

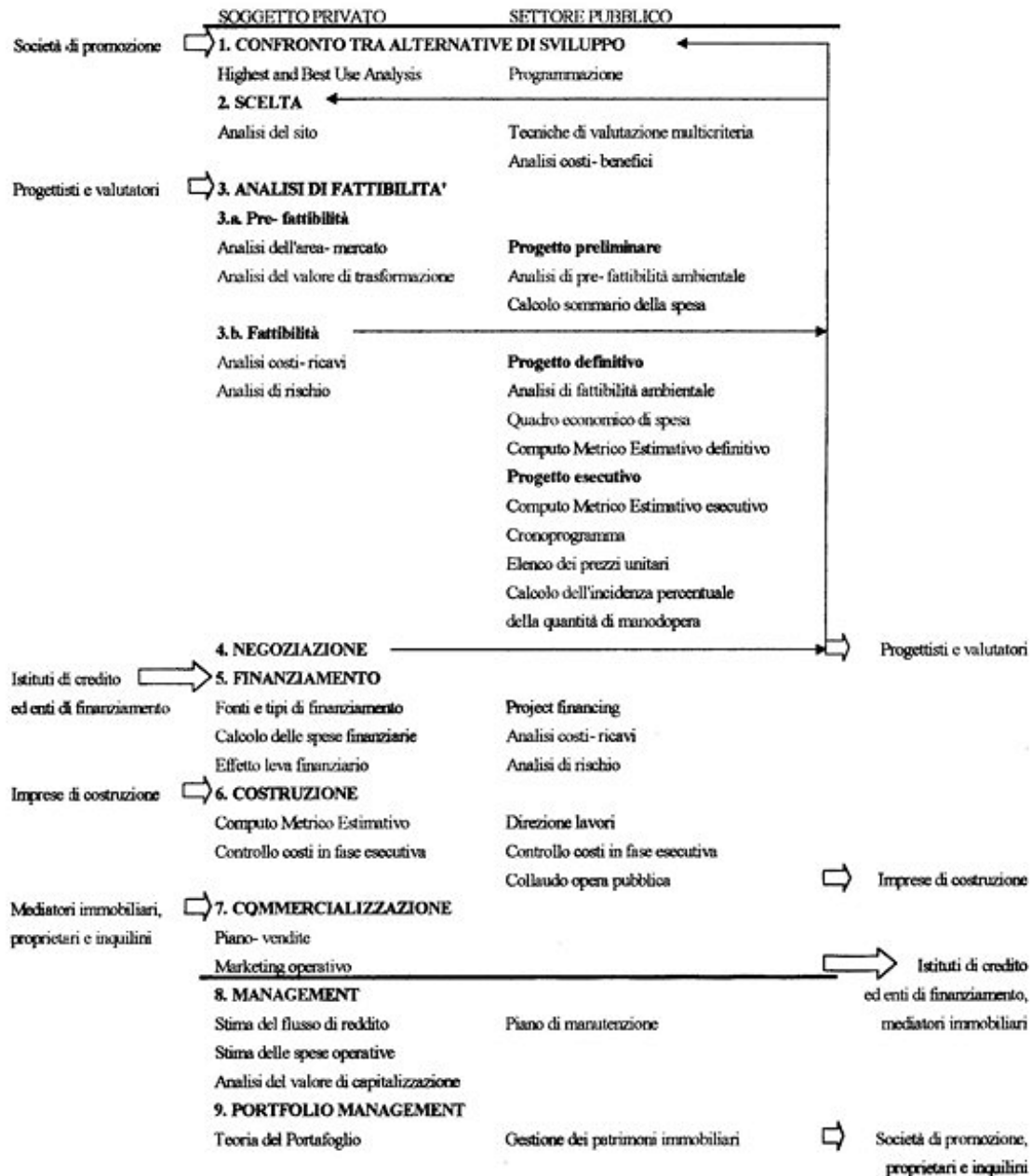
Analisi di rischio degli investimenti immobiliari. La teoria delle opzioni reali applicata a un caso studio

di Sophie Baldi

Relatrice: Marina Bravi

L'analisi costi-ricavi è uno degli strumenti maggiormente utilizzati per la valutazione dei progetti di trasformazione territoriale e di investimento immobiliare. Essa fornisce una serie di indicatori di redditività, in base ai quali vengono prese le decisioni. Per una corretta gestione del patrimonio è tuttavia necessario considerare che maggiore è il rendimento atteso, maggiore è il rischio ad esso associato; la scelta dell'investitore deve quindi avvenire tenendo conto sia del rendimento, che deve essere soddisfacente, sia del rischio che può essere corso.

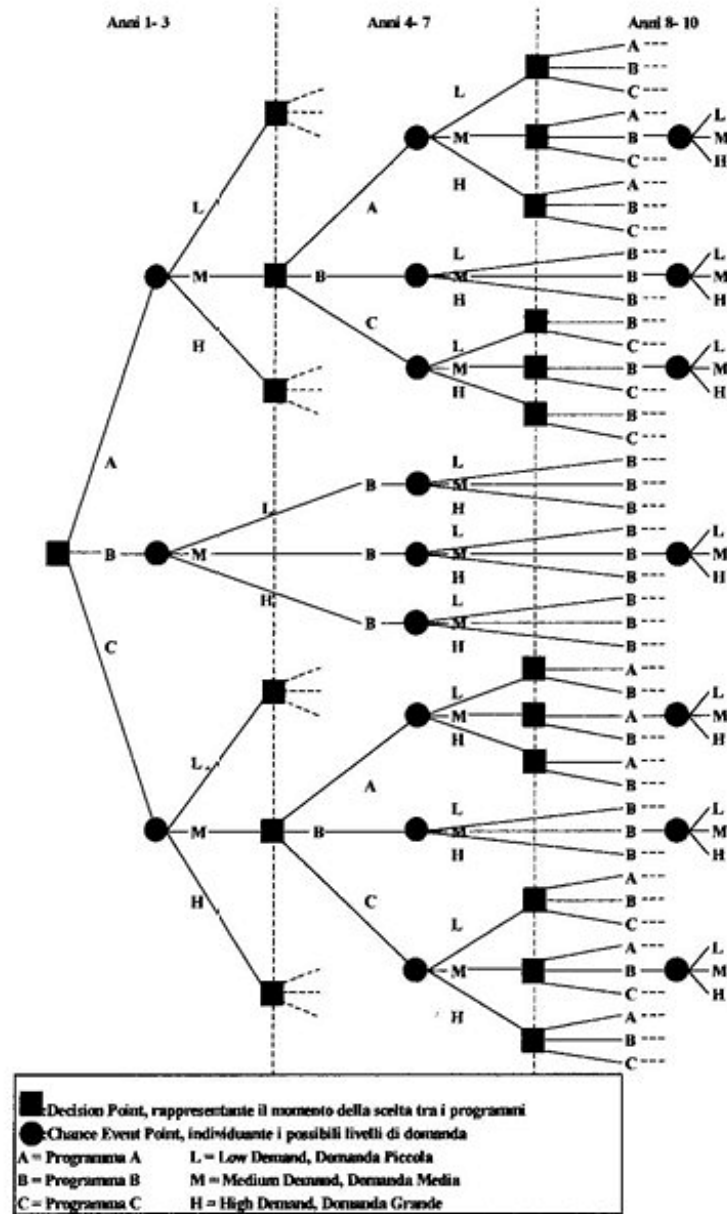
Analizzare preventivamente le operazioni di sviluppo immobiliare, in modo tale da porre sotto controllo il processo decisionale che guida l'intero investimento, è indispensabile. Il processo di sviluppo immobiliare viene in questa sede sintetizzato attraverso un modello a più stadi. Parallelamente vengono analizzati i soggetti che intervengono nel processo e le tecniche di valutazione che possono essere utilizzate nei vari stadi.



Il processo di sviluppo immobiliare

L'analisi di rischio, oggetto della presente tesi, offre all'investitore la possibilità di confrontare il livello di rischio di un investimento con la redditività attesa. In tal senso vengono dapprima considerate le tecniche tradizionali (*Build Up Approach, Capital Asset Pricing Model*, approccio dell'equivalente di certezza).

Alcuni segmenti del mercato immobiliare sono tuttavia fortemente caratterizzati dall'instabilità e dall'incertezza, nonché dalla scarsa trasparenza della realtà; facendo ricorso alla teoria delle probabilità è possibile trattare le voci incerte dell'analisi dei flussi di cassa attualizzati come variabili casuali con gradi diversi di aleatorietà e quindi rappresentare i risultati economici in termini stocastici. In particolare si individuano due aree specifiche di analisi, distinguendo tra gli approcci deterministici (analisi di sensibilità e degli alberi decisionali) e gli approcci probabilistici (metodo analitico e della simulazione).



La struttura dell'albero decisionale

I metodi tradizionali appaiono inadeguati per l'analisi degli investimenti immobiliari in quanto non tengono opportunamente in considerazione la flessibilità del promotore nell'adattarsi e nel rivedere le proprie decisioni in funzione di sviluppi di mercato inaspettati. La presente tesi propone quindi l'impiego della teoria delle opzioni reali, nella quale viene introdotto il concetto di valore d'opzione di un progetto.

Esso deriva dalle opzioni reali insite nelle opportunità di investimento di un capitale, come ad esempio differire la scelta di investimento, interrompere la costruzione, modificare la scala dell'operazione, abbandonare il progetto. Opzioni come queste permettono di sfruttare le possibilità future o di mitigare le perdite. Il maggiore vantaggio della teoria delle opzioni reali è dunque costituito dall'incremento di informazioni circa il valore del progetto, particolarmente utile quando tale valore in assenza di flessibilità è negativo o nullo.

Infine è stato proposto un problema specifico di valutazione. Il progetto scelto come caso studio prevede la realizzazione di un villaggio presso l'ex area Italgas di Torino per l'accoglienza di giornalisti e operatori dell'informazione durante i XX Giochi Olimpici Invernali "Torino 2006", da destinarsi in seguito a residenza universitaria.



Foto aerea con inserimento coperture in progetto

Si è fatto riferimento alla *contingent claims analysis* e al modello esponenziale di Cox, Ross e Rubinstein, strumenti che hanno permesso, attraverso la modellizzazione dell'incertezza, di considerare la flessibilità manageriale. Sono state proposte a titolo esemplificativo due diverse opzioni: l'investimento alternativo a rischio nulla e la modifica della destinazione del progetto. Tali opzioni hanno permesso di applicare la teoria e di costruire un modello che, debitamente collaudato, potrebbe rientrare tra i criteri decisionali da affiancare alla tradizionale analisi costi-ricavi.

Per ulteriori informazioni, e-mail: sophiebaldi@hotmail.com

Servizio a cura di:
CISDA - HypArc, e-mail: hyparc@polito.it