

RENDIMENTO E RISCHIO DI UN INVESTIMENTO IMMOBILIARE

2.1 INTRODUZIONE

Nel presente capitolo si concentra l'attenzione sul rendimento di un investimento immobiliare, cioè sul ritorno economico di un investimento in funzione del prezzo di acquisto dell'immobile e dei flussi di cassa da esso generati. Come si vedrà, i concetti di rendimento e rischio sono indissolubilmente connessi, per cui si approfondirà anche il tema del rischio di un investimento immobiliare.

Il rendimento di un investimento immobiliare interessa aspetti diversi, riguardanti nel contempo gli obiettivi perseguiti e i metodi di calcolo utilizzati, per cui in materia si delinea un importante asse di differenziazione:

- *ex ante*, ci si pone prima della decisione di investimento e si calcola il rendimento previsionale atteso;
- *ex post*, ci si pone dopo l'acquisto dell'immobile (o del portafoglio di immobili) e si calcola il rendimento storico effettivo.

I rendimenti previsionali attesi permettono di stimare correttamente le prospettive connesse all'acquisto di un immobile a un determinato prezzo. A quel punto si può giudicare l'opportunità dell'investimento, soprattutto rispetto alle attese di crescita dei flussi di cassa e di incremento del valore dell'immobile. Come si vedrà, la stima del rendimento previsionale spesso si basa sul calcolo di indicatori relativamente semplici. Si possono anche calcolare rendimenti basati sui flussi previsionali legati al possesso dell'immobile, quali il tasso

interno di rendimento (TIR o IRR¹) previsionale dell'investimento. Infine, i rendimenti possono essere calcolati considerando anche l'effetto sul rendimento del capitale proprio (*equity*) derivante dal ricorso alla leva finanziaria.

Per quanto riguarda i rendimenti storici, si possono calcolare:

- i rendimenti per ciascun periodo, generalmente per anno;
- il rendimento multiperiodale, sull'intero orizzonte dell'investimento.

Il primo tipo di analisi è utilissimo per confrontare i parametri di rendimento e di rischio degli investimenti immobiliari con quelli di altre tipologie di investimenti, oltre che per valutare il grado di correlazione esistente tra i rendimenti delle diverse tipologie di investimento. È altresì importante confrontare la *performance* di un portafoglio immobiliare con quella di immobili detenuti da altri investitori che operano sugli stessi mercati e soggetti agli stessi vincoli (ad esempio fiscali), procedendo a un'analisi di tipo *benchmarking*, presentata in questo capitolo. Un approccio multiperiodale, basato sullo studio dei flussi di cassa in entrata e in uscita legati a un investimento immobiliare, permette una migliore pianificazione finanziaria e aiuta nel comprendere l'effetto di alcune decisioni gestionali sul rendimento immobiliare. In particolare, consente di prendere in considerazione, oltre al rendimento immediato costituito dal canone, anche la parte di rendimento in conto capitale, definito come differenza tra il prezzo di acquisto iniziale e di vendita finale (*capital gain* o *capital loss*).

Si osserva infine che tali modalità di calcolo possono considerare o meno l'impatto della struttura di finanziamento sul rendimento.

Mentre nella prassi il calcolo dei rendimenti previsionali si effettua più frequentemente sul singolo immobile, le analisi dei rendimenti storici sono spesso realizzate anche su interi portafogli di immobili. I portafogli possono essere segmentati secondo zone geografiche o tipologie di immobili, in funzione dei responsabili della loro gestione oppure sull'intero portafoglio di un investitore.

L'analisi del rendimento e del rischio del mercato immobiliare nella sua globalità richiede inoltre alcune conoscenze relative agli indici immobiliari, che misurano l'andamento del mercato, soprattutto riguardo alle distorsioni potenziali a essi connesse. Le modalità di costruzione degli indici immobiliari saranno discusse nel *Capitolo 6*, mentre la *performance* dell'investimento immobiliare sarà analizzata nel *Capitolo 7*.

La struttura di questo capitolo prevede innanzitutto il calcolo dei rendimenti immobiliari immediati, poi il calcolo dei rendimenti complessivi, ana-

1. *Internal rate of return* nella terminologia inglese.

lizzando in particolare l'utilità del ricorso al *benchmarking* immobiliare; oggetto del successivo paragrafo è il calcolo dei rendimenti multiperiodali, per concludere con un'analisi del rischio in ambito immobiliare.