

I N T R O D U Z I O N E

INVESTIMENTO IMMOBILIARE

MERCATO, VALUTAZIONE, RISCHIO E PORTAFOGLI

La rilevanza del settore immobiliare sull'economia mondiale era già apparsa in maniera evidente durante la crisi dell'inizio degli anni Novanta. In molti Paesi un improvviso aumento della disoccupazione e un rialzo nei tassi di interesse sui mutui, aveva costretto numerose famiglie a vendere gli immobili, con un effetto negativo sull'intero sistema economico, a iniziare dalle banche. Un effetto non meno rilevante, che si è mantenuto per buona parte del decennio, è stata la riduzione nei consumi delle famiglie, fortemente legati al livello del prezzo delle abitazioni. Effetti analoghi si sono verificati anche nel settore degli immobili commerciali.

L'attuale situazione economica a livello globale, iniziata con la crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti e propagatasi nel resto delle economie, mostra che tali eventi purtroppo non fanno parte soltanto del passato. Un eccesso di indebitamento a fronte di fondamentali non più solidi ha condotto nuovamente a una crisi che, sebbene non in via prevalente, vede il settore immobiliare fortemente coinvolto: emerge chiaramente la necessità di operare, in un settore che rappresenta circa un terzo della ricchezza mondiale, con strumenti adeguati e con una piena conoscenza del funzionamento del mercato.

Le forti contrazioni di valori di altre *asset class* all'inizio degli anni Duemila (in particolare sui mercati borsistici) hanno anche evidenziato l'esigenza di allocare una parte della ricchezza all'immobiliare per diversificare il patrimonio: molti operatori sui mercati immobiliari (in particolare le banche, gli investitori istituzionali e le società di consulenza) riconoscono sempre più l'esigenza

di approfonditi studi e analisi sugli investimenti e sui mercati immobiliari. Negli ultimi venti anni lo sviluppo di tali studi rispecchia la presa di coscienza dell'importanza del settore e contribuisce notevolmente a una migliore trasparenza dei mercati.

Per esempio, a livello mondiale esistevano pochissimi indici dei prezzi e della *performance* dell'immobiliare commerciale e come spesso accade per le innovazioni in campo finanziario, gli unici disponibili riguardavano Stati Uniti, Regno Unito e qualche altro Paese anglosassone. Oggi sono diffusi nella maggior parte dei Paesi sviluppati ed è quindi possibile costruire indicatori di *performance* immobiliare per le analisi di mercato e soprattutto per analisi di *benchmarking*, cioè per confrontare la *performance* realizzata da un gestore di un portafoglio immobiliare con quella ottenuta dal mercato (*Capitoli 2 e 6*), che in tal modo diventa anche più trasparente.

Anche i metodi di valutazione dei beni immobiliari si sono molto sviluppati negli anni Novanta: per esempio, l'utilizzo del criterio finanziario con l'attualizzazione dei flussi di cassa è oramai ampiamente diffuso nella valutazione di immobili commerciali. Tuttavia non è sufficiente utilizzare un metodo sofisticato per ottenere un risultato affidabile, ma occorre assicurarsi della fondatezza delle ipotesi sull'evoluzione dei flussi di cassa e del tasso di attualizzazione da adottare (*Capitolo 3*).

La trasposizione dei modelli di allocazione ottimale delle risorse agli investimenti immobiliari ha guadagnato molta credibilità negli ultimi venti anni, in particolare per i modelli di allocazione utilizzati dagli investitori istituzionali (*Capitolo 7*). I miglioramenti derivano da una maggiore affidabilità dei dati immobiliari, in particolare per quanto riguarda la misurazione del rischio di tali investimenti e la considerazione dei vincoli degli investitori, con le diverse imperfezioni dei mercati immobiliari (liquidità limitata, costi di transazione elevati ecc.) riconosciute e integrate nelle analisi.

Infine, una nuova frontiera è rappresentata dallo sviluppo dei derivati basati su indici immobiliari (*Capitoli 1 e 6*), prodotti che ampliano la possibilità di investimenti immobiliari e permettono una migliore gestione del rischio, contribuendo all'efficienza e alla trasparenza dei mercati.

In particolare, occorre ricordare che il settore immobiliare italiano, in questo arco temporale, ha conosciuto profondi cambiamenti. Dalla fine degli anni Novanta, anche grazie alla maggiore stabilità valutaria, numerosi operatori esteri sono entrati nel mercato, portando con sé anche nuove modalità operative. Inoltre, non si può non menzionare l'introduzione delle forme di investimento indiretto quali i fondi comuni di investimento immobiliare (*Capitolo 4*) e le Società di Investimento Immobiliare Quotate, la declinazione italiana dei REITs (*Capitolo 5*).

Il mondo accademico non è rimasto inattivo di fronte alle sfide legate allo studio e all'analisi rigorosi degli investimenti immobiliari. Ci si trova in presenza di un'interazione che porta a una maggiore professionalizzazione degli operatori immobiliari: da un lato le nuove esigenze della professione creano la necessità di formare studenti per i ruoli nell'immobiliare, dall'altro il fabbisogno di professionisti qualificati cresce rendendo più numerosi e competitivi i programmi di formazione.

Al mondo si moltiplicano i corsi di formazione che preparano alle professioni del settore immobiliare: per molti anni, corsi di formazione specifici dell'immobiliare sono esistiti solo negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in pochi altri Paesi. Oggi i corsi di formazione specifici si sono sviluppati in molti altri Paesi e sono diventati sempre più multidisciplinari.

Lo sviluppo dei programmi di formazione è andato di pari passo con un'accelerazione della ricerca nell'immobiliare, sia nel campo dei beni per investimento, sia nel residenziale. Nel campo dell'investimento e della valutazione, la problematica del *de-smoothing* degli indici *appraisal* è stata oggetto di moltissimi studi (*Capitolo 6*), che hanno permesso una migliore quantificazione del rischio (*Capitolo 7*). Anche le tematiche della diversificazione ottimale di un portafoglio misto e di un portafoglio immobiliare hanno catturato l'attenzione dei ricercatori (*Capitolo 7*). È altrettanto essenziale conoscere le qualità che un indice immobiliare dovrebbe possedere per fungere da base per la creazione di un prodotto derivato o per essere utilizzato come riferimento nelle analisi di *benchmarking* (*Capitolo 6*) e per valutare la capacità dell'immobiliare di proteggere dall'inflazione, nonché per l'analisi delle determinanti dei cicli immobiliari. Infine, tra i temi rilevanti vi è la quantificazione dell'incertezza che circonda i diversi parametri usati nella valutazione con l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri e lo sviluppo di modelli edonici, due orientamenti di ricerca importanti per la valutazione dei beni immobiliari (*Capitolo 3*).

Riguardo al mercato immobiliare residenziale, alcuni studi sono stati dedicati alle determinanti del modo di utilizzo dell'abitazione, cioè della scelta tra proprietà e locazione dell'abitazione. Anche lo studio sulla modalità di costruire indici "a qualità costante" è stato oggetto di ricerche (*Capitolo 6*) insieme alla tematica dell'eventuale esistenza di una bolla speculativa e dell'impatto di un suo scoppio, soprattutto sui consumi delle famiglie.

Molti ricercatori si sono interessati anche al comportamento degli investimenti immobiliari indiretti, in particolare degli investimenti indiretti quotati. È essenziale soprattutto conoscere se tali *asset* si comportano in modo simile agli investimenti immobiliari diretti o se invece sono influenzati anche da altri fattori, soprattutto borsistici (*Capitolo 7*).

Lo sviluppo rapido della ricerca è stato favorito anche dal maggior numero di conferenze scientifiche sulle tematiche del mercato immobiliare, iniziando dagli Stati Uniti: la prima conferenza dell'AREUEA risale al 1965 (www.areuea.org) e dell'*American Real Estate Society* al 1985 (www.aresnet.org). In Europa, la prima conferenza dell'*European Real Estate Society* (www.eres.org) ha avuto luogo nel 1993 a Reading (Regno Unito): da allora è stata organizzata in moltissimi Paesi, tra cui in Italia (Milano) nel 2004 e nel 2010 (www.eres2010.org).

Questo libro si basa su un'esperienza complessiva degli autori di oltre venticinque anni in tema di insegnamento e nella ricerca nel settore immobiliare e presenta un vero e proprio quadro della situazione sui diversi temi: affronta in modo dettagliato i concetti e gli strumenti che possono migliorare il processo decisionale e la gestione del rischio in tema di investimenti immobiliari. L'opera, che in parte riprende un precedente lavoro di Martin Hoesli (*Investissement immobilier – Décision et gestion du risque*, Economica, Parigi 2008), nasce con lo scopo di coniugare le caratteristiche di un testo accademico (approfondita analisi degli studi scientifici sui diversi temi) e di un manuale operativo (sistematizzazione degli argomenti trattati e spiegazioni anche con esempi concreti). Per tale ragione, si rivolge tanto a studenti interessati a un'introduzione agli investimenti immobiliari, quanto ai professionisti desiderosi di avere un quadro ordinato delle conoscenze spesso apprese con l'esperienza sul campo.

Una solida formazione economica deve includere lo studio degli investimenti immobiliari, specialmente per l'importanza di questa *asset class* nell'economia: uno degli obiettivi dell'opera è proprio servire quale testo di supporto a corsi universitari di finanza immobiliare impartiti in lingua italiana. A tal fine, oltre al tradizionale testo cartaceo, è stato realizzato per i docenti un set di materiale didattico personalizzabile (presentazioni e modelli su foglio elettronico).

Le tematiche della valutazione dei beni immobiliari, della misurazione della *performance* di portafogli immobiliari, della costruzione di indici, dei fondi immobiliari e delle SIIQ, dell'allocazione ottimale di un portafoglio tra le diverse *asset class* dovrebbero interessare gli operatori immobiliari, i responsabili della gestione di portafogli istituzionali, gli specialisti del credito immobiliare, ma anche i responsabili di istituti pubblici che monitorano i mercati. Il libro si rivolge quindi anche ai professionisti del settore, che nonostante abbiano anni di esperienza alle spalle, possono trovare utile sistematizzare quanto già appreso con la pratica grazie a un testo che da un lato illustra i principi e dall'altro approfondisce particolari tematiche che richiedono un corpo di conoscenze teoriche di base, con un supporto di esempi di modelli di valutazione e altri strumenti su fogli elettronici.

Infine, sebbene numerosi studi si basino sui mercati anglosassoni, dove la disponibilità di dati è maggiore e da maggior tempo l'accademia dedica attenzione al *real estate*, occorre sottolineare che l'opera è principalmente realizzata con riferimento al mercato italiano (con numerosi approfondimenti su studi, dati e normativa specifici) e, per alcuni elementi, al mercato svizzero.

Il libro è suddiviso in sette capitoli cui si aggiunge un sito internet di riferimento. Il *Capitolo 1* è dedicato a una descrizione dei mercati e dei beni immobiliari, con l'analisi della dimensione dei mercati, delle caratteristiche delle tipologie di beni, delle diverse modalità di investimento, oltre alle principali categorie di investitori presenti.

Il *Capitolo 2* tratta le tematiche del rendimento e del rischio degli investimenti immobiliari, con i diversi criteri adottabili in tema di misurazione del rendimento e soprattutto dell'utilità del ricorso al *benchmarking* immobiliare. Vengono presentate anche una classificazione dei rischi legati agli investimenti immobiliari e una modalità di misurazione.

La problematica della valutazione dei beni immobiliari è trattata nel *Capitolo 3*, dove sono presentate le diverse metodologie di valutazione dei beni immobiliari, evidenziando vantaggi e inconvenienti di ciascuna: comparativa di mercato, del costo di ricostruzione ed economica (reddituale e finanziaria).

Nel *Capitolo 4* si descrive il funzionamento dei fondi di investimento immobiliare italiani, presentando tutte le caratteristiche dello strumento e descrivendone il mercato di riferimento.

Il *Capitolo 5* è sempre dedicato a una forma indiretta di investimento nel mercato, le SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotate), che hanno di recente fatto la loro comparsa nell'ordinamento italiano. Sebbene non si siano ancora diffuse sufficientemente, rappresentano il modello italiano dei REITs, tipologia di società immobiliare ampiamente diffusa in altri mercati.

La problematica della costruzione di indici dell'evoluzione dei prezzi immobiliari è trattata nel *Capitolo 6*. Si opera una distinzione tra indici dell'immobiliare commerciale e del residenziale e le distorsioni potenziali che possono derivare dall'utilizzo di alcuni criteri. Si affronteranno anche gli indici degli investimenti immobiliari indiretti, distinguendo gli investimenti quotati dagli investimenti non quotati.

Infine, il *Capitolo 7* è dedicato al ruolo dell'investimento immobiliare in un portafoglio. Si confrontano i parametri di redditività e di rischio degli investimenti immobiliari con quelli degli investimenti azionari e obbligazionari, esaminando il grado di correlazione tra redditività immobiliare e degli investimenti finanziari. Si analizza, infine, l'effetto dell'introduzione di *asset* immobiliari in un portafoglio contenente attività mobiliari, per concludere

con un confronto tra l'allocazione consigliata e quella effettiva all'immobiliare da parte degli investitori istituzionali, individuando alcune possibili cause di tale divario.

Il sito internet www.hoesli-morri.it, cui nel testo frequentemente si fa rinvio con l'utilizzo del simbolo , rappresenta un supporto a tutti gli effetti parte integrante dell'opera editoriale, con:

- *Approfondimenti* su alcune tematiche specifiche tramite gli studi scientifici di riferimento.
- *Bibliografia interattiva* con possibilità di consultare direttamente gli studi citati grazie a numerosi collegamenti ai documenti originali.
- *Tablelle dati* pubblicate nel libro con possibilità di scaricare i dati in formato elettronico e di ottenere aggiornamenti.
- *Altri dati di mercato* aggiornati disponibili in formato elettronico per elaborazioni.
- *Modelli su foglio di calcolo* con esempi di valutazione per un migliore approfondimento e un immediato utilizzo a fine didattico.
- *Integrazioni* di alcune parti, quali per esempio le appendici normative, trovano spazio direttamente sul sito per la possibilità di continuo aggiornamento.
- *Link* ai siti citati nel testo e ad altri di interesse su argomenti correlati.
- *Presentazioni con slide* per ripercorrere i temi affrontati in ogni capitolo, che consentono al lettore di avere una sintesi di quanto trattato e rappresentano per i docenti un agevole strumento didattico.

Last, but not least un sentito ringraziamento a tutti coloro che, in diverso modo, hanno contribuito alla realizzazione di questo libro: FIABCI (Antonio ed Enrico Campagnoli) per il contributo economico e nella diffusione; Assogestioni (Alessandro Rota e Fabio Galli), BNP Paribas REIM SGR (Nicola Franceschini), IPD (Davide Manstretta), Nomisma (Daniela Percoco) e Scenari Immobiliari (Franco e Mario Breglia) per i dati forniti; Massimiliano Morrone (Nova Re) per l'utile confronto sulle SIIQ; Pietro Schena (SDA Bocconi) per il prezioso supporto operativo. Fondamentale è stato l'aiuto di Paolo Benedetto (Europrogetti & Finanza), brillante e giovane professionista che, spesso sacrificando il proprio tempo libero, ha dato un prezioso e affidabile contributo nell'attività di revisione, integrazione e supporto. Ogni eventuale errore rimane unicamente responsabilità degli autori.

Martin Hoesli, Giacomo Morri

(Ginevra e Milano)

Marzo 2010