“*In the perfect world of finance, there would be no real estate. Real estate is heterogeneous, lumpy, and illiquid, traded on inefficient markets dominated by asymmetric information. Real estate is heresy to the financial orthodoxy*”[[1]](#footnote-1).

Questa tesi vuole essere un incipit per immaginare un mondo dove gli immobili possano essere scambiati semplicemente, rapidamente ed economicamente, nello stesso modo con cui oggi vengono negoziate le azioni societarie nei mercati regolamentati.

Gli immobili rappresentano l’asset class più grande presente sia nel mercato americano che in quello italiano, l’uno oggetto di analisi per dimensione ed importanza, l’altro per vicinanza geografica. Infatti, il patrimonio immobiliare rappresentava nel 2020 per il ~28% in US[[2]](#footnote-2) e il ~65,5% in Italia[[3]](#footnote-3) la ricchezza netta delle rispettive nazioni.

Tuttavia, nonostante la sua rilevanza, il mercato real estate presenta delle imperfezioni sistemiche che lo rendono oggetto di una profonda immaturità finanziaria. Ad esempio, non esiste un vero mercato degli strumenti derivati immobiliari, né esiste un vero metodo di valutazione del rischio di un immobile. Il CAPM, il modello di economia finanziaria per calcolare il rischio di un investimento mobiliare, non può essere usato con confidenza nel mercato immobiliare. Basti pensare che Hatzell, Hekman e Miles[[4]](#footnote-4) mostrarono che il rischio sistemico, come definito dal Capital Asset Pricing Model, non eccede mai il 20% del rischio totale di un portafoglio di immobili negli US. Allo stesso tempo però il mercato immobiliare è indispensabile per il resto del mercato finanziario dal momento che gli immobili sono gli strumenti di garanzia alla base della maggior parte dei titoli di debito. È facile quindi intuire come inefficienze strutturali in questo mercato possano avere delle conseguenze che si estendono ben oltre il suo dominio.

In aggiunta, le inefficienze strutturali trascinano importanti implicazioni pratiche, sia dal punto di vista dei singoli investitori che dell’economia nel suo complesso.

In primo luogo, con un mercato efficiente, un investitore sufficientemente informato sarebbe in grado di trovare una strategia di investimento che gli permetta di sovraperformare consistentemente il mercato. Questo perché, per ogni unità di tempo, non vi sarebbe una equiprobabilità nei movimenti dei prezzi o, detto più semplicemente, i prezzi non seguirebbero un random walk.

In secondo luogo, dal punto di vista di tutto il sistema economico, quando i prezzi riflettono in pieno le informazioni disponibili, allora le risorse, per natura scarse, vengono allocate per il loro miglior uso. In sostanza, gli investimenti con il miglior rapporto rischio/rendimento saranno quelli capaci di attrarre capitale.

La redazione di questa tesi parte quindi da tre domande fondamentali:

* Il mercato immobiliare rispetta l’ipotesi del mercato efficiente come definito da Eugene Fama?
* Efficientare il mercato porterebbe qualche beneficio alla società?
* Se l’efficienza portasse dei benefici, come raggiungerla, o quantomeno avvicinarsi, all’atto pratico?

Si parte dunque facendo una panoramica del mercato immobiliare, portando le evidenze che inducono a considerare gli immobili l’asset class più importante dell’economia italiana e statunitense. Alla narrazione più teorica si vuole accompagnare un punto di vista pragmatico, andando nel dettaglio sia giuridico che economico degli argomenti trattati.

Facendo un primo excursus sulla definizione, tecnica e giuridica, di “*mercato immobiliare*” e illustrando l’EMH (Efficient Market Hypothesis) di Eugene Fama, si arriva a dimostrare l’inefficienza del mercato italiano e statunitense attraverso l’applicazione di un metodo innovativo che analizza le serie temporali sia dal punto di vista della loro randomicità sia dal punto di vista della loro dinamicità e complessità: il complexity-entropy casual plane method. Si espone quindi il quadro matematico-statistico da cui parte la metodologia, si cerca di portare il lettore ad una comprensione intuitiva della materia e si crea un programma informatico in linguaggio Python per arrivare ad una misura finale.

Svolto il test di efficienza, si cercano le ragioni che possano spiegare la misura di efficienza trovata e si evidenziano i potenziali benefici che un efficientamento del mercato immobiliare porterebbe all’economia. L’obiettivo finale è poi quello di trovare concretamente una soluzione che possa aiutare il mercato immobiliare a raggiungere la condizione di concorrenza perfetta.

Si trova, infatti, che la frazionalizzazione di singole unità immobiliari potrebbe portare numerosi benefici, tra cui un aumento della liquidità sul mercato (la liquidità è una delle cause di inefficienza), un aumento della domanda dovuto all’eliminazione dei costi di transazione e diminuzione del ticket di ingresso per l’acquisto di un immobile, e la creazione di un mercato trasparente e centralizzato che possa contribuire ad un avanzato sviluppo della finanza immobiliare favorendo la possibilità di creare strumenti derivati collegati ad indici pienamente transaction-based e non più misti ad indici appraisal-based.

Si analizzano quindi gli strumenti giuridici dell’ordinamento italiano (confrontandoli in parte anche con quelli degli ordinamenti esteri) in mano ad un potenziale arranger e si trova nel trust un veicolo di investimento innovativo e pionieristico. Si confronta dunque il trust, dal punto di vista dei costi di funzionamento, con il veicolo di investimento più usato in Italia, il FIA chiuso immobiliare.

1. Lecomte P. (2013) *New Frontiers in Real Estate Finance - The Rise of Micro Markets*, Taylor & Francis Ltd [↑](#footnote-ref-1)
2. US Federal Reserve Board, Z.1, Financial Accounts of the United States, Table B.100 Balance Sheet of Households and Nonprofit Organizations - Households and Nonprofit Organizations; Real Estate at Market Value [↑](#footnote-ref-2)
3. Banca d'Italia. (2022). La ricchezza dei settori istituzionali in Italia: 2005-2020. [↑](#footnote-ref-3)
4. Hartzell D., Hekman J., and Miles M. (1986) Diversifcation categories in investment real estate, Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, 14:2, pp. 230–254. [↑](#footnote-ref-4)