei diversi fattori della produzione, a livello di singoli settori.

Così accade che, quando gli scostamenti riguardano anche una sola frazione percentuale su una unità, la previsione può variare fino al 100% e oltre. Se non si vuole "provare ad indovinare l'estrazione di una specie di numero della lotteria", occorre quindi, in un ambito valutativo così variabile, più prudentemente determinare un intervallo entro cui collocare "il più probabile valore" oggetto di stima: appunto una "stima" e non un "valore certo", un "dato storico", un "prezzo". Pur concordando sulla possibilità che talvolta l'oscillazione del +/– 10% possa essere ancora ritenuta ordinaria, si segnala che scostamenti del 15-18% non possono essere in realtà considerati congrui per valutazioni con finalità specificamente estimativa. Diverso è, invece, il caso delle valutazioni di convenienza economica, in cui per effetto del fattore tempo, del rischio e delle dinamiche dei prezzi, tali oscillazioni possono essere – come si è già detto più volte – ricomprese in un più ampio spettro di valori variabili fino a più o meno 50%. In questo modo i risultati vanno interpretati non tanto come prezzi storici, frutto dell'incontro di domanda e offerta, quanto di valori prospettici e, come tali, anche calibrati, come si è visto, in ragione della localizzazione, della loro scarsità, dell'andamento generale del mercato e di molti altri parametri di natura più soggettiva.

Bisogna comunque sottolineare che la tipologia di beni scambiati sul mercato immobiliare (abitazioni, uffici, terreni e soprattutto aree edificabili), rispetto ai beni mobili, contribuisce a far sì che in questo specifico mercato non siano

quasi mai soddisfatte le condizioni di formazione del prezzo in un mercato di concorrenza perfetta, perché influenzato – come si è visto –, dalla localizzazione del bene, dal momento in cui avviene lo scambio, dalla disomogeneità dei beni presenti sul mercato, dalla loro unicità, ecc.. Inoltre la proprietà e i trasferimenti dei beni immobili sono regolamentati e tassati, mentre la loro produzione è sottoposta a vincoli dagli strumenti urbanistici e dai regolamenti edilizi. L'acquisto e la vendita di beni immobili avviene, poi, in presenza di asimmetrie informative, ossia in un contesto nel quale compratore e venditore non sono in possesso delle stesse informazioni sulle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene da scambiare, compreso il prezzo di vendita. Da questo punto di vista, i mercati immobiliari possono essere avvicinati, più che al sistema libero concorrenziale, a quello di tipo concorrenziale monopolistico, nel quale non solo la quantità di beni simili è scarsa e detenuta da pochi offerenti, ma anche l'informazione è rarefatta o detenuta da pochi operatori che ne controllano il monopolio. In altri termini si potrebbe affermare che in questa situazione è il proprietario delle aree edificabili suscettibili di trasformazione che "forma" il prezzo delle medesime (Roscelli, 2014).

Come si può intuire, dunque, il rischio dell'investimento immobiliare connesso con un'area potenzialmente edificabile cresce al dilatarsi dell'orizzonte temporale, il quale in un processo di trasformazione territoriale è generalmente incerto e "straordinariamente" assai lungo.

D'altra parte è storicamente documentato come l'attuazione della trasformazione di un terreno in un'area edificabile richieda non meno di 5-6 anni per essere formalmente percorribile (nei casi più semplici e lineari) e possa richiedere anche più di 20 anni, come spesso avviene ad esempio per le grandi aree industriali dismesse o quelle che saranno incluse nei nuovi PRGC, i quali a loro volta richiedono mediamente 10 anni per entrare in vigore. Tempi solo in parte più ridotti sono richiesti per la definizione e l'approvazione di specifici piani di attuazione o per le varianti urbanistiche ad un PRGC già in vigore.

A un maggior rischio – inevitabilmente – si associa una attesa di prezzi più elevati che peraltro non richiede particolari costi aggiuntivi (mantenere terreni eventualmente edificabili non comporta specifici investimenti) ed è per questo che un avveduto promotore immobiliare può sopportare attese anche molto consistenti, dal momento che il valore di trasformazione maturato – o se si svuole l'hope value – potrà corrispondere anche a centinaia di volte il *valore agricolo medio* a cui è stato pagato quello stesso bene al momento dell'acquisizione: da pochi euro a centinaia di euro a metro quadro (Rosato, 2014).

* **Manuela Rebaudengo**, *Dipartimento Interateneo di Scienze, Progetto e Politiche del Territorio (DIST), Politecnico di Torino, Italia*
e-mail: *manuela.rebaudengo@polito.it*

** **Riccardo Roscelli**, *Politecnico di Torino, Italia*
e-mail: *riccardo.roscelli@polito.it*

Bibliografia

Agenzia delle Entrate, *Rapporto immobiliare 2019. Il settore residenziale*, 2019.

Agenzia delle Entrate, *Rapporto immobiliare 2019. Immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva*, 2019.

Boldon Zanetti G., *Trattato teorico-pratico di estimo*, Hoepli, Milano, 1889.

Borghi A., *Finanza immobiliare. Il mercato, la valutazione, gli strumenti e le tecniche di finanziamento*, Egea, Milano, 2009. ISBN: 9788823831216

Bravi M. (a cura di), *Valutare opzioni di sviluppo immobiliare. Introdurre flessibilità per governare l'incertezza*, Aracne editrice, Roma, 2013. ISBN 885486126X

Brueggerman W. B., Fisher J. D., *Real Estate finance and investments*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2008. ISBN: 9780071259194

Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2006. ISBN: 8838615195

Carrer P., *Il più probabile valore di trasformazione di un'area fabbricabile*, Genio Rurale, n. 2, 1079.

D'alpaos C., Marella G., *Urban planning and option values*, Applied Mathematical Sciences, Vol. 8, n. 157-160, 2014, pp. 7845-7864.

D'amato M., Amoruso P., *The Valuation of Hope Value in a Vacant Land Using Real Option Theory*, Conference proceeding, 23rd European Real Estate Society Meeting, Regensburg, 2016.

D'arcy E., Tsolacos S., French N., Gabrielli L., *Discounted cash flow: accounting for uncertainty*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 23, n. 1, 2005, pp. 75-89. https://doi.org/10.1108/14635780510575102

Dezza P., *Assoimmobiliare: il mattone rende il 2,11%*, il Sole24Ore, 20/02/2019.

Einaudi L., *Studi sugli effetti delle imposte*, Torino, 1902.

Famularo N., *La stima dei fabbricati*, Calderini, Bologna, 1975.

Fettarappa G., *Nozioni di economia politica*, Camilla e Bertolero Editori, Torino, 1887.

Fettarappa G., *Principi di economia applicati alle stime*, Camilla e Bertolero Editori, Torino, 1890.

Forte C., *Elementi di estimo urbano*, Etas Kompass, Milano, 1986.

Fregonara E., Bravi M., *Promozione e sviluppo immobiliare. Analisi dei processi e tecniche di valutazione*, Celid, Torino, 2004. ISBN: 8876616136

Gabrielli L., Lami I. M., Lombardi P., *Il valore di mercato. Note di lavoro per la stima di un immobile urbano*, Celid, Torino, 2011. ISBN: 8876618988

Genesove D., Mayer C. J., *Equity and time to sale in the real estate market*, National Bureau of Economic Research, 1994.

Graziani A., *Lezioni di analisi costi benefici*, Formez, Napoli, 1987.

Grillenzoni M., Grittani G., *Estimo. Teoria, procedure di valutazione e casi applicativi*, Calderini, Bologna, 1994. ISBN: 8870197670

Grzesik C., róbek S., *Shifting Positions on Hope Value*, Real Estate Management and Valuation, Vol. 25, n. 3, 2017, pp. 23-29.

Hoesli M., Morri G., *L'investimento immobiliare. Mercato, valutazioni, rischio e portafoglio*, Hoepli, Milano, 2010. ISBN: 9788820343873

Ingaramo L., Roscelli R., *La rendita catastale dei sistemi di produzione di energia elettrica: il valore medio costante*, in Patrignani C., Bonardi G. (a cura di), Energie alternative e rinnovabili, IPSOA INDICITALIA, 2010. ISBN: 9788821733161

IVSC – International Valuation Standards Council, International Valuation Standards, London, 2017. ISBN: 9780993151309

Jou J. B., Lee T., *Do tighter restrictions on density retard development?*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 34, n. 2, 2007, pp. 225-232.

Malacarne F., *I due aspetti estimativi del valore di trasformazione*, Genio Rurale, n. 12, 1962.

Manganelli B., *Real Estate Investing. Market Analysis, Valuation Techniques and Risk Management*, Cham, Springer, 2015. ISBN: 9783319063966

Massa N., *Economia e diritto, fondamenti dell'estimo: prolusione al corso di estimo*, Università degli Studi, Genova, 1955.

Medici G., *Perizie e Pareri*, Edizioni Agricole, Bologna, 1954.

Micelli E., Mangialardo A., *From sources of financial value to commons: emerging policies for enhancing public real-estate assets in Italy*, Papers in Regional Science, Vol. 97, n. 4, 2017, pp. 1397-1408. DOI: https://doi.org/10.1111/pirs.12310

Morano P., Tajani F., *Urban renewal and Real Option Analysis. A case study*, in B. Murgante et al. ICCSA 2014, Part III. Lecture Notes in Computer Science, Vol. 8581, pp. 148-160, Springer International Publishing Switzerland, ISSN: 0302-9743, Guimaraes, Portugal, June 30 – July 3, 2014. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-319-09150-1_12

Orefice M., *La stima delle aree edificabili attraverso il valore di trasformazione*, Rassegna ANIAI, n. 2, 1983.

Orefice M., *Estimo*, UTET, Torino, 1995. ISBN: 9788877503152

Perucca E. (a cura di), *Dizionario di ingegneria*, UTET, Torino, 1951.

Polelli M., *Trattato di estimo*, Maggioli Editore, Milano, 1997. ISBN: 8838707456

Prizzon F., *Gli investimenti immobiliari. Analisi di mercato e valutazione economico-finanziaria degli interventi*, Celid, Torino, 2001. ISBN: 8876614885

Realfonzo A., *Teoria e metodo dell'Estimo urbano*, Carocci, Roma, 1994. ISBN: 9788843002375

Renigier-Biłozor M., D'amato M., *The valuation of hope value for real estate development*, Real Estate Management and Valuation, Vol. 25, n. 2, 2017, pp. 91-101.

Romano P., Sgobbi F., Zanfrini F., *La valutazione degli investimenti. Teoria ed esercizi*, Esculapio, Bologna, 2005. ISBN: 9788874881918

Rosato P., *Il valore dei suoli edificabili in Italia*, Territorio Italia, Vol. 2, 2014, pp. 13-22. DOI: 10.14609/Ti_2_14_1i

Roscelli R., *La valutazione dei progetti e dei piani*, Genio Rurale, n. 1, 1991.

Roscelli R. (a cura di), *Manuale di estimo. Valutazioni economiche ed esercizio della professione*, Utet Università, Torino, 2014. ISBN: 9788860084293

Royal Institution of Chartered Surveyors, RICS Valuation – Global. Standards 2017, London, 2017. ISBN: ISBN 9781783211968

Simonotti M., *La stima immobiliare: con principi di economia e applicazioni estimative*, UTET libreria, 1997.

TEGoVA – The European Group of Valuers' Associations, European Valuation Standards, Belgium, 2016. ISBN: ISBN 9789081906012

The Appraisal Institute Of Canada, CUSPAP 2014 – Canadian Uniform Standards of Professional Appraisal Practice, Ottawa, 2014.

Tommasina C., *Corso di economia ed estimo rurale*, Tip. Lit. Fratelli Brandoni, Torino, 1905.

Tommasina C., *Corso di estimo (civile, industriale, rurale)*, STEN – Società Tipografico-Editrice Nazionale, Torino, 1912.

Yang Z., Wu S., *Land acquisition outcome, developer risk attitude and land development timing*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 59, n. 2, 2019, pp. 233-271.