

**EDILIZIA**

BENEDETTO MANGANELLI

---

# LA VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI IMMOBILIARI

---

- L'analisi del mercato
  - Le tecniche di valutazione
  - Il controllo del rischio
- 



FRANCOANGELI

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



EDILIZIA/Studi

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

BENEDETTO MANGANELLI

# LA VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI IMMOBILIARI

- L'analisi del mercato
- Le tecniche di valutazione
- Il controllo del rischio

FRANCOANGELI

Copyright © 2013 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# Indice

<b>Introduzione</b>	pag.	9
<b>Il mercato immobiliare urbano</b>	»	11
1. Generalità sugli immobili	»	11
1.1. Caratteristiche economiche	»	12
1.2. Caratteristiche giuridiche ed effetti economici	»	15
1.3. Caratteristiche extra-economiche	»	16
1.4. Gli operatori del settore immobiliare	»	16
2. La natura del mercato immobiliare	»	20
2.1. Un mercato imperfetto	»	20
2.2. La segmentazione in sottomercati	»	21
2.3. Il breve ed il lungo periodo	»	23
2.4. Cicli del mercato immobiliare	»	25
2.5. Classificazione dell'offerta	»	30
2.6. Le variabili che condizionano l'offerta di beni immobili	»	30
2.7. Classificazione della domanda	»	32
2.8. I determinanti della domanda di beni immobili	»	32
2.9. Il sottomercato delle compravendite	»	36
2.10. Il sottomercato dell'affitto	»	43
<b>La ricerca di mercato</b>	»	49
1. L'utilità della ricerca	»	49
2. La disponibilità dei dati e le fonti	»	51
3. L'articolazione della ricerca	»	56
4. Affidabilità delle ricerche	»	60
5. I costi e i benefici della ricerca	»	61
6. Definizione dell'area di mercato	»	62

7. Analisi del potenziale di mercato	pag.	64
<b>Il finanziamento</b>	»	71
1. Generalità sul mercato finanziario	»	71
2. La leva finanziaria	»	72
2.1. La misura dell'effetto leva	»	74
2.2. Quanto finanziare?	»	75
3. I costi del finanziamento	»	76
4. Una panoramica sul regime fiscale	»	79
<b>L'investimento immobiliare</b>	»	83
1. Caratteristiche dell'investimento immobiliare	»	83
1.1. Classificazione degli investimenti	»	85
2. Le ragioni dell'investimento	»	87
2.1. Vantaggi e svantaggi dell'investimento immobiliare	»	88
2.2. Il valore d'investimento	»	91
2.3. Confronto con altri tipi di investimento	»	94
<b>Gli investitori e le strategie d'investimento</b>	»	96
1. Classificazione degli investitori	»	96
2. Il comportamento dell'investitore e la propensione al rischio	»	97
3. Il processo di sviluppo immobiliare	»	99
4. Obiettivi e strategia dell'investitore	»	102
5. Scelta del tipo di intervento e localizzazione	»	106
6. Il processo decisionale	»	113
6.1. Impostazione dello schema	»	113
6.2. Lo studio di fattibilità	»	117
6.3. Il calcolo del valore d'investimento	»	125
<b>L'analisi dell'investimento</b>	»	128
1. Premessa	»	128
2. Stima dei flussi di cassa	»	129
2.1. Stima dei ricavi e del valore futuro dell'immobile	»	130
2.2. Spese operative e manageriali	»	134
2.3. Il valore di recupero	»	137
2.4. Gestione del finanziamento	»	140
2.5. Stima dei costi di costruzione	»	140
3. Tecniche tradizionali per l'analisi della redditività	»	142



3.1. Rapporti di convenienza	pag.	143
3.2. Misure finanziarie	»	144
3.3. Misure di profittabilità	»	152
3.4. I limiti dei criteri di redditività tradizionali	»	155
4. Tecniche contemporanee per l'analisi della redditività	»	156
4.1. Introduzione alla Discounted Cash-Flow Analysis	»	156
4.2. Il Valore Attuale Netto – VAN	»	157
4.3. Il Tasso Interno di Rendimento – TIR	»	159
4.4. Altri indicatori	»	168
4.5. Il saggio di sconto	»	171
<b>L'analisi del rischio</b>	»	174
1. Le variabili e i fattori di rischio	»	174
2. Il ruolo dell'analista	»	181
3. Il controllo del rischio	»	182
4. Metodi tradizionali per il trattamento del rischio	»	185
4.1. Il tasso di sconto aggiustato per il rischio (Risk Adjusted Discount Rate)	»	185
4.2. Gli equivalenti certi	»	187
5. L'analisi probabilistica	»	190
5.1. Partizionamento e Analisi di Sensitività	»	191
5.2. L'analisi reticolare	»	196
5.3. La simulazione Montecarlo	»	201
6. I criteri matematico – statistici	»	204
6.1. L'approccio media-varianza	»	220
6.2. La teoria dell'utilità attesa	»	222
6.3. L'approccio della dominanza stocastica	»	226
6.4. La valutazione basata su ipotesi differenziate	»	228
6.5. La programmazione matematica	»	229
7. Limiti e prospettive delle tecniche di valutazione	»	230
<b>La teoria delle opzioni reali in campo immobiliare</b>	»	234
1. L'investimento come generatore di opzioni reali	»	236
2. Lo sviluppo del processo	»	239
3. Analisi del rischio	»	239
4. Il processo di analisi strategica	»	240
4.1. Identificazione delle aree di adattabilità manageriale	»	241
4.2. Identificazione delle opzioni e dei loro parametri	»	241

4.3. La verifica delle condizioni di esercizio	pag.	246
4.4. Il processo di analisi quantitativa	»	250
4.5. I modelli di calcolo del VAN esteso	»	250
<b>Riferimenti bibliografici</b>	»	259

## *Introduzione*

Questo testo fornisce una guida teorica e pratica alla valutazione dell'investimento immobiliare. L'investimento al quale fa riferimento è quello vicino alle reali condizioni fisiche della trasformazione edilizia; quell'attività d'investimento compiuta da un imprenditore puro o concreto che deve scegliere dove, quando e come intraprendere l'iniziativa edilizia. L'attenzione a questo tipo d'investimento e dunque agli strumenti che ne possano supportare lo sviluppo e il successo, si colloca a valle di una fase che ha visto un eccesso di finanziarizzazione del mercato immobiliare. Non v'è dubbio che tale processo avrebbe potuto generare qualche beneficio; il superamento della segmentazione del mercato ed il conseguente aumento della standardizzazione, tipica dei titoli mobiliari, producono infatti l'intensificazione delle negoziazioni, una maggiore continuità delle transazioni e dunque fluttuazioni meno repentine dei prezzi.

Se da un lato il processo di finanziarizzazione avrebbe potuto ridurre il rischio dell'investimento attraverso la diffusione di fondi immobiliari, veicolo principale dell'investimento immobiliare in forma monetaria, dall'altro la cartolarizzazione (effetto anch'esso della finanziarizzazione) ha determinato conseguenze rovinose. La cartolarizzazione, favorita da politiche pubbliche deregolative e dall'iniziativa finanziaria, ha trasformato il mercato immobiliare in una sorta di mercato sottostante a quello finanziario. Gli asset immobiliari sono stati trasformati in titoli, i quali sono stati a loro volta artificialmente valorizzati con spregiudicate politiche del credito che, stimolando le famiglie e i piccoli imprenditori all'indebitamento, hanno promosso la forte crescita della domanda di acquisto di immobili. Ciò ha trasferito la liquidità su altri sistemi economici, consentendo alle grandi compagnie industriali e non, registe di questa operazione, forti speculazioni che hanno prodotto grandi utili, la copertura di debiti, la ricapitalizzazione, nuovi prestiti, ecc.

L'esplosione della bolla speculativa immobiliare ha messo in luce l'etero ma ormai stabile legame tra l'economia di carta e quella del mattone, smascherando però il tentativo di dissimulare le perdite nella competizione mondiale con una fittizia ristrutturazione finanziaria degli asset immobiliari. La conseguente crisi economica ha determinato per molti dei paesi coinvolti la necessità di ripianare il debito attraverso la dismissione (valorizzazione) del proprio patrimonio pubblico. Questa circostanza offre oggi nuove opportunità d'investimento.

L'auspicabile ritorno all'attività reale nel mercato immobiliare richiama la necessità di un'attenta valutazione dell'investimento. La prima parte del testo è dedicata ad un'approfondita analisi del mercato immobiliare attraverso lo studio delle variabili micro e macroeconomiche che hanno influenza sulla domanda e sull'offerta e l'evidenza di come queste due componenti interagiscono. L'attenzione è poi focalizzata su tutte quelle azioni preliminari all'investimento che possono condizionarne il successo (la ricerca di mercato e la scelta del tipo di finanziamento). Da queste azioni dipende la qualità dei parametri che sono poi inclusi nell'analisi dell'investimento. Nei capitoli finali sono descritte le tecniche di valutazione anche mediante esempi numerici. Ne sono messe in luce le caratteristiche essenziali, i limiti e le potenzialità in relazione alla loro capacità di gestire il rischio dell'investimento immobiliare.

Il testo si rivolge ai professionisti e ai manager di imprese che operano nel mercato immobiliare ma anche agli studenti di ingegneria o architettura che vogliono approfondire lo studio del mercato immobiliare e delle tecniche di supporto alle decisioni d'investimento in ambito edilizio.

# *Il mercato immobiliare urbano*

## **1. Generalità sugli immobili**

Il possesso e il controllo di un edificio o di una sua parte sono da sempre considerate azioni fondamentali della vita di un individuo. Esse soddisfano un bisogno primario dell'uomo qual è quello della propria dimora o del riparo per merci, macchine o animali.

Tuttavia la modifica delle abitudini sociali, ha ridotto il significato e l'importanza da sempre attribuito al rapporto di dipendenza dal possesso del suolo e di ciò che artificialmente insiste permanentemente su di esso. Accade, infatti, che oggi frequentemente si decida – per ragioni di tipo culturale, sociale e soprattutto economico – di prendere in affitto l'appartamento in cui vivere rinunciando ad ottenerne il pieno controllo attraverso l'acquisizione della proprietà. Altresì, l'individuo spesso lavora in uffici, in fabbriche e in negozi che non gli appartengono. Il mutato equilibrio fra bisogni primari e il modo in cui si riesce ad appagarli, le nuove esigenze che si accompagnano al cambiamento degli stili di vita dell'uomo, hanno modificato l'atteggiamento verso il controllo della proprietà immobiliare.

È vero, d'altra parte, che un edificio rende una serie molto ampia di servizi e prestazioni, e gli attuali bisogni primari prima menzionati rappresentano solo una parte di quelle necessità avvertite dagli individui che possono essere soddisfatte dall'immobile. Cosicché lo scopo per il quale molti, avendone la capacità finanziaria, acquisiscono proprietà immobiliari può non essere connesso al soddisfacimento personale di bisogni primari ma risponde invece all'esigenza di preservare un capitale e ottenere un profitto.

Sono dunque due, in linea di massima, le ragioni che spingono il soggetto economico, famiglia o impresa, ad acquistare un immobile urbano:

- beneficiare del flusso di servizi derivati dal consumo diretto del bene,

quando l'immobile è destinato ad abitazione o è strumentale alla produzione;

- assicurarsi un flusso di redditi futuri, quando l'immobile è considerato un investimento.

In funzione dei requisiti soggettivi e delle attitudini dell'operatore che esplica la domanda di beni immobiliari, cambiano le motivazioni e il peso dei fattori che determinano l'acquisto del bene.

Il comportamento del consumatore è principalmente influenzato da ragioni di natura economica: il reddito di cui dispone, il tasso d'interesse sui mutui, il livello di tassazione sul trasferimento e sul possesso. A volte, però, anche in misura non trascurabile, la domanda di immobili per l'uso diretto può essere condizionata da ragioni di natura extraeconomica: sociologiche, psicologiche, tecnologiche, ecc.

L'investitore ha invece finalità esclusivamente economiche. La porzione di domanda di beni immobiliari urbani che soddisfa tali finalità è certamente influenzata dal livello dei redditi, ma principalmente è sensibile alle variazioni del rendimento immobiliare e, soprattutto, al confronto di questo rendimento con la redditività di investimenti alternativi.

### ***1.1. Caratteristiche economiche***

In relazione al tipo di servizi o prestazioni che rende, l'edificio può essere considerato un bene *diretto* o *indiretto*. Nel primo caso l'uso dell'immobile soddisfa bisogni primari dell'individuo, che sono rappresentati dal concetto di dimora (abitazione, luogo di lavoro, ecc.), e/o bisogni secondari, nel caso ad esempio in cui l'immobile è espressione di uno status sociale. L'immobile va considerato, invece, un bene indiretto quando contribuisce alla produzione di altri beni o servizi: è il caso di un capannone industriale (fattore strumentale della produzione) o di un immobile urbano dal quale ci si attende un flusso di redditi. Gli immobili, quindi, vanno considerati beni di consumo o di produzione a seconda che i soggetti economici che li richiedono si conformino al modello di comportamento del consumatore o dell'investitore.

L'utilità e dunque il valore di un edificio – come di ogni altro bene economico – è direttamente proporzionale alla capacità di soddisfare i bisogni, ovvero alla domanda, e inversamente proporzionale alla quantità disponibile, in pratica all'offerta.

Caratteristica di ogni bene economico è, tra le altre, la limitatezza<sup>1</sup>. Se il bene non è originario ma il prodotto di una trasformazione, com'è nel caso di un edificio, questa caratteristica è generata dalla limitata disponibilità dei suoi fattori produttivi e/o dal costo di produzione, laddove quest'ultimo non dipende dalla scarsa disponibilità dei fattori medesimi.

L'edificio è il risultato di un processo produttivo nel quale intervengono, come fattori economici distinguibili anche a processo ultimato, il suolo e ciò che su esso è edificato, il costruito.

La limitatezza del bene edificio è dunque essenzialmente connessa alla scarsa disponibilità di suoli adatti all'edificazione. È questo un vincolo tecnico che dipende dal luogo e dalle politiche urbanistiche e pertanto non superabile, almeno non da fattori interni al mercato di riferimento.

Il suolo urbano se, da un lato, è limitato nella disponibilità è, dall'altro, di durata praticamente illimitata (*permanenza della terra*).

Per effetto di tali caratteri l'area di sedime di un fabbricato è soggetta nel tempo al fenomeno della rendita urbana. La rendita urbana è a sua volta distinguibile in un'aliquota cosiddetta differenziale ed in una denominata assoluta. La prima è generata dalla presenza di caratteri e requisiti fisici, tecnici e giuridici che rendono un terreno più o meno appetibile sul mercato ai fini dell'attuale utilizzazione edilizia. Essa cioè dipende dalla quantità e dalla qualità dell'urbanizzazione e dei servizi complementari all'insediamento, dal rilascio già ottenuto di concessioni a edificare o dall'inserimento delle aree in piani attuativi. La rendita urbana assoluta è funzione invece di elementi esterni al bene, dai quali deriva la convenienza economica all'utilizzazione edificatoria nell'attuale condizione o nel prossimo futuro. Questo tipo di rendita dipende perciò dalla limitatezza della risorsa ed è dunque propria del suolo e non del costruito.

È pur vero, tuttavia, che il valore di un suolo non è detto che sia in perpetuo costante o addirittura sempre crescente nel tempo. Può accadere, ad esempio, che cambiamenti negli stili di vita determinino corrispondenti cambiamenti nei modelli d'utilizzo dei suoli e una conseguente svalutazione degli stessi. Anche fenomeni come l'inquinamento dell'ambiente possono rendere pericoloso o addirittura impossibile abitare o soggiornare in una certa zona; e una risorsa non utilizzabile non ha valore. È giusto, quindi, pensare agli immobili come a *beni di lunga-lunghissima durata*, ma solo a patto che non se ne distrugga, in qualche modo, la loro capacità di assecondare i bisogni umani.

<sup>1</sup> Un bene economico perché sia tale oltre ad essere disponibile in quantità limitate deve essere accessibile e permutabile.

L'utilizzo che si fa di un suolo è sempre il risultato della combinazione tra fattori di tipo fisico-normativo e d'ordine economico e sociale. Una volta che l'area è stata trasformata per essere destinata a una determinata funzione, è poi complicato riuscire a convertire la sua funzione originale nel tentativo di adattarla ai cambiamenti dei gusti e alle conseguenti nuove esigenze della domanda. Il processo di conversione è sempre lento e costoso. Potrebbe talvolta richiedere la demolizione e la ricostruzione dell'edificio. Nella maggior parte dei casi, pertanto, la conversione non può che essere limitata (*scarsa convertibilità*). La limitata possibilità di trasformazione nel tempo degli edifici e la loro impossibile trasformazione spaziale rendono inevitabilmente il settore immobiliare molto sensibile a variazioni delle condizioni economiche e sociali del contorno.

La posizione fissa (*fixed location*) degli immobili urbani, in combinazione con le numerose diversificazioni possibili di un edificio o di un suolo urbano, conferisce ad ogni investimento immobiliare un carattere di unicità. È questa una prima condizione di imperfezione del mercato immobiliare, tenuto conto che uno dei caratteri del mercato perfetto è proprio l'omogeneità dei beni in esso scambiati.

Sono poi diverse le implicazioni economiche legate alla caratteristica di inamovibilità di edifici e terreni. Innanzitutto, il mercato al quale appartiene il generico bene non può essere considerato nazionale o globale, ma un mercato locale a volte molto circoscritto nello spazio. La *fixity location* può avere effetti sul valore di segno positivo o negativo. Si è detto, infatti, che in relazione a tale caratteristica i valori immobiliari subiscono in modo sensibile i mutamenti delle condizioni economiche e sociali propri della zona d'ubicazione. Cosicché, ad esempio, in paesini di montagna soggetti a forte emigrazione si assiste alla svalutazione di immobili anche pienamente efficienti sul piano tecnico; mentre in aree urbane inizialmente periferiche di città in espansione, per effetto di una cosiddetta *mobilità relativa* – tal che nel tempo diventano 'relativamente' più centrali – si osserva una costante crescita dei valori (*rendita di posizione*).

Esiste quindi una contrapposizione fra immobilità fisica degli edifici e mobilità del contesto socio economico<sup>2</sup>.

Pertanto, così come la posizione fissa rende conto della natura unica di ogni suolo, allo stesso modo ne condiziona fortemente l'utilità e dunque il valore.

<sup>2</sup> Si usa dire che gli edifici sono immobili sotto il profilo fisico ma mobili dal punto di vista economico.



## ***1.2. Caratteristiche giuridiche ed effetti economici***

Quando si acquista un immobile, oltre ad ottenere il possesso della proprietà fisica, si acquisiscono una serie di diritti di tipo legale che permettono di avere, entro certi limiti, il pieno controllo del bene: lo sfruttamento delle sue risorse, la possibilità di trasformarlo, di venderlo, di locarlo o di offrirlo in garanzia.

La spesa che un'ordinaria famiglia sostiene per l'acquisto di un immobile rappresenta, nell'arco di vita della stessa, il suo maggiore impegno economico. Nessun altro bene di largo consumo comporta una spesa altrettanto elevata. Ciò rende frequente il ricorso a strumenti di finanziamento, anche piuttosto complessi, nelle operazioni di compravendita. D'altra parte, poiché pochi imprenditori edili posseggono il capitale necessario per coprire completamente i costi di un intervento edilizio, seppure di medie dimensioni, anch'essi normalmente ricorrono al finanziamento esterno.

Fortunatamente, sia per la famiglia che acquista sia per chi vuole intraprendere un'iniziativa edilizia, i beni immobili poiché beni durevoli con lunga o lunghissima vita economica sono considerati una buona garanzia per l'ottenimento di un prestito.

Tra le caratteristiche giuridiche degli immobili vi è poi quella impressa ad essi (al suolo e dunque al fabbricato) dalla pianificazione urbanistica, in altre parole la destinazione d'uso. All'interno di un ambito urbano le possibili destinazioni private dei suoli sono distinguibili nelle seguenti categorie principali: *residenziale*, *produttivo (uffici, alberghi, ecc.)*, *commerciale*, *industriale*. Esistono poi destinazioni pubbliche o collettive dei suoli urbani: le strade, le scuole, i giardini, le piazze, ecc. Tali funzioni, quelle private e quelle pubbliche, sono strettamente collegate fra loro. L'utilizzo di un suolo destinato ad un uso specifico (residenze, uffici, negozi, ecc.) pone in essere una serie di relazioni con i suoli della stessa zona. Ciascuna particella di terreno associa a sé un insieme complesso di rapporti spaziali con le attività economiche e sociali che si svolgono all'intorno. Con riferimento a specifici usi, tale insieme acquista un significato univoco e si traduce in tanti prezzi d'offerta in accordo con la valutazione che ne danno i vari interessati. Così, relativamente ai residenti, assumono valore le qualità urbanistiche dell'area e l'accessibilità della stessa ai servizi, al centro di vita sociale o al luogo di lavoro. Esiste cioè un rapporto di complementarietà tra le diverse utilizzazioni dei suoli. Questo concetto, definito *interdipendenza delle funzioni*, spiega pertanto che al valore del singolo immobile partecipano le funzioni che caratterizzano i suoli che lo circondano.

Se, da un lato, è vero che il valore di un suolo (in proprietà privata) di-

pende fortemente anche dall'accessibilità (strade pubbliche, autostrade) e dai servizi (acquedotto, elettricità, ecc.), ovvero dalla qualità e dalla densità delle infrastrutture e delle attrezzature che corredano il contesto urbano nel quale è inserito, dall'altro lato, la presenza di queste rende conto, almeno parzialmente, di una importante componente del costo di produzione e di gestione degli immobili: le imposte. Si tratta dei compensi che l'imprenditore (anche come solo investitore) paga ad uno dei fattori produttivi: lo Stato il quale fornisce i servizi indispensabili all'attuazione della produzione<sup>3</sup>. La proprietà immobiliare è poi oggetto – come è illustrato nel seguito – di altri prelievi fiscali non collegati all'attività di produzione o trasformazione, ma alla sua gestione.

### ***1.3. Caratteristiche extra-economiche***

Sebbene questo lavoro pone l'obiettivo sulle valenze economiche dell'investimento immobiliare, non si può prescindere da considerazioni relative al particolare significato sociale rivestito dal bene edilizio. La casa è spesso per l'uomo moderno il centro di un complesso di rapporti sociali collegati con fattori storici, architettonici, che, talora, fanno passare in secondo piano il contenuto economico connesso al soddisfacimento del bisogno primario di dimora.

### ***1.4. Gli operatori del settore immobiliare***

Il prodotto edilizio può essere coinvolto in una serie di attività economiche quali: la costruzione/trasformazione, la gestione della proprietà, l'amministrazione, la vendita, l'intermediazione, la promozione, la stima del valore, la consulenza ecc. Tutte queste attività acquisiscono ruolo e significato diverso in relazione alla natura che assume il bene immobile: *bene di investimento* (o strumentale) oppure *di consumo*. Ovviamente la scelta tra il carattere duale che contraddistingue l'immobile è conseguenza dell'attività economica connessa al possesso o alla proprietà dell'immobile medesimo; il soggetto che svolge questa attività è perciò identificabile nell'investitore o nel consumatore.

Per comprendere a quale modello comportamentale si conformano i

<sup>3</sup> La produzione in quanto creazione di utilità può essere intesa come trasformazione materiale (è appunto la produzione edilizia) o anche trasformazione temporale o da persona a persona (investimento in immobili).

soggetti economici coinvolti nelle attività innanzi richiamate è proposto in tab. 1 uno schema che associa a tali soggetti la funzione che questi attribuiscono all'immobile e ne identifica il modello comportamentale.

*Tab. 1 – Soggetti economici del settore immobiliare (rielaborato da Dandri G. 1969, Il mercato Edilizio, Giuffrè)*

<i>Soggetti Economici</i>	<i>Funzione attribuita all'immobile</i>	<i>Modello Comportamentale</i>
<i>Affittuario</i>	Si tratta di consumatori puri. N.B. Talvolta la scelta della loro posizione di utenti non proprietari può discendere da un ragionamento economico	Consumatore
<i>Utente – Proprietario</i>	Usufruisce direttamente del bene immobile	Intermedio (il comportamento oscilla a seconda delle motivazioni e delle situazioni congiunturali)
<i>Piccolo Proprietario Immobiliare</i>	È colui che acquista l'immobile col fine di ricavarne un reddito, ma anche per motivazioni legate, ad esempio, alla difesa dei risparmi da effetti inflazionistici, o extraeconomiche (la casa per i figli, ecc.)	Prevale la figura dell'investitore
<i>Società Immobiliare</i>	Ha come principale obiettivo quello di ricavare un reddito dall'affitto delle proprietà controllate.	Investitore
<i>Fondo Immobiliare</i>	Ha un comportamento simile alla categoria precedente con la variante che l'immobile è inserito in un portafoglio che può contenere anche valori mobiliari.	Investitore

Le categorie elencate hanno dunque, nei confronti dell'immobile, comportamenti che possono essere molto diversi e che, a seconda dei casi, fanno di esso un bene strumentale o di consumo.

È di seguito analizzato il comportamento di quei soggetti economici che normalmente costituiscono la componente più importante della domanda immobiliare: le famiglie (gli utenti-proprietari). Questi soggetti che, da un lato, vedono nell'acquisto dell'immobile la soddisfazione di un bisogno primario e, dall'altro, considerano tale acquisto come rifugio per i loro risparmi, sono essenzialmente condizionati nella scelta da:

- i prezzi delle abitazioni;
- il livello degli affitti;

- il tasso di interesse per il finanziamento a lungo termine<sup>4</sup>.

Il comportamento di questo tipo di investitore è stato approssimato da Coons e Glaze (1963), i quali affermano che il massimo prezzo pagabile per l'acquisto dell'immobile non può superare l'accumulazione dei canoni netti d'affitto ritraibili dallo stesso. Tale accumulazione sebbene sembri riflettere esattamente il concetto di valore di capitalizzazione quale procedimento per la stima del valore di mercato di un immobile, non ha assolutamente questo significato. La valutazione alla quale si fa riferimento è di convenienza all'acquisto; esprime dunque un giudizio di valore specificamente valido, costruito rispetto alle caratteristiche dell'investitore, e non generalmente valido qual è invece il valore di mercato. Il saggio al quale sono scontati i canoni non è infatti un saggio di mercato.

L'equazione che esprime tale comportamento è la seguente:

$$P_d = \frac{Q_a}{(1 + R_i)} + \frac{Q_{a_2}}{(1 + R_i)^2} + \dots + \frac{Q_{a_n}}{(1 + R_i)^n}$$

in cui:

$P_d$  = prezzo di domanda;

$Q_a$  = livello medio stimato del canone netto di affitto durante la vita prevista dell'immobile;

$R_i$  = tasso di interesse del mercato dei capitali a lungo termine.

Il prezzo di domanda per l'investitore concreto è dunque determinato dal livello medio dei fitti (rappresenta il reddito dell'investitore nel caso che opti per l'acquisto) e dal tasso praticato sui mutui (che riflette la redditività di investimenti alternativi). Il confronto fra il prezzo di domanda e quello di mercato, determina la scelta dell'investitore.

Per altro verso il valore d'offerta, ossia il prezzo minimo che il venditore è disposto ad accettare per la cessione, può considerarsi pari all'accumulazione dei canoni sviluppata però ad un tasso corrispondente al rendimento atteso dall'investimento immobiliare. Per il prezzo di offerta è cioè proposta la seguente espressione algebrica:

$$P_o = \frac{Q_a}{(1 + R_m)} + \frac{Q_{a_2}}{(1 + R_m)^2} + \dots + \frac{Q_{a_n}}{(1 + R_m)^n}$$

<sup>4</sup> Ovviamente, l'analisi della domanda nel mercato immobiliare coinvolge, oltre i parametri indicati, altre variabili che sono oggetto di un maggiore approfondimento nei paragrafi successivi.

in cui:

$P_o$  = prezzo di offerta;

$Q_a$  = livello medio stimato del canone di affitto durante la vita prevista dell'immobile;

$R_m$  = efficienza marginale del capitale investito nel caso di acquisto.

Gli utenti-proprietari saranno in posizione di indifferenza quando  $R_i=R_m$ ; preferiranno l'acquisto all'affitto se  $R_m>R_i$  e l'affitto all'acquisto nel caso opposto.

Nel mercato edilizio, date le sue condizioni continuamente mutevoli, è frequente il passaggio dall'affitto alla proprietà quando si passa da  $R_i>R_m$  a  $R_m>R_i$ . Il caso opposto è invece assolutamente eccezionale, e ciò conferma che il proprietario-utente non si conforma pienamente al comportamento dell'investitore puro.

In ogni caso, la decisione circa la convenienza puramente economica dell'affitto o dell'acquisto è assunta considerando anche variabili diverse da quelle citate. Alcune di esse sono relative all'immobile in particolare (la vita utile dell'immobile, la previsione di spese assicurative, manutentive e tasse, ecc.), altre riguardano le condizioni generali del mercato (aspettative future su prezzi e tassi finanziari, il diverso carico fiscale, ecc.). Il proprietario-utente, inoltre, può essere condizionato nella scelta da motivazioni di natura extra-economica che lo avvicinano così alla figura del consumatore.

Quest'ultimo, come già accennato, a volte basa le sue decisioni circa l'acquisto su ragionamenti di ordine sociologico e psicologico. Agendo sotto tali spinte non considera, nel proprio orizzonte economico, l'eventualità di impiegare i risparmi in forme di investimento alternative.

Esistono poi numerosi altri motivi<sup>5</sup> che dimostrano l'estraneità del proprietario-utente al modello comportamentale dell'investitore puro.

Al fine di inquadrare la figura economica dell'investitore in immobili si può dare di essa la seguente definizione: l'investitore è colui che acquista un immobile in ragione di due possibili benefici:

- 1) un flusso di redditi risultante dallo sfruttamento produttivo dell'immobile in un periodo più o meno lungo;
- 2) l'utile derivante dagli incrementi di valore dell'immobile nel tempo, il cosiddetto *capital gain*.

Quando l'acquisto ha come principale obiettivo di rendimento il *capital gain*, l'orizzonte temporale di riferimento è normalmente molto breve e

<sup>5</sup> Motivi messi in luce nella citata ricerca di Coons e Glaze.