

Titolo della tesi: **La Valutazione dei Progetti di Sviluppo Immobiliare.**

Autore: Stefano Rossi

Abstract

ITALIANO

Cos'è un bene immobile? La fondamentale risposta dell'investitore alla domanda è: *potenziali flussi di cassa futuri*.

Nell'ambito dell'analisi finanziaria dei progetti di sviluppo, il metodo della "*residual valuation*" è quello più comunemente utilizzato. Tuttavia, con la crescente complessità del mercato degli investimenti, laddove la linea di demarcazione tra successo e fallimento è così sottile, la dimensione e la complessità dei progetti di sviluppo richiedono tecniche di analisi più sofisticate.

I progetti di sviluppo immobiliare sono rischiosi per due motivi:

- non si ha certezza di quale tasso di occupazione si potrà conseguire, entro quanto tempo e a quale canone locativo; si parla cioè di "*rischio del mercato locativo*";
- anche se non c'è leva finanziaria (cioè, se il progetto è finanziato interamente con capitale proprio) nè rischio di sfritto (cioè, se il progetto è interamente affittato "*sulla carta*"), essi sono comunque caratterizzati da "*leva operativa*" poiché hanno dei costi certi contrattualizzati a fronte, per contro, di ricavi potenzialmente variabili.

Quindi, la fase costruttiva dei progetti di sviluppo presenta caratteristiche di rischio e rendimento molto diverse rispetto alla fase di messa a reddito e, conseguentemente, deve fornire rendimenti attesi più elevati rispetto agli investimenti in immobili a reddito.

E' molto importante comprendere tale differenza perché l'"*offerta*" del mercato dei capitali (coloro i quali investono denaro) è articolata in differenti categorie di investitori che sono in cerca di differenti livelli di rischio e di rendimento *ex ante*. Il principale obiettivo di questa tesi è di applicare un particolare approccio di tipo "discounted cashflow" nel quale i cash flow futuri sono, appunto, scontati a valore attuale:

ENGLISH

What is real estate? The investor's fundamental answer to the question is: real estate is potential future cash flows.

The traditional method of "residual valuation" is the commonly used approach in the financial analysis of development projects. However, with the increasing complexity of investment markets, where the dividing line between success and failure is so fine, the size and complexity of development projects requires more sophisticated techniques for analysis.

Development investments are risky for two reasons:

- it is not known for certain what occupancy will be achieved within what period of time and at what rental rate; this is fundamental "rental market risk";
- even if there is no financial leverage (that is, if the project is financed entirely with equity), and even if there is no lease-up risk (that is, if the project is entirely pre-leased), they still have "operational leverage" in the sense of having high fixed or committed costs relative to potentially variable revenues.

Thus, the construction phase of development investments has very different risk and return characteristics than the stabilized operating phase investment and, therefore, must provide higher expected returns than investments in stabilized properties.

Understanding this difference is very important because the supply side of the capital market (those who have money to invest) is divided into different types of investors who are looking for different levels of *ex ante* risk and return in their investments.

The primary objective of this thesis is to build upon widely used risk-adjusted discounting approach methodology, in which risky future cash flows or value amounts are discounted to the present value:

- utilizzando tassi di sconto aggiustati per il rischio ed elaborati con il Capital Asset Pricing Model, un modello finanziario ampiamente utilizzato nella pratica, non solo a livello universitario, ma anche dai professionisti dell'investimento;
- aggiungendo l'incertezza, attraverso l'utilizzo di distribuzioni di probabilità in luogo di valori puntuali, per gli elementi "sensibili" del modello di cashflow al fine di produrre centinaia o anche migliaia di scenari: si tratta della simulazione Monte Carlo, largamente utilizzata nell'analisi di rischio;

nel tentativo di inserire i progetti di sviluppo - e gli immobili "a reddito" - in un quadro più rigoroso e coerente.

Infine, si presenterà un caso di studio realmente affrontato nella pratica professionale per implementare nel mondo reale la metodologia presentata nella prima parte del lavoro, assumendo che i mercati immobiliari siano competitivi ed efficienti e che tutti i protagonisti del mercato immobiliare posseggano tutta l'informazione connessa con la decisione d'investimento.

- using a risk-adjusted discount rate determined with the Capital Asset Pricing Model, a financial model widely used in practice, not only by academics, but also by professionals in the investments industry;
- adding uncertainty, by means of probability distributions, to the important elements of the discounted cashflow model to produce hundreds or even thousands of scenarios: it is called Monte Carlo simulation;

in an effort to analyze development projects - and stabilized properties - in a more rigorous and logic way.

At last, the case presented in this paper is included to illustrate the usefulness of the methodology to evaluate a real estate investment in the real world, assuming that real estate markets are competitive and efficient and that all of the market players have all of the information pertinent to the investment decision.