

## Il processo decisionale per la valutazione degli investimenti immobiliari. Un'analisi comparata della letteratura internazionale

**Antonella Faggiani\***

### *Abstract*

L'evoluzione del mercato immobiliare, la trasformazione delle città attraverso processi negoziali, hanno dato centralità ai contenuti economico-finanziari dei progetti. L'attenzione della letteratura, tuttavia, è prevalentemente rivolta alla valutazione dei progetti mentre il processo decisionale che supporta le scelte è lasciato sullo sfondo. Gli esiti di recenti ricerche empiriche suggeriscono invece di ripensare il rapporto fra processo decisionale e valutazione.

L'obiettivo del *paper* è duplice. Da un lato, attraverso l'analisi comparata della letteratura scientifica internazionale vengono individuati gli elementi di convergenza e gli aspetti problematici dei modelli decisionali per gli investimenti immobiliari. D'altro lato, si indagano le metodologie di valutazione integrate ai modelli decisionali che internalizzano pratiche correntemente utilizzate dagli investitori.

Il *paper* si articola in due parti. Nella prima parte si procede ad un'analisi dei principali modelli proposti, con particolare riferimento agli Stati Uniti e al Regno Unito. La seconda parte si concentra sugli esiti di alcune ricerche empiriche evidenziando punti di forza e di debolezza dei modelli presentati.

### *Parole chiave*

Modelli decisionali, investimenti immobiliari, *development*, teoria del comportamento.

---

\* Dottore di ricerca in Estimo ed economia territoriale nell'Università degli Studi di Padova.

## Introduzione

*“Almost all real estate problems involve an investment decision – Whether to buy and what to buy, whether to sell and at what price, whether to modernize or replace, whether to lend and how much to lend under what terms... This transaction is the generating force in urban growth and change; it is the determinant of land use and thus builds our cities”* (Ratcliff, 1961, p. V).

L'evoluzione del mercato immobiliare e dei soggetti che operano al suo interno, la trasformazione delle città attraverso processi negoziali tra pubblico e privato hanno ridato centralità alla fattibilità economico-finanziaria dei progetti e più in generale degli investimenti immobiliari. In questo contesto, l'attenzione della letteratura è prevalentemente rivolta alla valutazione dei progetti mentre il processo decisionale che supporta la scelta d'investimento è lasciato sullo sfondo.

L'elaborazione di metodologie e tecniche di valutazione in grado di internalizzare con sempre maggiore efficacia la complessità dei progetti è un tema centrale della ricerca perseguito con successo attraverso l'impiego di nuovi algoritmi e la trasposizione di paradigmi scientifici innovativi (fra i tanti merita ricordare l'approccio *fuzzy* o la teoria dei *rough sets*). Tuttavia, gli esiti di recenti ricerche empiriche sul comportamento dei decisori/investitori suggeriscono di ripensare il rapporto fra processo decisionale e valutazione per risolvere gli aspetti problematici legati allo scostamento fra teoria e pratica.

L'obiettivo del *paper* duplice. Da un lato attraverso l'analisi comparata della letteratura scientifica internazionale vengono individuati gli elementi di convergenza e gli aspetti problematici dei modelli decisionali. D'altro lato, l'analisi intende aprire alla elaborazione di metodologie di valutazione integrate ai modelli decisionali che internalizzano pratiche correntemente utilizzate dagli investitori.

Coerentemente all'obiettivo, il *paper* si articola in due parti. Nella prima parte si procede ad un'analisi dei principali modelli proposti nella letteratura internazionale, con particolare riferimento agli Stati Uniti e al Regno Unito, sia con riferimento al *real estate* che ad una particolare tipologia di investimenti, il *development*. La seconda parte del *paper* illustra gli esiti di alcune ricerche empiriche evidenziando punti di forza e di debolezza dei modelli proposti in letteratura

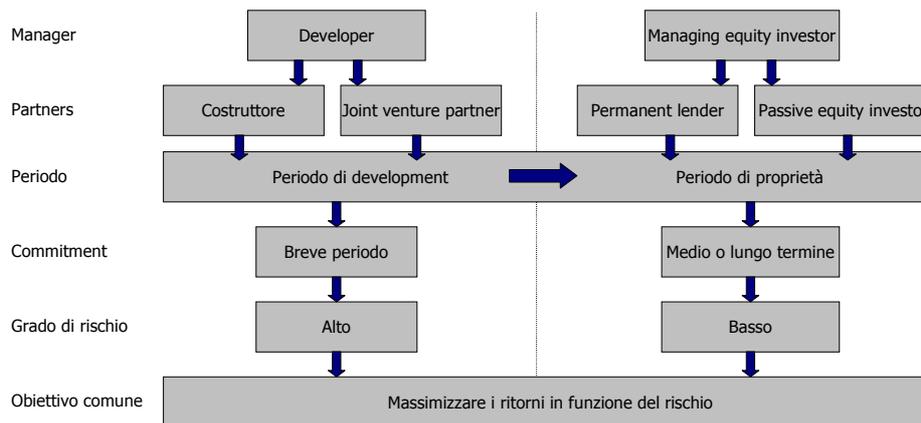
### **I modelli decisionali per gli investimenti immobiliari**

Il rapporto fra *decision making*, *real estate* e *investment* è indagato in modo approfondito a partire dagli anni '70 nella letteratura internazionale ed in particolare in quella statunitense (Farragher e Kleiman, 1996). L'analisi della letteratura evidenzia come, a partire da una struttura che riprende le fasi essenziali di un processo decisionale gli autori hanno declinato modelli diversi in ragione della tipologia di investimento e degli aspetti ritenuti prioritari.

L'analisi si concentra, per duplici ragioni, su cinque fra i modelli riportati in letteratura. Da un lato si tratta di modelli assunti a riferimento dalla letteratura e quindi autorevoli sotto il profilo scientifico (Gallimore *et al.*, 2000). Dall'altro, i modelli selezionati capitalizzano e mettono a sistema le esperienze relative a diverse tipologie di investimento immobiliare. A questo proposito, è utile sottolineare che mentre alcuni modelli sono dotati di elevata flessibilità, altri internalizzano *best practice* che li orientano entro un determinato ambito.

Per questa ragione, nelle pagine seguenti la trattazione dei modelli si articola in due parti; in primo luogo, l'attenzione si concentra sui modelli più generali e successivamente su quelli orientati al *development*, ovvero agli investimenti immobiliari finalizzati alla trasformazione di aree libere, sottoutilizzate o dismesse. Questa articolazione, pure con una certa schematicità, riflette la differenza fra i due decisori chiave del processo decisionale: il responsabile della realizzazione del bene e il proprietario/gestore (Pyhrr *et al.* 1989; Keogh e D'Arcy, 2000).

Figura 1 - Decisori chiave del processo



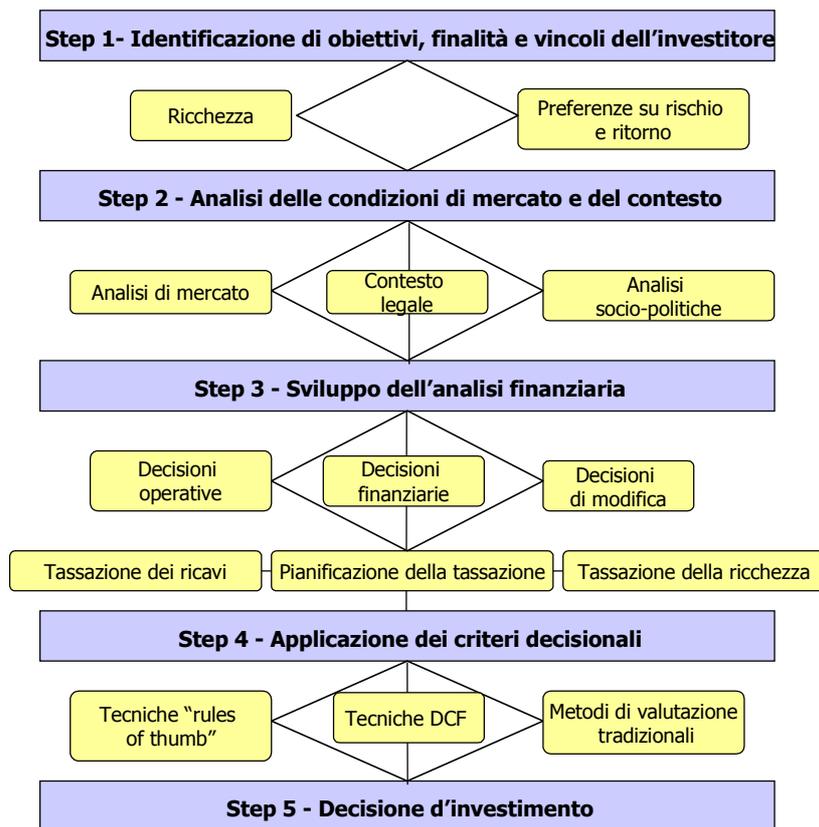
Fonte: elaborazione da Pyhrr *et al*, 1982, p. 19

### Modelli per il *real estate*

Il primo modello è illustrato da Jaffe e Sirmans (1982). Si tratta di un modello articolato in 5 fasi, ripreso successivamente anche da altri autori, che internalizza i principali aspetti della valutazione degli investimenti.

In particolare, le prime due fasi sono di carattere conoscitivo. La prima fase analizza il contesto iniziale e l'insieme degli obiettivi dei soggetti che partecipano al processo: l'investitore, l'attuatore, gli utilizzatori del bene e la pubblica amministrazione. Si tratta di una fase che altri autori definiscono di analisi strategica e rappresenta il momento di esplicitazione dei vincoli e degli obiettivi dei diversi soggetti. La seconda ha come obiettivo l'analisi del contesto legale, finanziario ed economico entro cui si colloca l'investimento: in questa fase un ruolo centrale è assunto dalle analisi di mercato per la stima del *business risk*.

Figura 2. Il processo decisionale formalizzato da Jaffe e Sirmans



Fonte: elaborazione da Jaffe e Sirmans, 1982, p. 8

Nelle fasi successive il ruolo della valutazione aumenta: la previsione dei *cash flow* e successivamente la valutazione dell'investimento sulla base dei criteri decisionali ritenuti preferibili sono gli obiettivi della terza e della quarta fase. I criteri decisionali vengono articolati in ragione di comuni riferimenti metodologici e della complessità computazionale: criteri *rules of thumb* e modelli *discounted cash flow* (DCF). Si tratta di una articolazione proposta anche da altri autori che sostanzialmente individua due grandi famiglie di criteri e tecniche di valutazione: le metodologie e tecniche tradizionalmente impiegate nel mondo

anglosassone per la valutazione degli investimenti, di semplice impiego ma spesso incapaci di internalizzare la variabile temporale (criteri *rules of thumb*, ad esempio *pay-back*, *rate-of-return*, *gross rent multiplier*, ecc.), e le tecniche *discounted cash flow* (Jaffe e Sirmans, 1982; Phyrri *et al.*, 1989; Greer, 1997; Brown e Matysiak, 2000) più complesse ma efficaci nella gestione della complessità.

In linea con questo modello, Phyrri *et al.* (1989) propongono un *framework* per l'analisi e lo studio degli investimenti immobiliari che si articola in quattro elementi: la definizione della strategia; l'analisi; la fase decisionale e l'attuazione dell'investimento.

La prima fase, la definizione della strategia, consiste nella definizione del ritorno d'investimento e un livello di rischio accettabile. Nella definizione della strategia vengono considerati quattro elementi. In primo luogo, l'investitore sviluppa un insieme di principi generali che guidano e danno ragione delle decisioni d'investimento; in secondo luogo, sono definiti i criteri decisionali che determinano il raggiungimento degli obiettivi prefissati; la definizione e la ricerca di strategie per massimizzare la probabilità di successo rappresentano il terzo elemento; infine viene definita la strategia per l'analisi e la valutazione dell'investimento, ovvero un piano che delinea le modalità attraverso cui verrà valutato l'investimento e si giungerà alla decisione.

La seconda fase è caratterizzata dagli elementi propriamente valutativi. Si procede infatti alla misurazione dei parametri di ritorno d'investimento e di rischio. Questa fase, caratterizzata da maggiore complessità sia sotto il profilo delle tecniche di raccolta ed elaborazione delle informazioni che delle tecniche di valutazione degli investimenti, può essere caratterizzata da più livelli di approfondimento. Il decisore può procedere in primo luogo ad analisi e valutazioni sulla base di criteri semplificati - *curb appeal criteria* - e successivamente approfondire le valutazioni attraverso l'impiego di strumenti e indicatori più complessi (tasso di rendimento, valore attuale, rapporti finanziari, analisi del rischio, ecc.). Rispetto ad altri modelli (Jaffe e Sirmans, 1982; Farragher e Kleiman, 1996), questo non separa la fase di analisi di mercato e di previsione dei *cash flow* dalla valutazione

dell'investimento, ma suggerisce di effettuare la valutazione in due passaggi caratterizzati da complessità metodologica e tecnica crescente anche in relazione a livelli informativi sempre più precisi.

La terza fase, la decisione, consiste nella comparazione di tutti gli elementi analizzati anche in considerazione dell'orizzonte temporale, del contesto di riferimento e delle prospettive che possono riguardare esclusivamente il progetto in oggetto o l'intero *portfolio* dell'investitore. Infine, la quarta fase sottende all'attuazione dell'investimento e, in ragione del decisore, può riguardare l'acquisto di un bene immobile, la sua vendita, la promozione di un'operazione di *development* oppure il finanziamento.

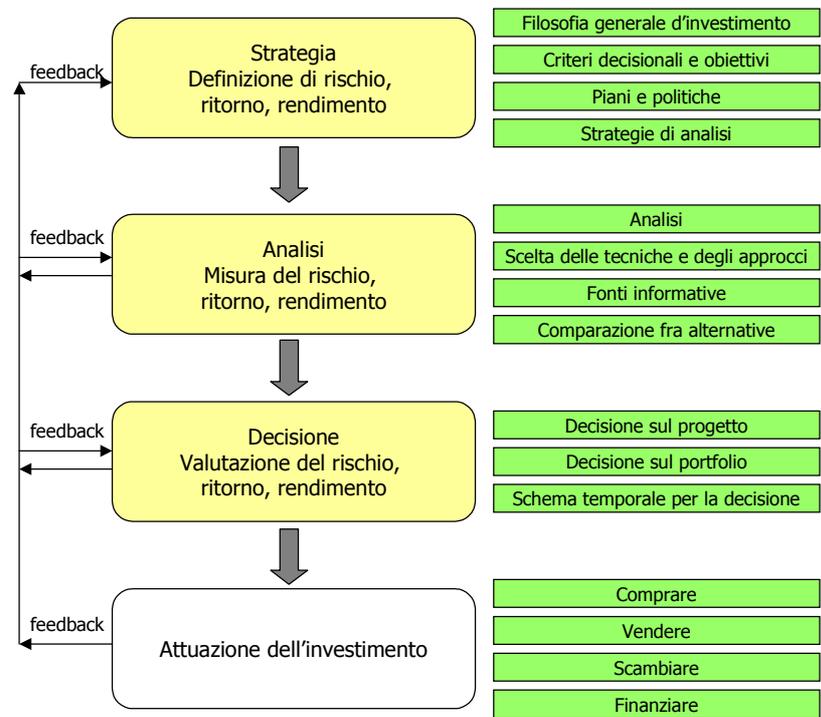
Il *feedback* è elemento essenziale tra le fasi: il processo è caratterizzato dalla costante ricerca e acquisizione di informazioni che, in ragione del livello di approfondimento e della qualità, possono mutare la strategia iniziale del decisore, l'analisi e la valutazione circa l'investimento.

Infine, il terzo modello è proposto da Hargitay e Yu (1993). Rispetto ai modelli precedenti, gli autori introducono un duplice livello decisionale: un livello strategico, relazionato agli obiettivi generali, ai settori d'investimento e all'allocazione delle risorse finanziarie, e uno tattico, connesso all'implementazione e all'attuazione di decisioni strategiche nell'ambito di uno specifico settore d'investimento.

I due livelli sono internalizzati nel modello decisionale che prevede cinque passaggi:

- la definizione degli obiettivi e dei risultati che si intende raggiungere;
- la ricerca di un insieme di alternative che sembrano soddisfare le attese dell'investitore;
- la valutazione, la comparazione e l'ordinamento delle alternative sulla base della quantificazione del rischio e del ritorno;
- la scelta dell'alternativa più soddisfacente;
- la valutazione della decisione assunta e l'eventuale revisione degli obiettivi di partenza.

Figura 3. Il processo decisionale secondo Pyhrr et al.



Fonte: elaborazione da Pyhrr et al. 1989, p. 27

Rispetto ai modelli precedenti, questo esplicita un insieme di alternative da valutare e ordinare, riprendendo uno schema ampiamente impiegato nei modelli multicriteriali e nella ricerca operativa. Questa affinità è confermata da un aspetto presente nel modello, ovvero la differenza fra *objective*, che sottende un insieme di elementi che compongono la strategia generale d'investimento, e *goal* che invece rappresenta i risultati, in termini di ritorno, rischio, liquidità, ecc., che il decisore/investitore intende raggiungere. Si tratta di un'articolazione importante nella misura in cui si riflette sui livelli decisionali proposti: le finalità, *objective*, forniscono il quadro di riferimento generale, i vincoli alla decisione, mentre gli obiettivi, *goal*, si riflettono sulle decisioni assunte nella fase operativa.

In sintesi, i tre modelli presentano una infrastruttura concettuale comune alla maggior parte dei processi decisionali, tuttavia mentre i primi due sono rivolti ad ambiti disciplinari comuni al *real estate* statunitense e analoghi sotto il profilo della struttura e dei contenuti, il terzo rimanda, anche con l'impiego di una terminologia diversa, ad una matrice culturale più vicina alla ricerca operativa e quindi propone un approccio prettamente quantitativo al processo decisionale.

### **Il processo di *development***

I modelli analizzati in precedenza possono essere impiegati per qualunque decisione circa investimenti immobiliari tuttavia, alla luce dell'attenzione rivolta dalle comunità scientifiche internazionali alla trasformazione urbana, di particolare interesse è l'analisi dei processi decisionali di *development* che, in termini generali fanno riferimento a quattro distinte attività (Brown e Matysiak, 2000):

- *screening*, ovvero l'identificazione di un insieme di alternative che soddisfano gli obiettivi generali dell'investitore;
- valutazione, riguarda l'analisi del progetto d'investimento;
- implementazione, ovvero l'attuazione del progetto;
- *auditing*, che comprende la valutazione *ex post* del progetto.

Questo schema trova un'articolazione più dettagliata in modelli più complessi che schematizzano il processo di *development* a partire dalla concezione dell'idea fino alla gestione dei beni realizzati. Lo schema proposto da Miles *et al.* (2000) individua un modello in otto fasi che rappresenta il processo in modo lineare articolato in fasi discrete, ed è l'esito di una elaborazione delle esperienze statunitensi. Nel modello, il processo si articola in due parti: la prima parte, articolata in quattro fasi, è caratterizzata da decisioni e valutazioni circa il progetto e quindi può essere comparata ai modelli analizzati in precedenza mentre la seconda parte ha carattere attuativo ed operativo avvicinandosi, per contenuti, all'ultima fase dei modelli precedenti.

In termini generali, è possibile riassumere le prime quattro fasi del processo nel modo seguente. A partire da un'idea di ba-

se, il *developer* affina il progetto sulla base delle caratteristiche dell'area alla ricerca di una fattibilità fisica dell'operazione e individua i primi elementi attraverso le discussioni con i soggetti che parteciperanno al processo (proprietari, professionisti, partner dell'iniziativa, ecc.): si tratta della fase in cui si esplicitano gli obiettivi dei soggetti. A questa prima verifica segue un'analisi più dettagliata, allo scopo di prevedere diversi aspetti economici e finanziari del progetto (la domanda e la capacità di assorbimento del mercato, l'analisi dei costi e dei ricavi dell'iniziativa). In questa fase, l'obiettivo del *developer* è di dimostrare a tutti i partecipanti la fattibilità economico-finanziaria, legale e fisica dell'iniziativa. La definizione del progetto sulla base degli esiti dell'analisi di mercato e della negoziazione delle convenzioni e dei contratti attiva infine il processo di costruzione.

Figura 4. Il modello del processo di development secondo Miles et al.



Fonte: elaborazione da Miles et al., 2000, p. 6

L'analisi comparata di questo modello con quelli analizzati in precedenza rileva analogie di fondo e punti di divergenza. Fra gli aspetti di convergenza, la necessità di elaborare ed esplicitare una strategia d'investimento nella prima fase del processo attraverso il concetto di *strategic decision making*; esso consiste nella formulazione degli obiettivi coerenti alla natura del *developer* e alla strategia aziendale più generale e nell'individuazione delle attività che consentono di raggiungerli (Miles *et al.*, 2000). Il secondo elemento è rappresentato dalle analisi di mercato presenti in tutte le fasi del processo. Si tratta di un elemento che emerge con forza dall'analisi della letteratura e pone il problema dell'impiego di metodologie rigorose a prescindere dal tipo di investimento immobiliare (Graaskamp, 1985; Fanning *et al.* 1996; Greer, 1997).

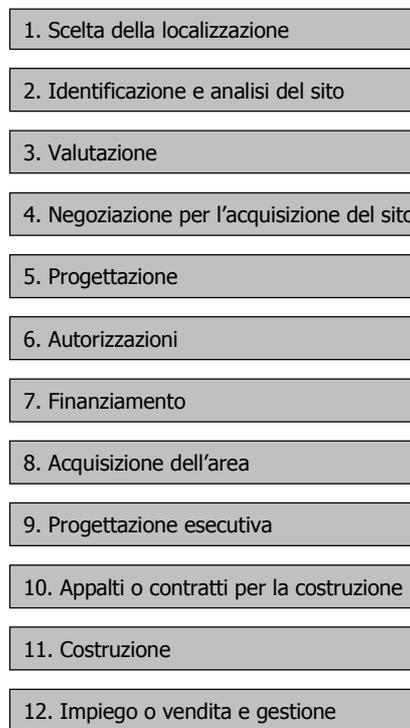
Fra gli elementi di divergenza spicca il concetto di fattibilità. La fattibilità non viene mai evocata nell'ambito di processi decisionali nel *real estate* ma solo con riferimento ad investimenti nel *development*. Il concetto e l'ambito di applicazione rimandano alla definizione di Graaskamp (1972, p. 515) "*A real estate project is 'feasible' when the real estate analyst determines that there is a reasonable likelihood of satisfying explicit objectives when a selected course of action is tested for fit to a context of specific constraints and limited resources*".

La fattibilità quindi è intesa in senso ampio e apre alla fattibilità fisica, legale e finanziaria. Tuttavia, la presenza di una specifica fase all'interno del processo dedicata alla valutazione finanziaria suggerisce un superiore rilievo di questo aspetto rispetto agli altri. A questo proposito il rapporto fra qualità delle informazioni e tecniche di valutazione viene sottolineato da alcuni autori che giudicano prematuro l'impiego di tecniche complesse quali l'analisi DCF nelle prime fasi del processo decisionale con informazioni poco precise o di carattere generale (Ciochetti, Malizia, 2000), mentre viene auspicato nelle fasi che precedono la decisione finale.

A questo modello è possibile contrapporre un secondo schema, proposto da Isaac (1996) e riferito all'esperienza del Regno Unito. Rispetto al modello precedente, lo schema si configura come *best practice* e sembra maggiormente orientato

all'azione; infatti, le fasi decisionali non sono esplicitate come nei modelli precedenti così come non viene menzionata l'analisi di fattibilità (*feasibility*), mentre una specifica sezione riguarda la valutazione (*appraisal*) del progetto. Queste peculiarità emergono con forza nella scelta delle tecniche di valutazione orientate alla stima del valore dei suoli e al profitto del *developer* attraverso la metodologia del valore residuo e l'impiego delle tecniche DCF (Byrne, 1996; Morley, 2002; Rics, 1995).

*Figura5. Property development process secondo Isaac*



Fonte: elaborazione da Isaac, 1996, p. 16

L'aspetto strategico del processo, secondo l'autore, riguarda la scelta della localizzazione. È in questa fase che si concentrano i primi elementi sottesi alla decisione che riflettono la strategia, i vincoli e le opportunità del promotore e gli orientamenti

generali del progetto, elaborati a partire dalle analisi di mercato e dai vincoli dagli strumenti di piano. Anche in questo caso, le analisi di mercato assumono un ruolo centrale e hanno l'obiettivo di identificare il livello della domanda e dell'offerta del mercato immobiliare.

Il modello di Isaac da ragione della collocazione dell'attività di *property development* entro il contesto più generale del *property market* e ripropone una articolazione fra soggetti caratterizzati da obiettivi ed attività specifiche: i *developer*, gli investitori e gli utilizzatori. In questo contesto, la struttura del processo, i criteri decisionali e le tecniche di valutazione riflettono l'articolazione proposta nella letteratura e danno ragione della prevalenza di un decisore, in questo caso il *developer*, sugli altri.

### **I limiti della letteratura: modelli vs comportamenti**

*“The extraordinary financial losses and market disruptions in the late 1980s and early 1990s are eloquent (...) testimony to the proposition that the quality of many real estate decisions is less than distinguished”* (Roulac, 1994).

La letteratura formalizza e definisce le modalità di comportamento degli investitori in tutte le fasi del processo decisionale, assumendo un quadro di riferimento che presenta elementi di divergenza dalle effettive modalità di comportamento dei soggetti coinvolti. In realtà, la stessa letteratura e gli esiti di recenti ricerche empiriche hanno evidenziato da un lato i limiti dei modelli in ragione delle imperfezioni del mercato e del comportamento non perfettamente razionale dei soggetti (Gallimore *et al.*, 2000; Pyhrr *et al.* 1989), dall'altro la necessità di sviluppare strumenti che coniugano le indicazioni dei modelli ai parametri cognitivi normalmente impiegati dai decisori (French e French, 1997).

Un tentativo di incrementare la capacità dei modelli di rappresentare e analizzare il processo decisionale è legato all'introduzione della teoria del comportamento. Si tratta di un'innovazione già internalizzata nell'ambito di discipline quali il *marketing* e il *management* dove l'impiego delle teorie cogni-

tive è presente sia nella descrizione dei processi decisionali che nella prescrizione di modelli che migliorano il contesto decisionale (Krabuanrat e Phelps, 1998). Più recente è invece l'introduzione delle teorie cognitive nell'ambito dell'analisi dei modelli decisionali per gli investimenti immobiliari (Hardin, 1999) e l'apertura ad approcci non economici per lo studio del *development process* (Guy e Henneberry, 2000).

L'analisi delle ricerche empiriche può fornire gli elementi per una verifica dello scostamento fra i modelli decisionali e le pratiche reali, e della bontà delle assunzioni nella letteratura. Per questa ragione, appare utile tematizzare gli esiti delle ricerche a partire dagli elementi che compongono lo schema generale dei modelli analizzati in precedenza:

- la definizione della strategia;
- l'analisi del contesto decisionale;
- la valutazione del progetto;
- l'attuazione dell'investimento.

La letteratura individua nella fase di elaborazione della strategia il primo passaggio del modello decisionale che ha come obiettivo l'esplicitazione degli obiettivi e dei criteri generali per la valutazione dell'investimento. Se in termini generali la definizione di questi aspetti trova piena convergenza nella letteratura, gli esiti delle ricerche empiriche hanno sottolineato la difficoltà del passaggio dalla teoria alla prassi. Una ricerca compiuta presso gli investitori istituzionali americani (Farragher e Kleiman, 1996) ha confermato il ruolo centrale della definizione e dell'analisi della strategia, in particolare l'identificazione dei vantaggi competitivi dell'investitore e le tipologie di investimento più adatte alle risorse e alle competenze del soggetto. Merita tuttavia sottolineare come dalle ricerche emerge l'influenza della tipologia dei soggetti sulla strategia. Negli Stati Uniti, i soggetti e le società private che si occupano esclusivamente di investimenti immobiliari tendono a ricorrere in misura minore alla pianificazione strategica degli investimenti rispetto ad altri investitori (assicurazioni, fondi pensione, Reits). Si tratta di un comportamento che, secondo gli autori, è indicativo della *entrepreneurial nature* degli investitori immobiliari che tendono a basare le proprie decisioni più "sull'istinto" e sull'esperienza

piuttosto che su analisi quantitative formali (Farragher e Kleiman, 1996).

Se la definizione degli elementi strategici per la decisione d'investimento appare prassi consolidata e conferma le indicazioni della letteratura, più problematica appare l'assunzione e l'esplicitazione degli obiettivi d'investimento. Uno degli aspetti che emerge nella prassi è l'assunzione di obiettivi poco realistici e a lungo termine che i soggetti tendono a non controllare: è stato dimostrato che gli investitori spesso falliscono nel considerare prospettive di investimento a lungo termine in favore di previsioni a breve termine, generando il fenomeno chiamato "myopic loss aversion"<sup>10</sup>. Il comportamento degli investitori tende ad essere "loss averse", quindi poco propenso a considerare una perdita sull'investimento; uno degli effetti del comportamento *loss averse* è rappresentato dalla tendenza a preferire valutazioni sul breve periodo piuttosto che a lungo termine poiché "a valuation at the year-end makes those involved in investment behave as if they are investing for only one year" (Thaler *et al.*, 1997, p. 651).

Accanto a questo elemento, le ricerche hanno evidenziato elementi problematici nella definizione e nella quantificazione del rischio. Infatti, anche se viene ritenuto un obiettivo importante, gli investitori tendono a non esprimere attese di rischio in termini quantitativi o formali (Adair *et al.*, 1999; Farragher e Kleiman, 1996). La gestione non quantitativa del rischio nella fase iniziale del processo si riflette nella fase valutativa con un modesto impiego di tecniche quantitative per la sua misura.

Sul rapporto fra obiettivi, criteri d'investimento e investitori, la letteratura e le ricerche empiriche forniscono indicazioni convergenti in termini generali, tuttavia i processi reali sono caratterizzati dall'impiego di euristiche che semplificano la decisione. Un'analisi sui modelli decisionali dei piccoli investitori (*small property companies*) ha evidenziato che i criteri iniziali di *screening* fra le opportunità d'investimento sono prevalente-

---

<sup>10</sup> Il fenomeno denominato "myopic loss aversion" è analizzato in Benartzi S. e Thaler R.H. (1995), "Myopic loss aversion and equity premium puzzle", *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), pp. 73-92.

mente di carattere intuitivo (conoscenza dell'area, esperienze precedenti su analoghi investimenti, considerazioni sul *portfolio*). Un ruolo importante è rappresentato dalla disponibilità dei finanziamenti poiché, nel caso dei piccoli investitori, l'*asset* d'investimento deve essere verificato prima di accedere alle linee di finanziamento e non viceversa, allontanandosi dalle prescrizioni dei modelli. Sul tema del rapporto fra le modalità di finanziamento e decisioni d'investimento in realtà le divergenze non emergono solo nel passaggio dalla teoria alla prassi. La stessa letteratura non fornisce indicazioni univoche in proposito e la divisione tra la decisione d'investimento (*investment decision*) e la decisione finanziaria (*financing decision*) non è sempre chiara. A partire dal *framework* di Modigliani e Miller<sup>11</sup>, è possibile individuare due gruppi; gli autori che enfatizzano la necessità di distinguere la decisione d'investimento dalla decisione finanziaria (Brown e Matysiak, 2000) e quelli che analizzano i vincoli e le opportunità del finanziamento nel quadro del processo decisionale (Kraizberg, 2000).

La seconda fase del processo riguarda l'analisi del contesto e dell'investimento. La letteratura enfatizza il ruolo della raccolta dei dati e delle analisi di mercato allo scopo di elaborare un contesto decisionale noto. Tuttavia, il comportamento degli investitori e dei decisori tende a scostarsi dal modello e, fra gli aspetti di maggiore rilievo, vanno evidenziati l'effettivo impiego delle analisi di mercato e la gestione delle informazioni raccolte.

Per quanto concerne le analisi di mercato, gli investitori statunitensi non le considerano elemento indispensabile per la decisione e il loro impiego non è generalizzato, soprattutto fra gli investitori privati (Farragher e Kleiman, 1996). Analogamente, nel Regno Unito, il ruolo egemone del promotore/*developer* nel processo decisionale riduce il ruolo delle analisi di mercato nel processo decisionale e "*relatively few market re-*

---

<sup>11</sup> Cfr. *proposition 1* sviluppata da Modigliani F. e Miller M.H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review* 48, pp. 261-297 per cui il valore di un progetto non può modificarsi in funzione delle modalità di finanziamento.

*search assignment are of the 'highest and best' variety*" (Barkam, 2002, p. 54).

Sotto il profilo delle modalità di acquisizione delle informazioni, della loro gestione ed elaborazione, in termini generali i decisori reagiscono con eccessiva fiducia alle informazioni correnti, con il rischio di ridurre l'aderenza del comportamento dell'investitore al modello. In particolare, è dimostrato che le informazioni ricevute in modo diretto dal decisore possono avere maggiore impatto sulla decisione rispetto a quelle generalmente disponibili sul mercato e che i decisori sembrano dare maggiore importanza ai contatti personali e alle informazioni raccolte al di fuori delle fonti informative di dominio pubblico (Gallimore *et al.* 2000).

La fase successiva riguarda l'analisi e la valutazione dell'investimento. Anche in questo caso le ricerche empiriche evidenziano l'influenza del decisore su due aspetti: la scelta delle tecniche di valutazione da impiegare e più in generale l'implementazione delle tecniche.

La letteratura assume che le previsioni riguardo ad un evento devono essere effettuate senza che il desiderio che questo evento avvenga influenzi il risultato della previsione. Tuttavia, le ricerche empiriche hanno dimostrato che gli esiti della valutazione possono essere condizionati dal "*wishful thinking*" di un soggetto (Olsen, 1997) e dalla sottostima della probabilità di effettuare una scelta scorretta generata dall'eccessiva sicurezza nell'intuizione personale, dalla tendenza a ignorare o a semplificare informazioni complesse o di impiegare informazioni semplici e parziali (Hutchinson e Alba, 1997).

Sotto il profilo delle tecniche, le indicazioni che provengono dagli Stati Uniti e dal Regno Unito divergono. Nel primo caso le tecniche *cash flow* risultano impiegate più delle tecniche tradizionali ma a dispetto delle indicazioni della letteratura (Baum e Crosby, 1996; Jaffe e Sirmans, 1982) le valutazioni non considerano gli aspetti fiscali, quindi si basano prevalentemente su criteri *before tax*. In ragione dei diversi riferimenti disciplinari e culturali, gli esiti di analoghe ricerche nel Regno Unito evidenziano la cautela degli investitori verso l'impiego di tecniche quantitative complesse come i modelli DCF, impiegati

più come strumenti di verifica di decisioni assunte con l'ausilio di tecniche più semplici che come criteri decisionali (Gallimore *et al.* 2000).

## Conclusioni

Gli esiti delle ricerche empiriche comparate alle indicazioni presenti sulla letteratura scientifica in merito ai modelli decisionali per gli investimenti immobiliari forniscono da un lato indicazione circa le invarianti e i punti di convergenza fra diversi modelli, dall'altro evidenziano uno scostamento tra teoria e prassi nella valutazione e nella decisione.

La struttura dei modelli fa riferimento a fasi caratterizzate da medesimi obiettivi di carattere generale e sotto questo profilo si rivelano coerenti ai processi reali e all'impiego, da parte dei decisori, di euristiche e *routines*. Fra gli elementi più problematici, spiccano tutti gli aspetti quantitativi che esplicitano i contenuti delle fasi (in particolare la definizione di ritorno e rischio) e l'impiego di tecniche di valutazione complesse soprattutto in assenza di riferimenti metodologici e tecnici consolidati da parte dei decisori.

Le indicazioni che emergono sono duplici. Da un lato questi esiti possono apparire già noti nella prassi, tuttavia va sottolineato che la letteratura internazionale solo recentemente ha aperto alla possibilità di integrare e sviluppare nuove metodologie e tecniche decisionali sulla base degli esiti delle ricerche empiriche e la necessità di sviluppare ulteriori ricerche a questo proposito è evidenziata da molti autori. Dall'altro, le valutazioni degli investimenti immobiliari in Italia possono capitalizzare le esperienze internazionali e rafforzare il rapporto fra processo decisionale e valutazione allo scopo di contestualizzare l'impiego delle tecniche alle fasi decisionali e al relativo contesto informativo evitando l'eccessiva semplificazione e la sindrome "*garbage in, garbage out*"<sup>12</sup> che accompagna valutazioni complesse ma inadeguate.

---

<sup>12</sup> A questo proposito cfr. Ciochetti, Malizia, 2000, p. 136.

### **Riferimenti bibliografici**

Adair A., Berry J., McGreal S., Deddis W., Hirst S. (1999), "Evaluation of investor behaviour in urban regeneration", *Urban Studies*, 36(12):2031-2045.

Barkham R. (2002), "Market research for office real estate", in Guy S. e Henneberry J. (Eds.), *Development and Developers. Perspectives on Property*, Blackwell, Oxford, 53-72.

Baum A., Crosby N. (1996), *Property investment appraisal*, International Thompson Business Press, London UK.

Brown G.R., Matysiak G.A. (2000), *Real estate investment. A capital market approach*. Prentice Hall-Pearson Education, Harlow UK.

Byrne P. (1996), *Risk, uncertainty and decision making in property development*, E&FN Spon, London UK.

Ciochetti B.A., Malizia E.E. (2000), "The application of financial analysis and market research to the real estate development process", in DeLisle J. E Worzala E.M. (Eds), *Essay in honor of James A. Graaskamp: ten years after*. Kluwer, Boston MA, 135-165.

Fanning S.F., Grissom T.V., Pearson T.D. (1996), *Market analysis for valuation appraisal*, Appraisal Institute, Chicago MA.

Farragher E.J., Kleiman R.T. (1996), "A re-examination of real estate investment decision making practice", *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2(1):31-39.

French N., French S. (1997), "Decision theory and real estate investment", *Journal of Property Valuation & Investment*, 15 (3):226-232.

Gallimore P., Hansz J.A., Gray A. (2000), "Decision making in small property company", *Journal of Property Investment & Finance*, 18(6):602-612.

Graaskamp J.A. (1972), "A rationale approach to feasibility analysis", *Appraisal Journal*, October: 513-521.

Graaskamp J.A. (1985), "Identification and delineation of real estate market research", *Real Estate Issue* 10:6-12.

Greer G. (1997), *Investment analysis for real estate decisions*, Dearborn Financial Publishing, Chicago IL.

Guy S., Henneberry J. (2000), "Understanding urban development process: intergrating the economic and the social in the property research", *Urban Studies* 37 (13):2399-2416.

Hardin W. (1999), "Behavioural research into heuristics and bias as an academin pursuit. Lesson from other disciplines and impication for real estate", *Journal of Property Investment & Finance* 17(4) : 333-352.

Hargitay S.E., Yu S. (1993), *Property investment decision. A quantitative approach*. E&Fn Spon, London.

Hutchinson J.W., Alba J.W. (1997), "Heuristics and biases in the eyeballing of data: the effect of context on intuitive correlation assessment", *Journal of Experimental Psychology*, 23(3):591-621.

Isaac D. (1996), *Property development. Appraisal and finance*. Macmillan, London UK.

Jaffe A.J., Sirmans C.F. (1982), *Real estate investment decision making*, Prentice Hall, New York, NJ.

Keogh G., D'Arcy E. (2000), "Graaskamp, institutional economics, and the real estate market", in DeLisle J., Worzala E.M. (Eds), *Essay in honor of James A. Graaskamp: ten years after*. Kluwer, Boston MA, 385-410.

Krabuanrat K., Phelps R. (1998), "Heuristics and rationality in strategic decision making: an exploratory study", *Journal of Business Research*, 41:83-93.

Kraizberg E. (2000), "Credit rationing, capital constrain, and real estate development activity", in DeLisle J., Worzala E.M. (Eds), *Essay in honor of James A. Graaskamp: ten years after*. Kluwer, Boston MA, 187-212.

Miles M.E., Berens G., Weiss M.A., (2000), *Real estate development*, Urban Land Institute, Washington, DC.

Morley S. (2002), "The financial appraisal of development projects", in Guy S. e Henneberry J. (Edited by) *Development and developers. Perspectives on property*, Blackwell, Oxford UK, 73-96.

Olsen R.A. (1997), "Desiderability bias among professional investment managers: some evidence from experts", *Journal of Behavioural Decision Making*, 10: 65-72.

Pyhrr S.A., Cooper J.R., Wofford L.E., Kapplin S.D., Lapidés P.D. (1989), *Real estate investment. Strategy, analysis, decision*, Wiley & Son, New York, NJ.

Ratcliff R.N. (1961), *Real estate analysis*, McGraw Hill, New York, NJ.

Rics (1995), *Appraisal and valuation manual*, The Royal Institution of Chartered Surveyors, London UK.

Roulac S. (1994), "The evolution of real estate decisions", in DeLisle J. E Sa-Aadu J. (Eds), *Appraisal, market analysis and public policy in real estate*, Kluwer, Boston, MA.

Thaler R., Tversky A., Kahneman D., Shwartz A. (1997), "The effect of myopia and loss aversion on risk taking: an experimental test", *Quarterly Journal of Economics*, 112(2):647-661.