

Bocconi



Bocconi University
School of Management

SDA

***Il rischio immobiliare nel mercato finanziario
e nel mercato diretto***

Giacomo Morri

AREA FINANZA AZIENDALE E IMMOBILIARE

Copyright SDA Bocconi 2005

Definizione di RISCHIO

“possibilità di subire un danno, una perdita, come eventualità generica o per il fatto di esporsi a un pericolo; per estensione, il pericolo stesso al quale ci si espone o in cui ci si può imbattere”



A. Damodaran

“Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto”

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

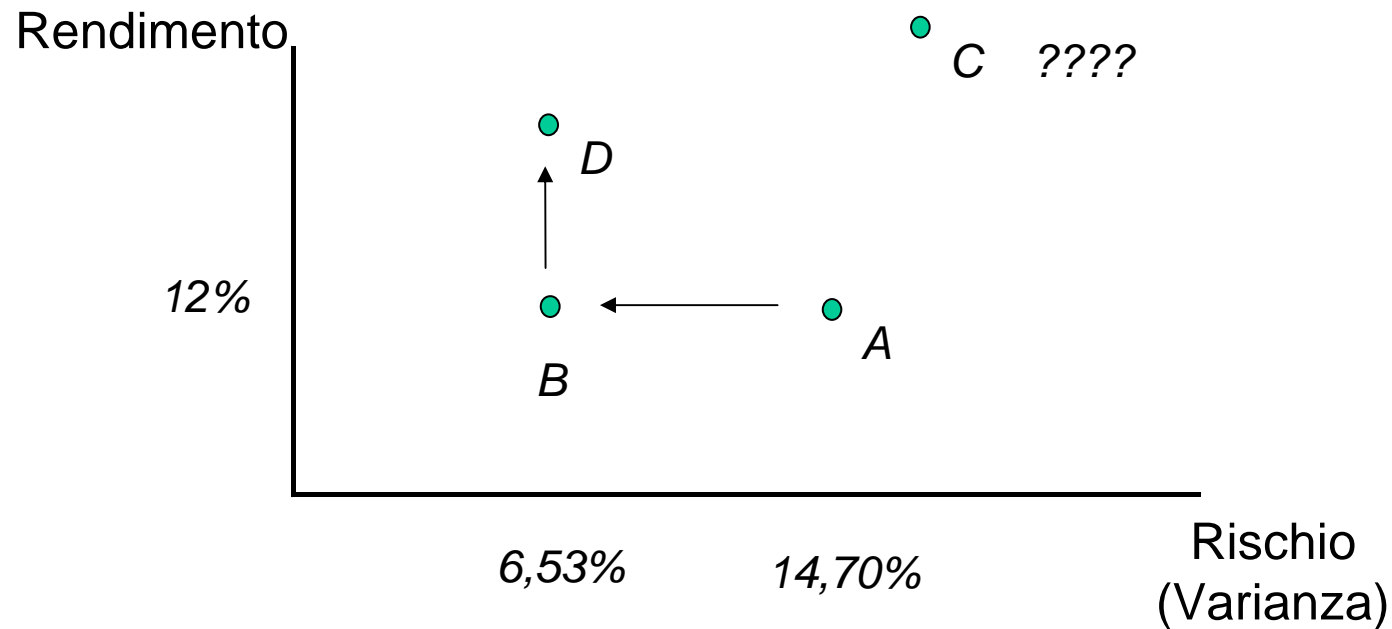
Giacomo Morri

2

Rischio.... un esempio

Scenari equiprobabili	Rendimento Investimenti	
	A	B
Scenario Positivo	30%	20%
Scenario Normale	12%	12%
Scenario Negativo	-6%	4%
Rendimento Atteso	12,00%	12,00%

Rendimento e Rischio

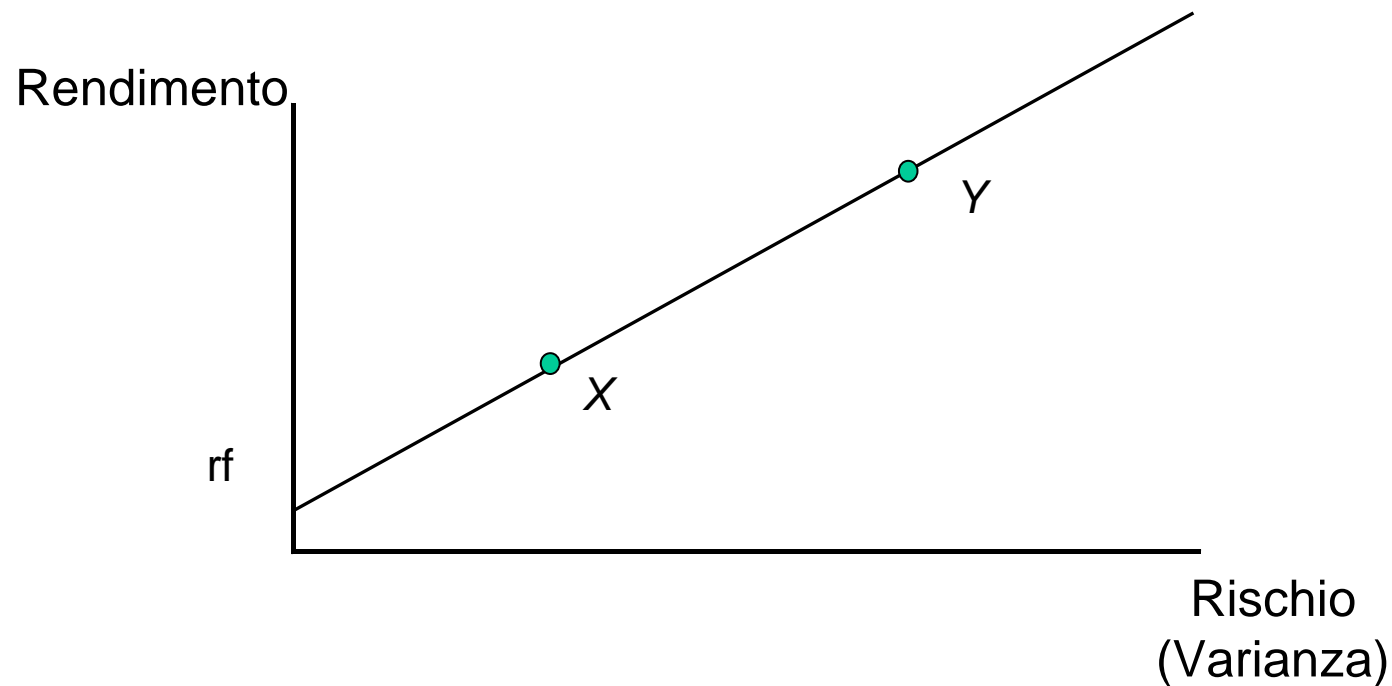


"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Rendimento e Rischio

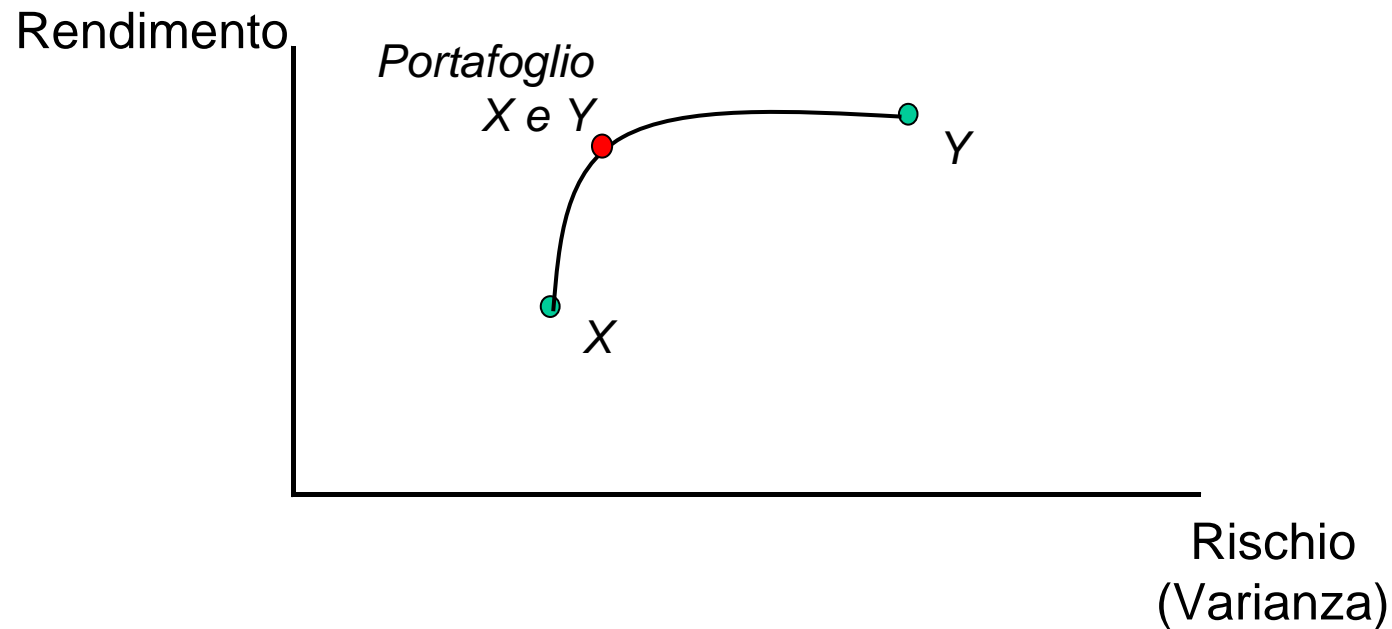


"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Rendimento e Rischio

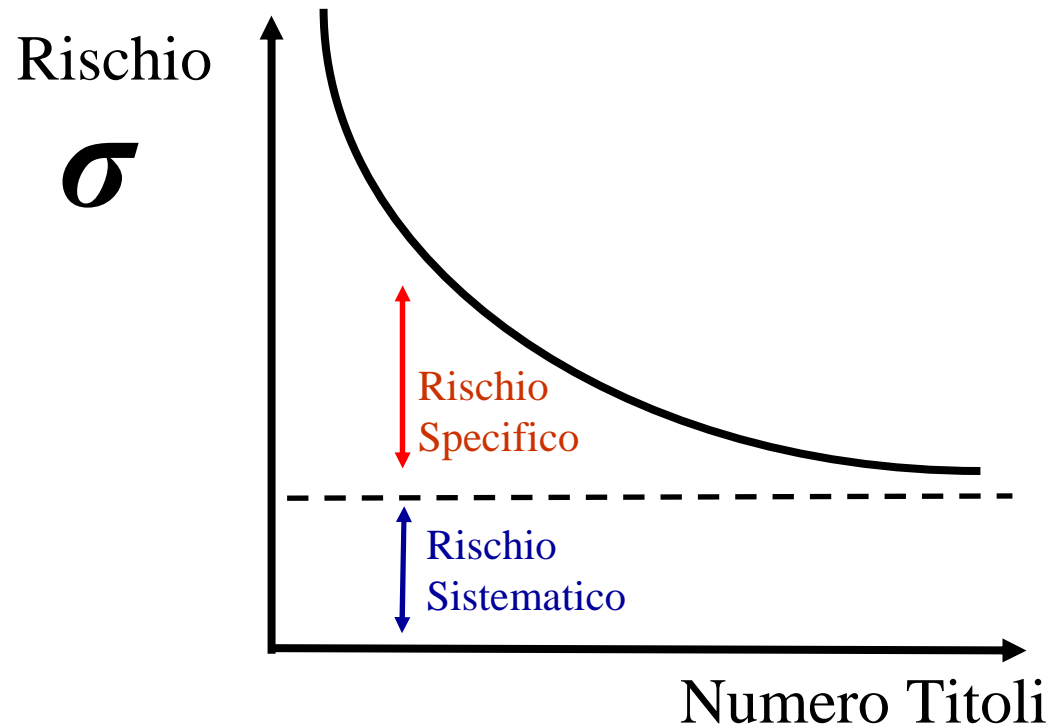


"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

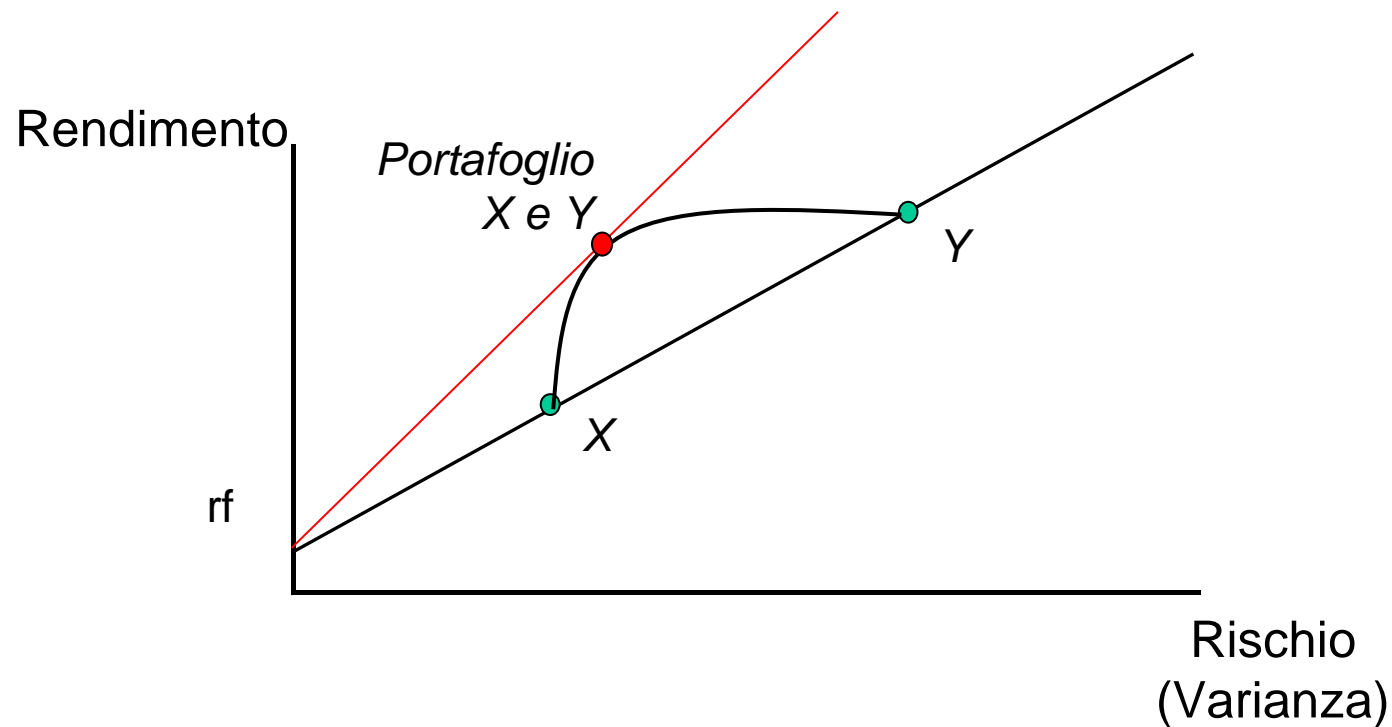
Rischio diversificabile



Rischio di **1 Titolo** \rightarrow Varianza del rendimento

Rischio di **N Titoli** \rightarrow Covarianza media del rendimento

Rendimento e Rischio

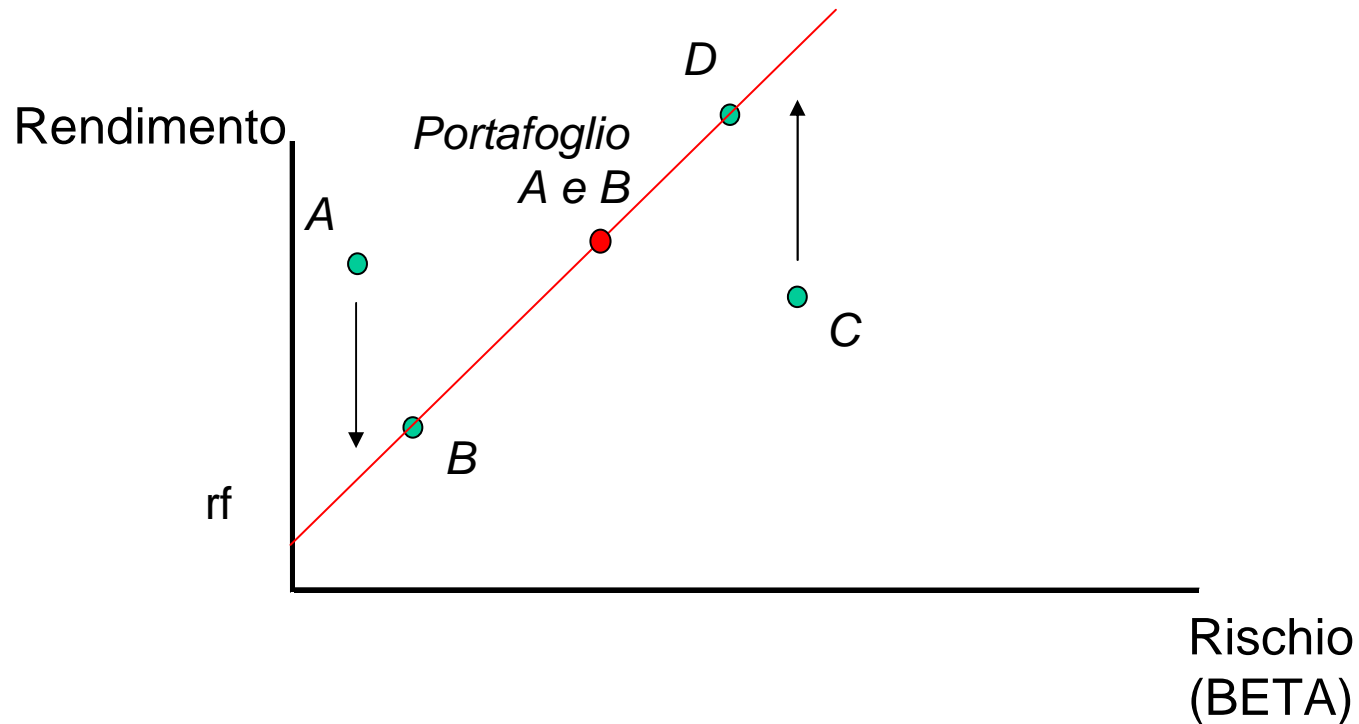


"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Rendimento e Rischio



Il beta di un titolo è il rapporto tra la covarianza del titolo rispetto al mercato e la varianza del mercato.

"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Ipotesi Modelli

Media Varianza

- Aspettative omogenee per tutti gli investitori su rendimento e rischio
- Investitori avversi al rischio
- Scelte di investimento sulla base di rendimento atteso e varianza

Beta Risk

- Finanziamento e investimento al tasso privo di rischio
- Posizioni lunghe e corte
- Assenza di tassazione, imperfezioni del mercato e costi di transazione
- Investimento nel portafoglio di mercato

“Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto”

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

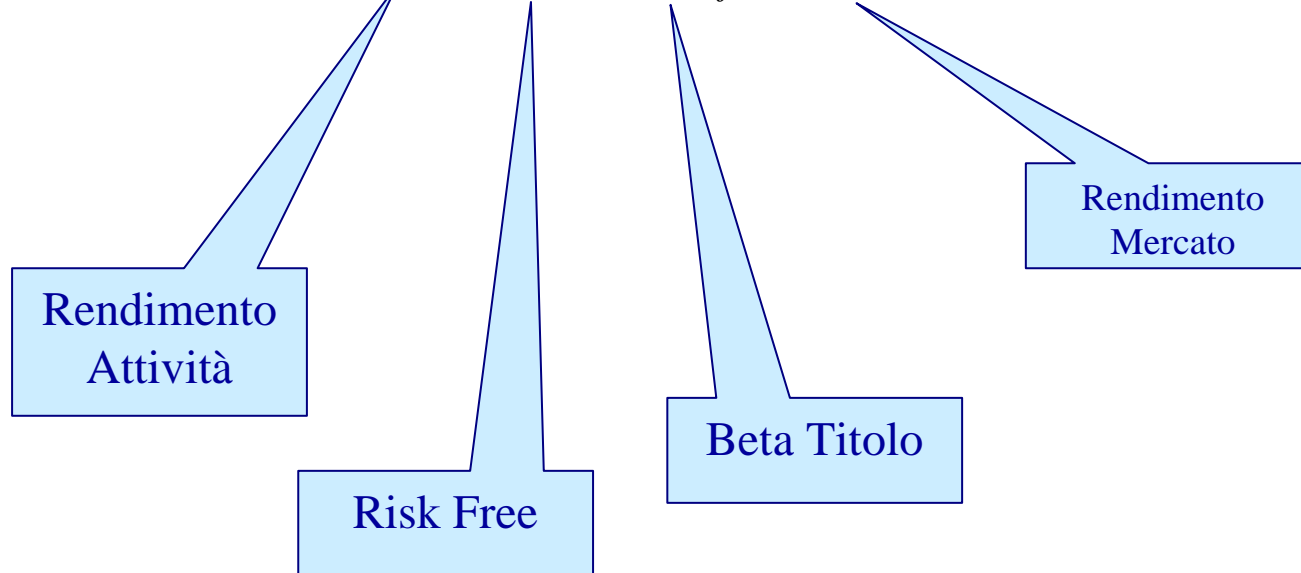
Giacomo Morri

10

Beta Società Immobiliari

CAPM

$$R_j = R_f + \beta_j \times (R_M - R_f)$$



$$\text{Rendimento} = 3\% + 0,65 * (9\% - 3\%) = \mathbf{6,90\%}$$

Un unico rendimento atteso → Un solo livello di rischio !!!

“Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto”

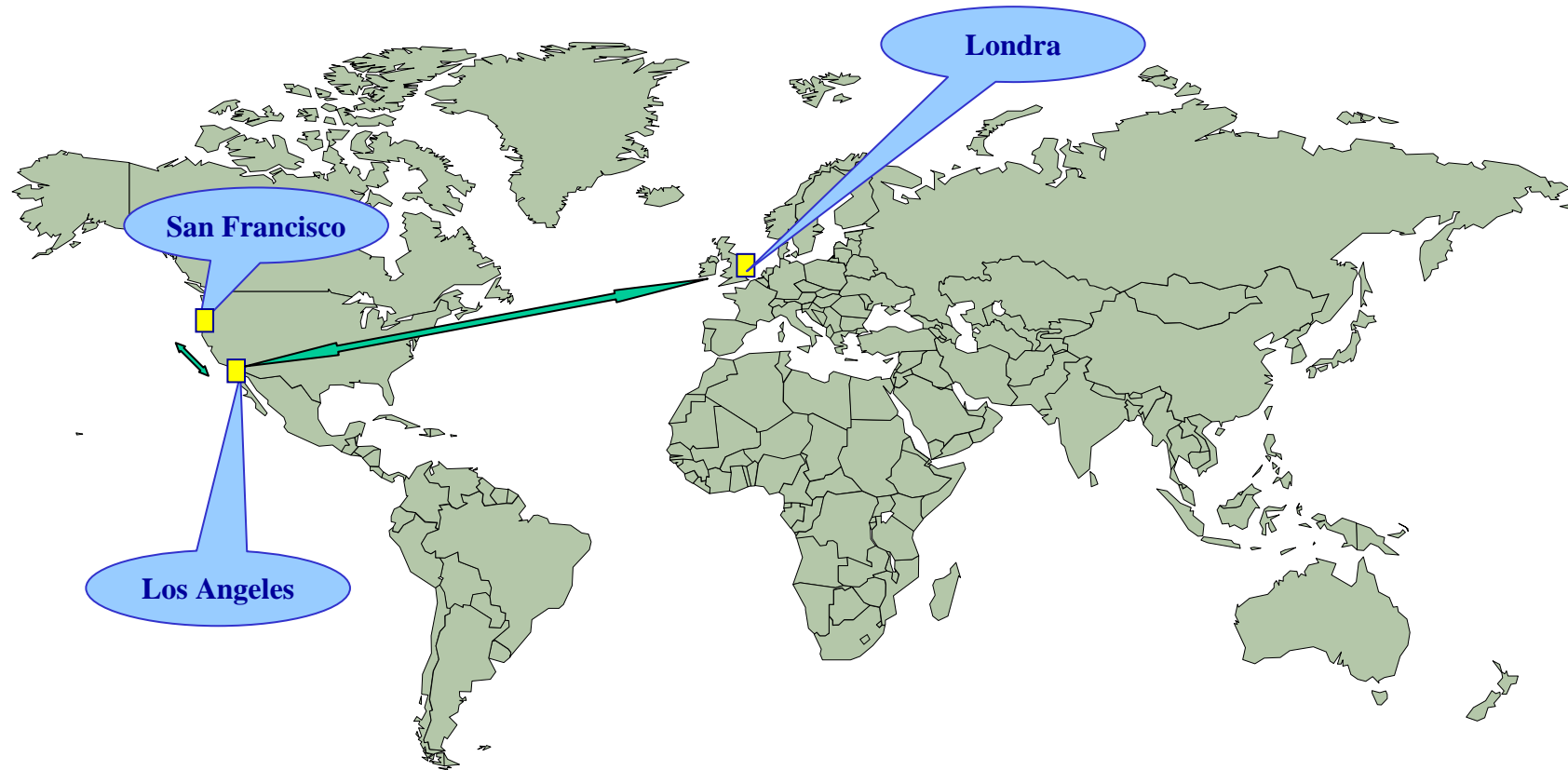
Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Diversificazione Immobiliare

- Geografica
- Settoriale
- Conduttore
 - Business
 - Dimensione
-etc.etc.

Esempio: diversificazione geografica



“Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto”

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Portafoglio diversificato

Difficoltà nel replicare l'indice di mercato:

	<u>N. di Azioni</u>	<u>N. di Immobili</u>
95%	44	171
99%	228	891

Gerald Brown (1991)

"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Rischio immobiliare

Rischio Sistemático

- Andamento generale dell'economia
- Variazione nei tassi di interesse
- Fiscalità
-etc.etc.

Rischio Specifico

- Localizzazione
- Fungibilità
- Conduttore
- Qualità dell'edificio
- Vincoli legali
- Svalutazione
-etc.etc.

Alcuni elementi di rischio immobiliare

- Business
- Finanziario
- Liquidità
- Inflazione
- Management
- Legislativo
- Ambientale

Fungibilità del bene immobiliare

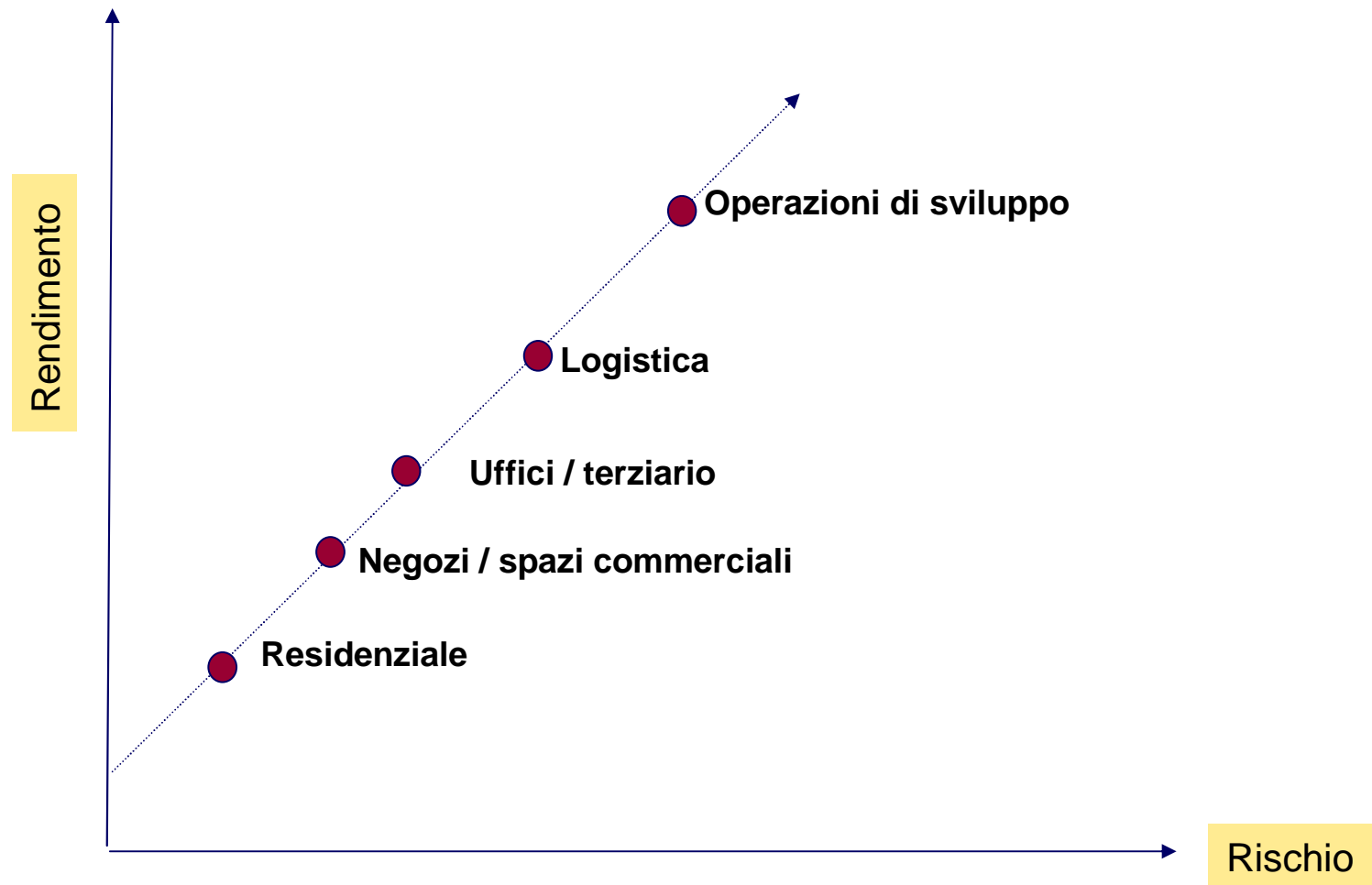
FUNGIBILITA' DI CLIENTE	ALTA	<p>IMMOBILI DI PREGIO UFFICI URBANI PICCOLA DISTRIBUZIONE URBANA ALBERGHI E MOTEL URBANI</p>	<p>RESIDENZIALE URBANO PICCOLA DISTRIBUZIONE POSIZIONI DI PREGIO UFFICI CENTRALI</p>
	BASSA	<p>SALE CINEMATOGRAFICHE GRANDE DISTRIBUZIONE OUT-OF-TOWN ALBERGHI E MOTEL PERIFERICI PARCHI TECNOLOGICI IMPIANTI SPORTIVI INDUSTRIALE SPECIALIZZATO CENTRI DIREZIONALI</p>	<p>AREE INDUSTRIALE URBANO PICCOLE DIMENSIONI RESIDENCE URBANI</p>
		BASSA	ALTA
		FUNGIBILITA' D'USO	

"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Fungibilità e rischio immobiliare



"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Campione

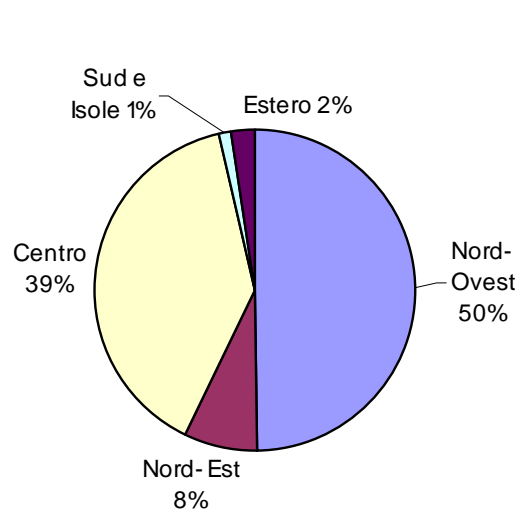
Fondi immobiliari italiani (31.12.2002)

- fondi: 17
- patrimonio netto: 3.349 Mln €
- valore immobili: 2.753 Mln €(81,1%)

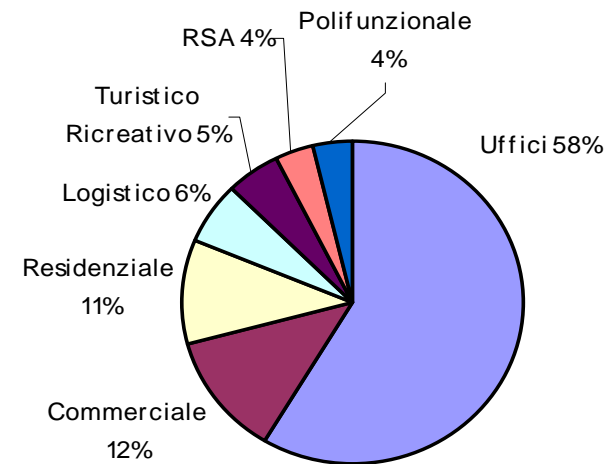
Campione utilizzato nell'analisi

- n° 70
- valore totale: 1.626 Mln €(59%)

Asset allocation dei fondi italiani



Zona geografica



Tipologia

"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Metodologia e limiti

Non è una definizione
precisa di reddito

Non è
di mercato

Canone di locazione corrente

$$\text{Cap rate} = \frac{\text{Canone di locazione corrente}}{\text{Valore dell'asset al 31 dicembre 2002}}$$

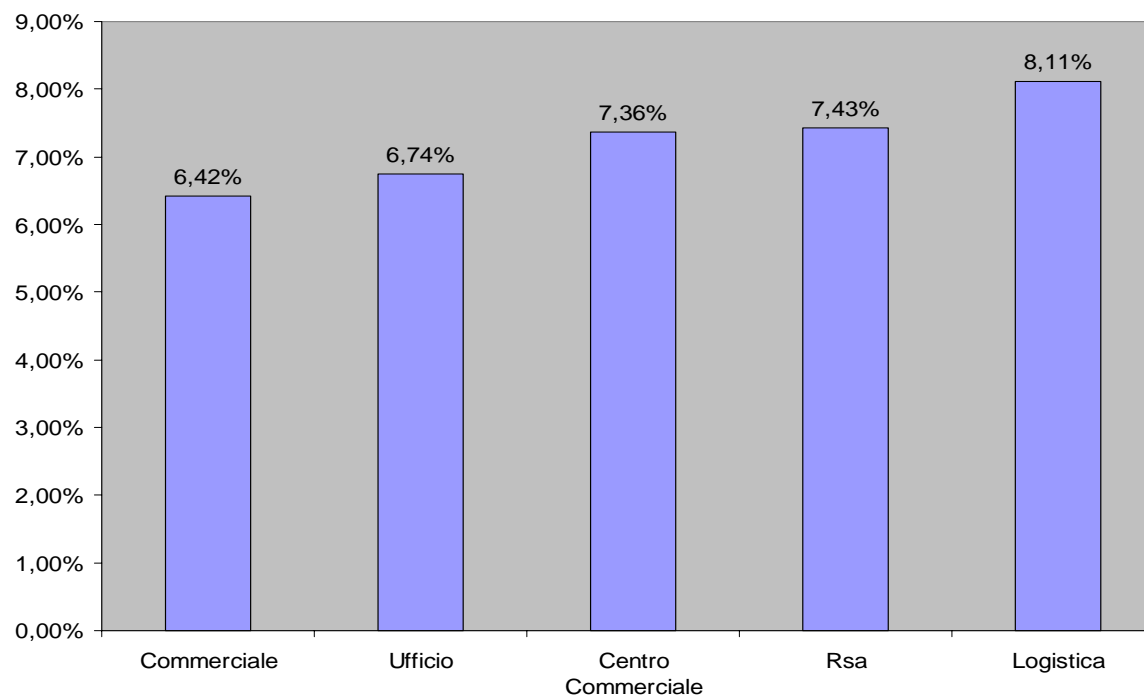
Non è un prezzo

Risultati

Cap rate nel mercato italiano

1. Lettura verticale: *spread* per tipologia
2. Lettura orizzontale: *spread* per localizzazione

Lettura verticale: confronto fra le tipologie



Tipologia	Cap Rate	Spread	Immobili	
			N°	Valore complessivo
Commerciale	6,42%		6	66.077
Ufficio	6,74%	0,32%	36	819.387
Centro Commerciale	7,36%	0,94%	5	172.050
Rsa	7,43%	1,01%	6	91.952
Logistica	8,11%	1,69%	6	136.429

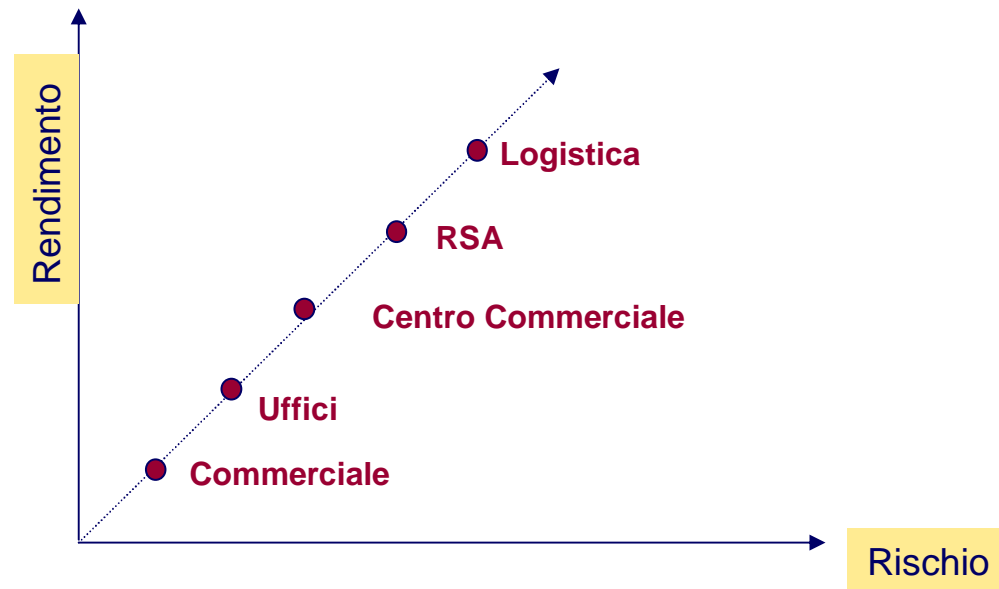
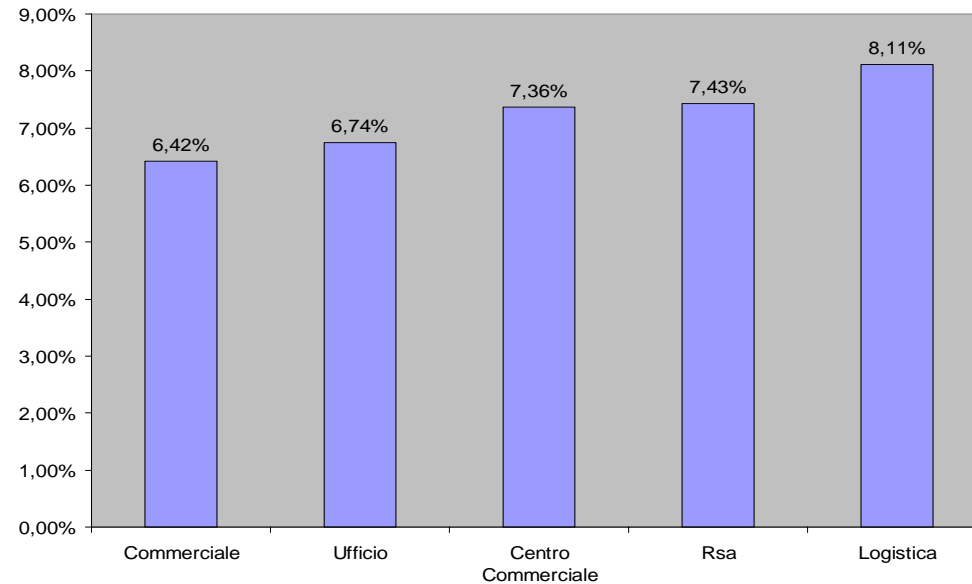
"Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto"

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

22

Lettura verticale: confronto fra le tipologie

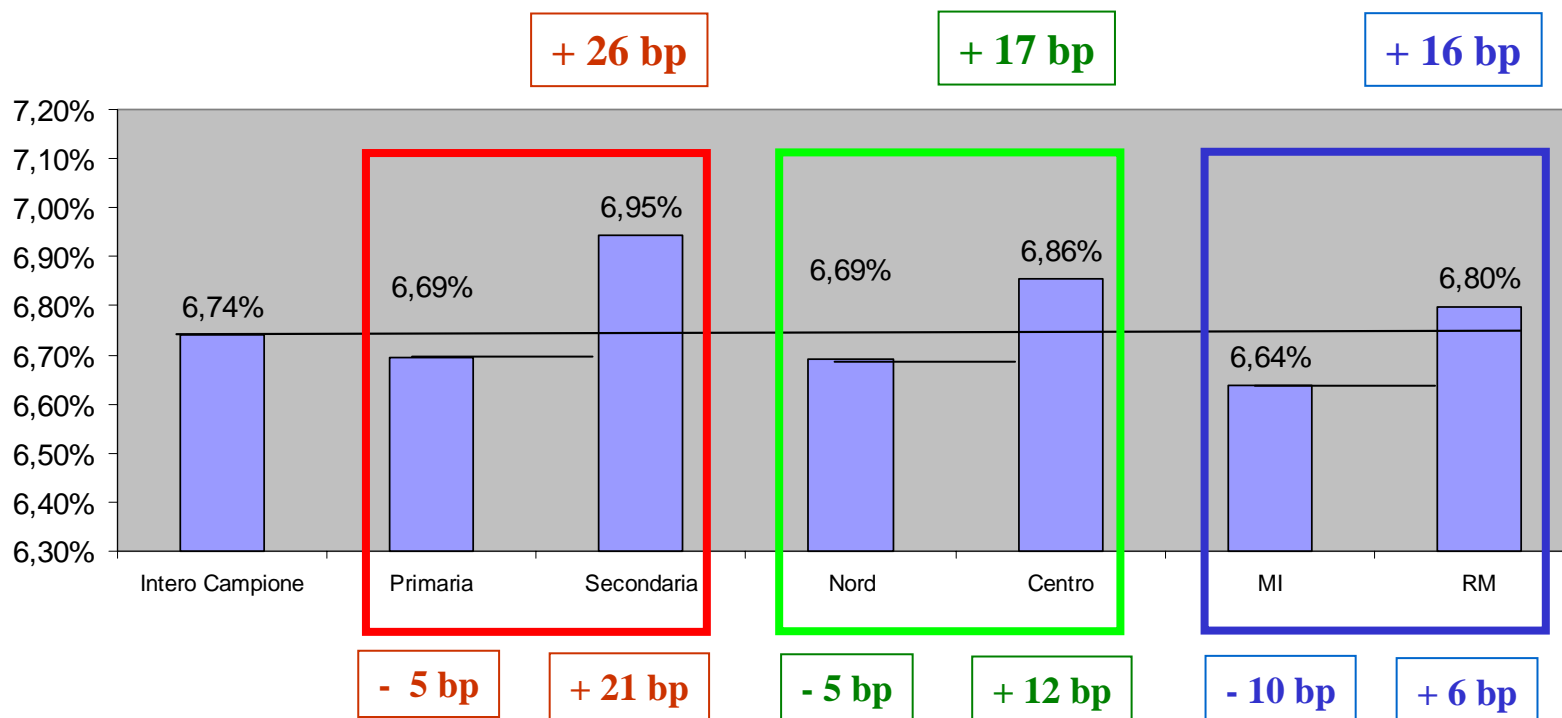


“Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto”

Convegno Is.I.V.I. , Milano, 11 Marzo 2005

Giacomo Morri

Localizzazione: analisi mercato Uffici



Uffici	Valore di mercato Immobili (1.000)	N°	Intero Campione	Primaria	Secondaria	Nord	Centro	MI	RM
			36	29	7	25	11	19	10
	Somma		819.387	701.689	117.698	588.157	231.230	478.762	222.927
	Minimo		1.784	8.088	1.784	1.784	8.088	11.021	8.088
	Media		22.761	24.196	16.814	23.526	21.021	25.198	22.293
	Massimo		52.070	52.070	31.337	52.008	52.070	52.008	52.070
	Minimo		5,31%	5,31%	6,21%	5,31%	6,00%	5,31%	6,00%
	Media		6,74%	6,69%	6,95%	6,69%	6,86%	6,64%	6,80%
	Massimo		7,87%	7,87%	7,73%	7,73%	7,87%	7,63%	7,87%
	Stand. Dev.		0,67%	0,70%	0,53%	0,72%	0,56%	0,78%	0,56%

“Rating Immobiliare: esperienza Europea, normativa bancaria e modelli a confronto”

Conclusione

Rischio rilevante

Mercato finanziario → *Sistematico*

Mercato immobiliare → *Complessivo*

Quali modelli?

Mercato finanziario → *CAPM, APT, ???*

Mercato immobiliare → *PAM, RER, ???*