La valutazione dei progetti d'investimento immobiliare (parte 1)

Posted by Paolo Battaglia on 11 May 2017 at 12:00 AM

Questo è la prima parte di una serie di riflessioni tecniche riguardanti gli aspetti finanziari del settore degli investimenti immobiliari, con particolare riferimento ai mercati internazionali.

Le opportunità di investimento offerte dal mercato immobiliare non sono evidenti quando si guarda ai macro-dati aggregati delle compravendite, soprattutto in Italia.

È noto come in questi anni di crisi economica il settore delle compravendite immobiliari nel suo complesso abbia subito un evidente rallentamento. Però, a leggere con più attenzione i dati, e osservando anche quel che accade in altri Paesi europei, UK e Londra in primis, Paese che ha immediatamente assorbito, reinterpretato e imparato a convivere con il concetto di “incertezza” durante questi tempi di Brexit, questo rallentamento non sembra aver toccato le compravendite effettuate dagli investitori immobiliari, soprattutto nel segmento delle High End Properties. Ad aver contratto le compravendite sono stati soprattutto i privati e le famiglie, complice lo stato generale di incertezza sul lavoro dipendente, il contrarsi dei redditi delle famiglie e il credit crunch bancario, mentre i volumi movimentati dagli investitori nel mercato immobiliare è rimasto sostanzialmente invariato ma è cambiato il loro approccio, come vedremo oltre. Anzi, l’attuale è un momento propizio per fare buoni affari, se si hanno le liquidità, se si adottano le corrette tecniche di valutazione nei propri progetti di investimento e se si punta ad un paniere di cespiti internazionali.

Fare un buon investimento è cosa oggi resa particolarmente complessa dalla perdurante condizione d’incertezza, sia sui mercati finanziari che su quelli immobiliari, oltre che su quelli dell’economia reale imprenditoriale, con riferimento all’investire nella propria stessa impresa o nell’intraprendere una nuova attività.

Alla base di qualunque decisione di investimento, naturalmente, è sempre la convinzione che il prezzo da pagare per un investimento debba essere inferiore al suo valore. Investire bene vuol dire comprare qualcosa che valga più di quello che costa. Ma se questo è, in astratto, vero, è pure vero che nel concreto, il valore di un bene varierà a seconda dell’acquirente e della sua propensione al rischio, anche se per un’impresa ogni decisione di investimento sarà sempre riconducibile all’obiettivo di procurarsi attività o cespiti che abbiano un valore maggiore del loro costo. Ed è proprio in condizioni di incertezza che diventa ancora più importante non basare le proprie scelte d’investimento su elementi di valutazione emotivi, aleatori o di tipo personale: per un investitore diventa quindi particolarmente importante basarsi su grandezze misurabili e comparabili.

Anche se spesso molte scelte, da parte di investitori non professionali, si continuano a fare sulla base di metodi empirici, (ad esempio, sulla base del c.d. periodo di recupero o payback period, cioè del tempo necessario a rientrare negli importi investiti, metodo che come vedremo, ha il solo vantaggio della sua semplicità, ma che è estremamente semplicistico, rischioso perché rozzo e fallace , come illustreremo nel dettaglio successivamente), gli investitori più avveduti, soprattutto per gli investimenti pluriennali e nei periodi di incertezze anche valutarie come questi, considerano soprattutto l’effetto finanziario e del tempo sulla validità delle proprie scelte d’investimento.

Come vedremo, il metodo più affidabile (pur avendo diversi difetti, come vedremo oltre) tra i tanti usati nella prassi finanziaria è quello del Valore Attuale Netto (VAN), che sconta all’anno zero di tutti i flussi finanziari futuri generati da un investimento, da affiancare al metodo del Tasso di Rendimento Interno (TIR) il metodo dello.

Ad esempio, per un investitore l’obiettivo sarà quello di comprare ad un prezzo inferiore a quello del valore di mercato in un dato momento e rivendere ad un prezzo maggiore di quello del valore di mercato o di generare utili sul saldo dei flussi di cassa reddituali (ad esempio da locazione) attesi in un dato lasso di tempo, in un orizzonte temporale definito.

Per poter fare scelte strategicamente avvedute e consapevoli, l’investitore deve poter essere in grado di valutare quanto conveniente possa essere un dato investimento e la sua dismissione in un dato tempo, o la sua redditività, confrontando anche le alternative di investimento. E per stabilire se il prezzo di un dato immobile è conveniente in termini di valore, sarà necessario individuare un metodo di determinazione del valore sul quale fondare le decisioni di investimento.

Ora, in finanza è noto che, anche a prescindere dalla presenza di inflazione, 100 euro oggi valgono più di 100 euro domani, perché disporre di una somma di denaro oggi consente di poterla investire e ricavarne un interesse. Rinunciando a quella somma oggi incassandola tra un anno perderemo il beneficio dell’interesse durante questo periodo. Naturalmente, i 100 euro di un investimento sicuro (ad es. Titoli di Stato) valgono più di investimento che comporti dei rischi, per cui gli investitori cercano il maggior rendimento col minimo rischio possibile. Il rischio è inevitabile e vedremo successivamente come introdurlo come elemento importante nelle valutazioni dei nostri progetti.

Per valutare finanziariamente un investimento, nasce quindi il problema del miglior metodo per attribuire un valore realistico

a un ricavo che sarà disponibile in futuro, cioè per la misurazione della differenza tra il valore attuale di un importo di denaro di cui disponiamo oggi e di un importo che riceveremo in futuro (che vale meno della stessa somma disponibile oggi).

Iniziamo ora a vedere alcuni aspetti più intuitivi e complicheremo un pochino successivamente il discorso. In particolare, vedremo diversi metodi che sono utilizzati nella pratica e vedremo come alcuni, nonostante siano molto utilizzati per la loro semplicità, possano portare a risultati aberranti ponendo a rischio la valutazione e quindi l'investimento stesso, motivo per cui in questi processi di valutazione è sempre opportuno farsi affiancare da professionisti esperti, evitando di utilizzare software se non se ne padroneggiano le logiche che li governano, ma allo stesso tempo, senza neanche delegare del tutto le proprie scelte finanziare d'investimento che sono sempre valutazioni di tipo strategico e quindi, eminentemente, imprenditoriali.

In particolare, gli investimenti nel Real Estate, soprattutto all'estero, richiedono un percorso strutturato e l'integrazione di diverse competenze specialistiche, oltre che finanziarie, anche societarie, fiscali, contrattuali, creditizie, patrimoniali e commerciali.

Il metodo del Valore Attuale (VA) e del Valore Attuale Netto (VAN)

Per ottenere il **Valore Attuale (VA)** di un ricavo futuro si moltiplica il ricavo futuro per un **fattore di sconto (1/(1 +r))**che dovrà essere, naturalmente, inferiore a 1 proprio perché, come si è detto, i 100 euro del futuro valgono più dei 100 euro di oggi. Come si vede dalla formula, per calcolare il fattore di sconto, si dovrà individuare il **tasso di rendimento "r"** che corrisponderà al premio che richiederebbe un investitore per accettare di privarsi di una somma e rinviare nel tempo il correlato potenziale ricavo.

Il tasso di rendimento "**r**" (o di attualizzazione o costo opportunità) è quel tasso d'interesse da impiegare per trasferire al tempo 0, ossia "ad oggi", un capitale finanziario esigibile ad una certa data futura, in modo che quel capitale attualizzato, esigibile oggi, sia finanziariamente equivalente al capitale esigibile in data futura. Naturalmente il tasso di rendimento va scelto tra quelli offerti da alternative che presentino lo stesso grado di rischio del progetto considerato.

Quindi, disponendo di una certa somma di denaro in contanti e volendo valutare due tipi di investimento con diverso grado di rischio dovremo preliminarmente scegliere un opportuno tasso di rendimento "r".

La scelta del corretto tasso tiene conto di diversi aspetti, come vedremo successivamente, soprattutto legati al rischio, in particolare quando si affronta un investimento in un mercato internazionale.

Per investimenti a rischio bassissimo si può anche partire dal rendimento offerto dal mercato finanziario ad investimenti di tutto riposo, cioè con rischio prossimo allo zero. In Italia, oggi, ci riferiamo al rendimento dei titoli dello Stato Italiani di cui è conoscibile il rendimento sia in fase di emissione che in fase di negoziazione sul mercato.

I tassi ufficiali con cui i titoli dello Stato italiano sono offerti al pubblico dalla Banca d'Italia possono rinvenirsi nell'ultimo bollettino trimestrale pubblicato dal Dipartimento del Tesoro:

http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/bollettino_trimestrale/.

A seguire è un estratto del bollettino di aprile 2017. Se stiamo valutando la bontà di un investimento a 10 anni si individua il rendimento offerto dai Titoli di Stato (ad esempio BTP – Buoni del Tesoro Poliennali) con scadenze a 10 anni, che con riferimento al trimestre osservato, è pari al 2,28%.

Vedremo oltre come è delicata la questione dell'individuazione del giusto tasso di rendimento "r" e vedremo come costruire il "nostro", arricchendo le nostre riflessioni riguardo il rischio e gli aspetti internazionali di un investimento che si riflettono sul tasso "r".

Tab 1

Mercato dei Titoli di Stato

Bollettino Trimestrale N° 73 – Aprile 2017

Risultati Ultimi Collocamenti

1° TRIMESTRE

TITOLI	gennaio-17			febbraio-17			marzo-17		
	Importo (ml. €)	Rendimento	Cover Ratio	Importo (ml. €)	Rendimento	Cover Ratio	Importo (ml. €)	Rendimento	Cover Ratio
BOT									
bot flessibili	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3 mesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6 mesi	13.000	-0,301	1,52	6.150	-0,294	1,52	6.500	-0,294	1,59
12 mesi	7.700	-0,250	1,66	6.548	-0,247	1,68	6.500	-0,226	1,58
CTZ									
24 mesi	2.500	-0,071	1,96	2.875	0,029	1,65	2.875	-0,085	1,76
CCTeu									
7 anni	2.013	0,58	1,45	2.588	0,73	1,43	2.196	0,79	1,56
off the run	-	-	-	-	-	-	1.254	0,53	2,16
BTP									
3 anni	3.001	0,06	1,46	3.163	0,25	1,48	2.750	0,37	1,39
5 anni	2.500	0,54	1,33	3.163	0,92	1,32	5.200	1,11	1,25
7 anni	2.750	1,15	1,47	2.875	1,59	1,34	3.500	1,90	1,26
10 anni	1.725	1,77	1,42	5.200	2,37	1,29	2.300	2,28	1,41
15 anni	6.000	2,53	3,57	-	-	-	1.387	2,87	1,60
20 anni	1.500	2,53	1,46	-	-	-	-	-	-
30 anni	-	-	-	1.516	3,43	1,79	-	-	-
50 anni	-	-	-	-	-	-	-	-	-
off the run	1.005	1,71	1,55	2.334	1,86	1,80	2.712	2,84	1,14
BTP Italia (*)									
8 anni	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BTP €i (*)									
5 anni	-	-	-	828	0,37	2,07	-	-	-
10 anni	-	-	-	-	-	-	3.000	1,32	2,13
15 anni	1.105	1,22	1,35	-	-	-	-	-	-
30 anni	-	-	-	-	-	-	-	-	-
off the run	-	-	-	536	1,17	2,53	-	-	-

Una volta individuato il “nostro” tasso di rendimento r, il fattore di sconto si determina nel seguente modo:

Fattore di sconto=1/(1+r)

E quindi, il valore attuale (VA) di un futuro ricavo C è pari a:

VA= C x 1/(1+r)= C/(1+r)

Per semplicità ipotizziamo di avere a disposizione € 400.000,00 in contanti e un’area edificabile del valore commerciale di € 100.000,00.

Investendo i € 400.000,00 potremmo costruire un immobile sul terreno di nostra proprietà, per un investimento complessivo di € 500.000,00.

Conoscendo bene il mercato immobiliare della zona dove costruiremo possiamo dire con ragionevole certezza che potremo vendere l’immobile fra 1 anno a € 600.000,00.

Quindi, in questo momento, stiamo ipotizzando un rischio davvero molto basso, prossimo allo zero (condizione irrealistica, ma utile per iniziare a vedere come si muovono le dinamiche finanziarie legate al tasso “r”). Per questioni di semplicità, inoltre, non introduciamo qui altri costi, ad esempio quelli fiscali.

Per sapere se questa sarà un’operazione conveniente, come si è detto, calcoleremo il VALORE ATTUALE, cioè ad oggi, di € 600.000,00 fra 1 anno, determinando se tale valore sarà maggiore dei € 500.000,00 che dovremo spendere adesso.

In questo caso, assumiamo come tasso di rendimento “r” un valore pari a 0,81% che è l’interesse che ipotizziamo ci conceda una banca nazionale spostando le nostre somme in contanti in un conto deposito (evito di utilizzare il rendimento dei BTP ad 1 anno perché attualmente il rendimento è negativo e questo non aiuterebbe la linearità del ragionamento che stiamo qui facendo, ma il principio è esattamente lo stesso).

Il fattore di sconto sarà, quindi:

Fattore di sconto=1/(1+0,0081)

Volendo ricavare € 600.000,00 tra 1 anno investendo le nostre somme nel conto deposito allo 0,81%, che è appunto il costo opportunità dell’alternativa che stiamo valutando, il VALORE ATTUALE (VA) di € 600.000,00 sarà:

VA= C/(1+r)= 600.000,00/1,0081=€ 595.179,05

Cioè, dovremmo investire oggi € 595.179,05 per avere € 600.000,00 tra 1 anno nel nostro conto deposito.

Sottraendo dal VALORE ATTUALE l'investimento necessario otterremo il VALORE ATTUALE NETTO.

VAN= VA-investimento =

= 595.179,05-500.000,00 = € 95.179,05

In generale, ogni volta in cui il VAN sarà maggiore di zero, il rendimento dell'investimento sarà superiore o uguale a quello desiderato e risulterà più conveniente anche degli altri investimenti con caratteristiche di rischio simile. Quindi, il progetto meriterà di essere valutato o intrapreso o ulteriormente confrontato con altri investimenti simili, perché sarà in grado di remunerare i suoi finanziatori: l'investimento che restituirà il VAN più alto sarà quella più vantaggioso.

Un VAN negativo non vorrà dire che non si avrà un rendimento netto, ma che l'investimento considerato rende meno di quello alternativo, a parità di rischio.

Questa regola che il VAN debba essere sempre maggiore di zero è una regola che prescinde dalle preferenze individuali di consumo corrente rispetto a quello futuro (la nota scelta intertemporale di Fisher), perché, facendo una scelta correlata al mercato dei capitali, l'investitore è messo in grado di scegliere come investire anche in base alla propria propensione al rischio.

Per meglio comprendere questo punto, torniamo sulla scelta del tasso di rendimento "r".

La nostra scelta è stata basata sul tasso fornito da un conto deposito bancario considerandolo a rischio quasi zero (definizione in realtà azzardata, per lo meno in questo periodo, per lo meno in Italia), scelta effettuata per non utilizzare un tasso a rischio realmente zero, come quello offerto dal rendimento dei BTP italiani perché, come si diceva prima, avremmo dovuto ragionare su un tasso "r" negativo.

Ora, in generale, il rendimento di un investimento è dato dal rapporto tra il profitto generato dall'investimento e l'investimento stesso:

Rendimento= Profitto/Investimento

Quindi, nel caso del nostro esempio:

Rendimento= 100.000,00/500.000,00=20,00%

Se davvero fossimo sicuri di riuscire a rivendere l'immobile costruito sul nostro terreno l'anno successivo al prezzo di € 600.000,00 (magari perché abbiamo già un preliminare di vendita), il nostro investimento risulterebbe certamente più redditizio del lascare i nostri soldi nel conto deposito bancario considerato. Però, come si diceva, oggi la parola chiave sui mercati, anche immobiliari, è "incertezza" e un investitore professionale non si lascerà certo paralizzare da tale condizione e farà invece una valutazione matematica di tale incertezza facendola diventare parte delle proprie valutazioni strategiche d'investimento.

È chiaro che 100 euro sicuri valgono "più" di 100 euro a rischio, ma come stimare il "più"? La misura del rischio la dà il mercato che quando funziona in modo non troppo anomalo, quindi, in mercati evoluti come quello di New York o Londra, il maggior rischio corso investendo in titoli azionari e non in titoli di Stato italiani, remunera l'investimento azionario meglio rispetto alla remunerazione dei BTP italiani, ovviamente. E quindi, se non siamo sicuri di riuscire a vendere il nostro immobile tra 1 anno, nel valutare il nostro investimento immobiliare dovremo considerare un tasso di rendimento maggiore, quindi, non più lo 0,81% considerato prima ma, ad esempio, il 7%.

Ricalcolando il VAN, otterremo:

VA= C/(1+r)= 600.000,00/1,07=€ 560.747,66

VAN= VA-investimento =

= 560.747,66-600.000,00=€ 60.747,66

L'investimento continuerà a valere più del suo costo, ma varrà molto meno dell'ipotesi fatta prima.

Sull'elemento RISCHIO tornerò successivamente, perché è davvero un elemento chiave, su cui ancora è necessario tornare.

E però, le cose sappiamo bene che sono ben più complesse di come ci sono apparse qui finora, e non solo perché, come abbiamo visto, la scelta del tasso di rendimento da applicare sarà cruciale per la affidabilità delle valutazioni effettuate, ma anche perché è giunto il momento di aggiungere un altro elemento di complessità ai nostri ragionamenti, necessario perché corrisponde alla pratica professionale rispetto a quello davvero semplificato visto finora, di un investimento realizzato all'anno 0 e disinvestito all'anno 1. L'elemento di complessità è dato, appunto, dall'elemento TEMPO e, in particolare, dal susseguirsi nel tempo di una serie di flussi di cassa (cash flow) futuri di entrate e di uscite attese negli anni a venire e il loro

riporto all’anno zero per determinarne, anche qui, il VAN.

(continua)

Paolo Battaglia

Dottore Commercialista in Ragusa e ACA Chartered Accountant (ICAEW) a Londra

.