



**UNIVERSITÀ
DI PAVIA**

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Gestione delle imprese

**Il mercato del Real Estate:
i processi di investimento nel settore immobiliare italiano
e prospettive future**

Relatore:

Prof. Pietro Gottardo

**Tesi di Laurea
di Pace Alessio
Matr. n.449806**

Anno Accademico 2023-2024

Indice

Capitolo 1. Analisi del mercato immobiliare nel contesto economico italiano e finanziarizzazione del Real Estate.

<i>1.1 Introduzione</i>	3
<i>1.2 Il mercato immobiliare nel contesto macro-economico</i>	4
<i>1.3 Attori e segmenti del Real Estate</i>	7
<i>1.4 Le tipologie di attività nel mercato immobiliare: gestione, compravendita e sviluppo</i>	17
<i>1.5 Finanziarizzazione del Real Estate</i>	22

Capitolo 2. Investire nel Real Estate: modelli, rendimenti e valutazione di investimento immobiliare.

<i>2.1 Le principali modalità di trasferimento asset immobiliari</i>	31
<i>2.2 La valutazione di un investimento immobiliare</i>	33
<i>2.3 Le tipologie di modelli DFC</i>	41
<i>2.4 La Due diligence immobiliare</i>	47
<i>2.5 Il Business plan: strumento per l'analisi di un investimento immobiliare</i>	51

Capitolo 3. Asset class emergenti e prospettive future.

<i>3.1 Le nuove formule dell'abitare nel contesto socio-economico</i>	57
<i>3.2 La sostenibilità ed i fattori ESG (Environmental, Social and Governance)</i>	63
<i>3.3 Crowdfunding immobiliare: accenni al nuovo trend</i>	67
<i>3.4 Andamento futuro del mercato: nuovi strumenti di ricerca immobiliare e conclusioni</i>	71

Bibliografia	74
---------------------	----

Sitografia	75
-------------------	----

Ringraziamenti	76
-----------------------	----

Capitolo 1. Analisi del mercato immobiliare nel contesto economico italiano e finanziarizzazione del Real Estate.

1.1 Introduzione

Questo elaborato ha lo scopo di analizzare le dinamiche del mercato immobiliare nel contesto economico italiano con un focus sui processi di investimento e uno sguardo al futuro.

L'obiettivo è quindi identificare quali siano gli aspetti più significativi che caratterizzano il mercato del Real Estate, illustrandone le metodologie di investimento e gli strumenti di valutazione delle stesse, concludendo con delle ipotesi di prospettive future del settore.

Il mercato immobiliare è estremamente attraente perché l'oggetto di contrattazione ha un elevato valore economico-finanziario e sociale; inoltre è un'attività che ha un importante impatto sull'economia del paese.

In Italia gli investimenti sul mattone sono da sempre molto richiesti, soprattutto per gli immobili con destinazione commerciale e ricettiva. I capitali esteri in particolare corrispondono a circa il 70 per cento del totale degli investimenti immobiliari nel nostro paese¹.

È opportuno specificare quanto banche, finanza e mercato immobiliare siano fortemente interdipendenti. Gli investimenti in immobili sono tendenzialmente finanziati con debito e la leva è solitamente elevata, la disponibilità di finanziamenti a condizioni favorevoli è uno tra i fattori più significativi che favoriscono la crescita del numero delle transazioni e dei prezzi degli immobili. Al contrario, un aumento del costo del credito, oppure un irrigidimento dei termini ai quali è concesso, esercita effetti depressivi sul mercato immobiliare. Non solo, ma nei principali paesi avanzati più delle metà dei prestiti bancari finanziano la costruzione, la manutenzione, l'acquisto o l'amministrazione di immobili. Dal settore immobiliare dipende pertanto una parte rilevante dei ricavi e dei profitti delle banche, ma anche dei rischi.

Cercheremo dunque di evidenziare i profili più rilevanti dell'investimento immobiliare nel nostro paese, nei suoi aspetti principali dell'individuazione delle modalità di investimento e di finanziamento. Queste scelte dipendono da diversi fattori, principalmente di natura finanziaria (la scelta del rapporto ottimale tra mezzi propri e mezzi di terzi per il finanziamento delle operazioni immobiliari, le decisioni di copertura del rischio di oscillazione del tasso di interesse), fondamentali per la definizione di rischio-rendimento dell'investimento immobiliare.

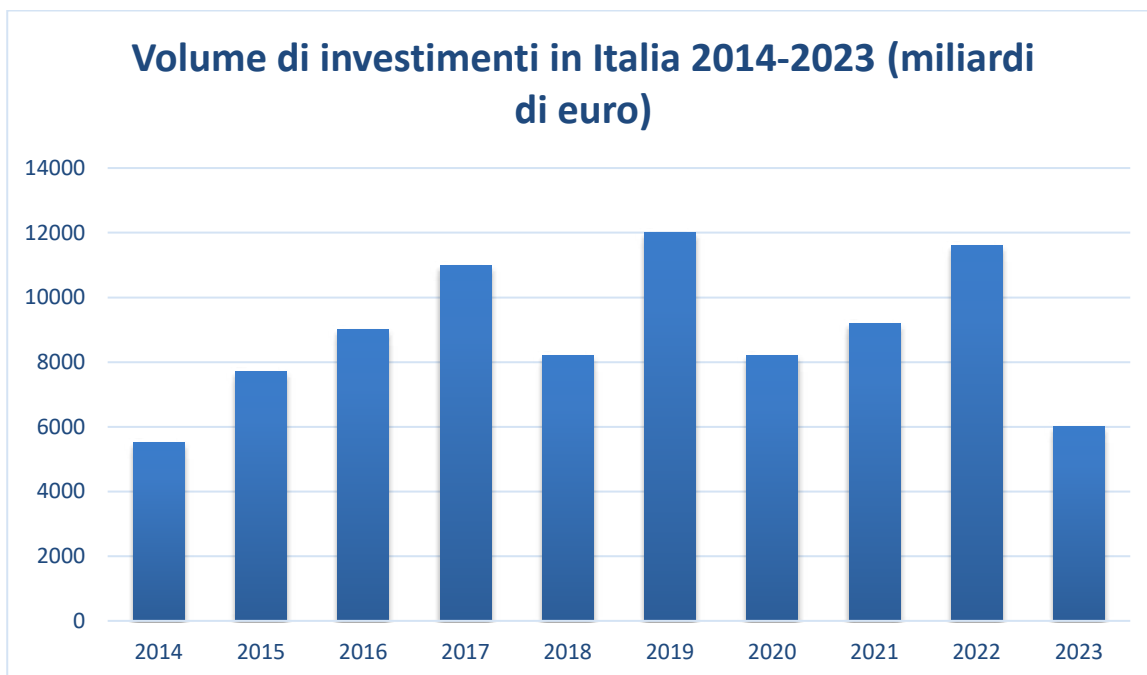
Nella parte conclusiva dell'elaborato analizzeremo le prospettive future del settore, ipotizzando l'andamento futuro del mercato in base ai dati fin qui raccolti. Particolare attenzione sarà dedicata al "Crowdfunding immobiliare" o "Real Estate Crowdfunding", un metodo innovativo di finanziamento, attraverso il quale uno o più soggetti propongono ad una massa indefinita di investitori di finanziare, attraverso contribuzioni in denaro effettuate tramite appositi portali on-line, progetti di natura immobiliare ("Investire nel Real Estate, a cura di Roberto Fraticelli e Luca Lucaroni, 2023).

¹ Fonte: *Investire nel Real Estate, a cura di Roberto Fraticelli e Luca Lucaroni, 2023*

1.2 Il mercato immobiliare nel contesto macro-economico.

Il mercato immobiliare è una tipologia di mercato, in cui la compravendita effettuata tra venditori e compratori, o qualsiasi altra loro interazione, potenziale o effettiva è riferita allo scambio di beni immobili di qualsiasi tipo, come: abitazioni, terreni, locali commerciali ecc. Spesso in questo tipo di mercato è presente una figura di fondamentale importanza, il mediatore, presente comunque anche in altri mercati. Il mediatore è colui che mette in relazione due o più persone per la conclusione di un affare senza essere legato ad alcuna di essa da rapporti di collaborazione, dipendenza o rappresentanza. In questo tipo di mercato ricopre dunque un ruolo molto importante, il suo aiuto viene richiesto nella maggior parte delle trattative. Il mediatore viene per questo definito in questo mercato: agente immobiliare. In particolar modo a partire dal 2018 si è riaperto l'interesse da parte dei grandi investitori istituzionali esteri per gli immobili soprattutto a Milano, città che si sta rivelando un vero e proprio catalizzatore in quest'ottica.

Infatti i volumi realizzati nel corso del 2019 dagli investimenti immobiliari relativi al settore non residenziale in Italia sono stati pari a circa 11 miliardi di Euro.



Fonte: Dati Ufficio Studi Gabetti

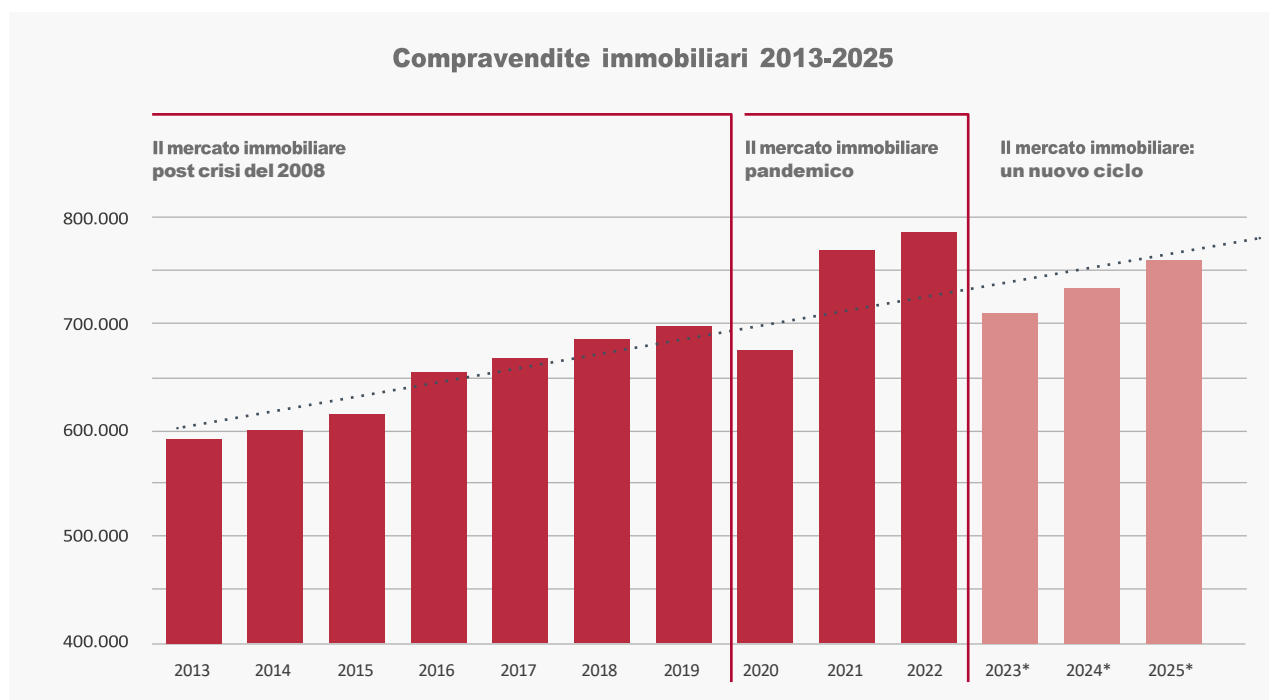
La Direttiva Case Green, in via di approvazione nel 2023, previo un ultimo passaggio nella Commissione e nel Consiglio di Europa, rivoluzionerà il mercato immobiliare, prevedendo il divieto di affitto e di vendita per gli immobili che, a partire dal 2030, si trovano al di sotto di una certa classe energetica. Di fatto, le case possono essere locate o vendute, fatta salva la riduzione di valore che il mercato impone in caso di mancato efficientamento energetico. La direttiva anticipa un rincaro dei mutui per le case energivore. Gli Stati membri possono introdurre esenzioni per gli immobili più piccoli di 50 metri quadrati e per le seconde case. La bozza iniziale prevedeva appunto il raggiungimento della classe energetica E nel 2030 e D

nel 2033. Nel novembre 2023 questo approccio è stato superato ed è stata delegata agli Stati membri la pianificazione della riqualificazione energetica.

Il mercato immobiliare può essere generalmente ricondotto al mercato residenziale e commerciale. Nel primo rientrano le attività di vendita e affitto di terreni, case a singoli individui o famiglie per la vita quotidiana, nel secondo invece vengono ricomprese le attività di vendita e affitto delle proprietà ad uso commerciale.

Ha inoltre diverse caratteristiche che lo differenziano dagli altri mercati, infatti è un settore meno liquido, con minore trasparenza e una standardizzazione predefinita, per di più gli asset vengono considerati una forma di copertura, in quanto il mercato residenziale tende a seguire un ciclo di vita ben definito.

In particolare è soggetto a dinamiche che non dipendono solo dall'andamento del sistema economico ma anche dai processi di trasformazione territoriale e dal comportamento della società nel suo complesso. Più queste dinamiche si presentano stabili nel tempo più il ciclo immobiliare è lungo. Quando esse vengono però interessate da eventi imprevedibili che irrompono sul modello abitativo delle famiglie allora anche il ciclo immobiliare si interrompe bruscamente per cominciarne un altro. Questo passaggio lo si riconosce quando, in una determinata area geografica, tutta una serie di variabili immobiliare, come le quotazioni, le compravendite, gli investimenti, le esigenze della domanda, e i trend dell'offerta, manifestano un comportamento diverso. E' quanto successo negli ultimi quindici anni, in cui la crisi economica del 2008, la pandemia e il conflitto Russo-Ucraino, hanno profondamente cambiato e ridotto la durata dei cicli immobiliari.



Fonte: Stime Ufficio Studi Gabetti su Dati Agenzia delle Entrate e previsioni Gabetti

Nel marzo 2020, con l'inizio del lockdown sanitario, il ritmo delle compravendite segna una battuta d'arresto per poi tornare in piena attività nel giugno dello stesso anno. Esso chiude con 558.722 compravendite, ma dà inizio a un nuovo mini ciclo immobiliare 2020-2022, più rapido del precedente, sostenuto da una politica della BCE ancora più espansiva e con tassi di interesse che raggiungono i minimi storici. In aggiunta, questo biennio si caratterizza per nuove esigenze abitative dettate per lo più dalla necessità del vano in più, vista la diffusione della modalità di lavoro da remoto ("smart working"), e di spazi esterni nel timore che una nuova ondata pandemica potesse dar vita a nuovi periodi di lockdown. Questi driver hanno spinto il mercato nel 2021 con 749.377 compravendite (più 24 per cento rispetto al 2019) e nel 2022 con 784.486 compravendite (più 30 per cento rispetto al 2019 e 5 per cento rispetto al 2021) che raggiunge il record degli ultimi dieci anni. (Report H1-2023 Ufficio Studi Gabetti).

Ma a partire dalla metà del 2022 l'aumento dell'inflazione imprime un nuovo cambiamento di rotta al mercato immobiliare con l'avvio di un nuovo ciclo. Se da un lato l'investimento immobiliare è il più tradizionale per proteggersi dall'inflazione dall'altro questa variabile ha causato un rallentamento dell'attività: è aumentato il costo di costruzione creando non poche difficoltà tra gli sviluppatori, è tornata la politica restrittiva della BCE con l'aumento progressivo del tasso d'interesse per le operazioni di rifinanziamento che, da 0% nel periodo da inizio 2014 a metà 2022, raggiunge il 4,5% nel settembre 2023, è rallentata l'attività degli investimenti capital markets che nel 2022 in Italia chiude con un volume di 12 miliardi, mentre nel 2023 è stimata a valere circa il 30% meno. Uno scenario che sta contraendo l'attività di compravendita degli immobili residenziali rispetto al biennio straordinario 2021-2022 ma che sembrerebbe normalizzarsi con il livello (pre pandemia) del 2019. I dati al primo semestre 2023 diffusi dall'Agenzia delle Entrate mostrano infatti un andamento delle compravendite residenziali in contrazione rispetto allo stesso periodo del 2022. A livello nazionale le 350.855 transazioni sono inferiori del 12% rispetto allo stesso periodo del 2022 ma con un tendenziale positivo del 18% sul secondo semestre 2019. A segnare una battuta d'arresto maggiore sono le città che nel 2022 hanno visto la crescita maggiore delle quotazioni, come Milano e Bologna, e quelle che nel secondo semestre avevano raggiunto un elevato livello di compravendite come Genova. Le transazioni diminuiscono maggiormente nei comuni capoluogo rispetto ai non capoluoghi.

Tuttavia, se si considera l'andamento del primo semestre negli ultimi 10 anni, la fotografia cambia sensibilmente: rispetto alla media delle compravendite, pari a 277.550, il primo semestre 2023 è in crescita del 26% ed è il terzo migliore del periodo subito dopo i semestri record del 2021 e 2022, figli della fiammata del mercato residenziale post lockdown. Questo è indicativo del fatto che l'aumento dei tassi di interesse, principale ragione che ha frenato l'attività di compravendita, è compensato da una domanda di immobili che rimane comunque ancora elevata rispetto al periodo pre-pandemia.

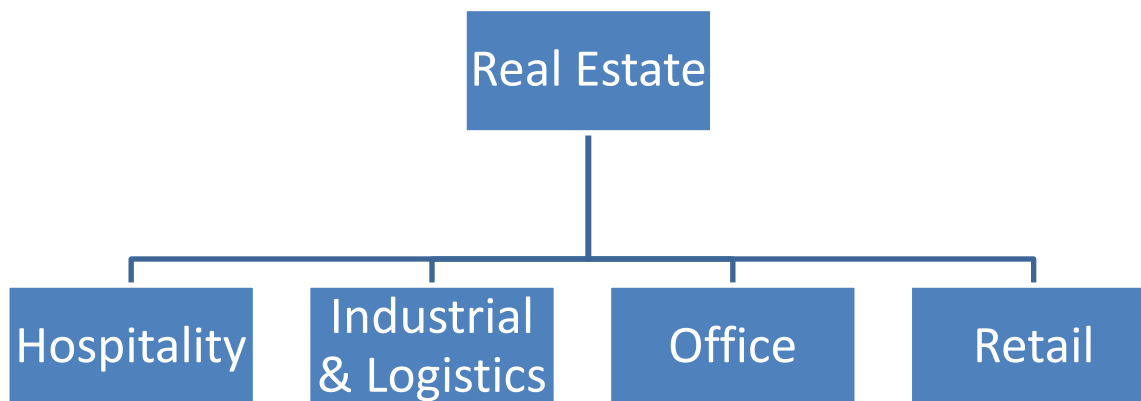
Le attuali fibrillazioni macro-economiche sembrano dunque confermare la fine del mini ciclo immobiliare pandemico 2020-2022 e l'inizio di una fase nuova, normalizzata, che almeno per il 2023 e per la prima metà del 2024 sarà condizionata da un livello di tassi di interesse non

più ai minimi storici, come è stato tra il 2017 e il 2021, e da un conseguente ribasso del volume di erogato dei mutui per acquisto abitazione, che già nel primo semestre 2023 registra un meno 30% su base annua.

L'inflazione, nella prima parte del 2023, ha imboccato la strada della discesa con l'indice nazionale dei beni al consumo (NIC) che dal 10% di gennaio 2023 è sceso all'1,7% dello scorso ottobre. Questo è dovuto prevalentemente al forte rallentamento su base tendenziale della componente volatile dell'inflazione (beni energetici) che passa dallo 0,7% di settembre 2023 a -2,4% di ottobre 2023 (a Gennaio 2023 era al 4%). L'inflazione di fondo (il carrello della spesa), invece, cioè al netto dei bene energetici, rimane più elevata della componente volatile, se pur si registra anche qui un calo dal 4,6% di settembre 2023 al 4,2% di ottobre 2023. Alla luce del calo dell'inflazione, è plausibile pensare che la stretta della BCE sui tassi di interesse si allenterà e già nella seconda metà del 2024 i tassi potranno tornare su livelli più sostenibili per imprese e famiglie.

1.3 Attori e segmenti del Real Estate

É possibile classificare il mercato del Real Estate a seconda del segmento di riferimento. Possiamo considerarne (oltre a quello più tradizionale residenziale) principalmente quattro: hospitality, industrial & logistics, office e retail.



Hospitality

Quello turistico è un settore trasversale fortemente influenzato da fattori esogeni di natura sociale, economica e ambientale che ne determinano le tendenze di fondo, ma è anche caratterizzato da tutto ciò che fisicamente esprime la destinazione. In questo contesto, l'Hospitality, che di fatto rappresenta la fase terminale del viaggio, è uno dei comparti che hanno sofferto maggiormente in termini di calo della domanda e fatturato a seguito

dell'emergenza Covid-19. Per questo necessita di maggiori politiche di sostegno alle imprese, ma anche di maggiori competenze e capacità di rinnovamento da parte degli operatori del settore.

Dopo il grande rimbalzo registrato nel corso del 2021, il settore alberghiero ha continuato a registrare un volume significativo di investimenti. Il volume di investimento effettuato nel 2022 è stato pari a ca. Euro 1,3mld, dato quest'ultimo in crescita (+7%) rispetto a quanto registrato nel 2021 ed in linea con la media degli ultimi 5 anni. Gli investitori hanno concentrato le loro attività su processi di rebranding e riposizionamento delle strutture verso i segmenti upscale, upper-upscale e luxury². Le province maggiormente interessate sono state Roma, Siena, Milano e Venezia. I capitali internazionali, provenienti principalmente da Qatar, USA e Canada, hanno trainato la domanda interessando ca. l'84% dei volumi scambiati.

Gli alberghi rappresentano la componente maggiore dell'offerta ricettiva, oltre ad essere quella che tende a soddisfare una domanda di qualità superiore. Infatti, nell'ultimo decennio abbiamo assistito ad un significativo aumento di quelli di fascia più elevata, a 4 e 5 stelle, rispettivamente in crescita del 31% e del 76% e di un progressivo calo di quelli di categoria 1 e 2 stelle, sostituiti in parte nel contesto complessivo dalle tipologie alternative (agriturismi, bed & breakfast, alloggi privati per affitti brevi) incluse nel comparto extralberghiero³.

Se già negli ultimi 10 anni, il turismo cosiddetto "d'affari" si era ridotto sensibilmente, nonostante una temporanea inversione di tendenza nel 2018 e nel 2019, quali potrebbero essere le conseguenze di un massiccio ricorso allo smart working e alle modalità di riunione in videoconferenza (Webinair, Zoom meeting ecc.)? Quali quelle connesse della crescita del commercio on-line, alla distribuzione di merci con veicoli autonomi, all'evoluzione dei trasporti e dei canali di comunicazione e della delocalizzazione della produzione? Difficile dare una risposta oggi, ma certamente cambierà il mondo dei meeting e dei congressi, dell'organizzazione delle fiere di settore, della distribuzione tradizionale, degli eventi, etc. con conseguente impatto sul movimento delle persone che viaggiano per lavoro.

Previsioni:

- Consolidamento della domanda domestica che sta riscoprendo i tesori del nostro territorio
- Ulteriore riduzione dei viaggi business e conseguente riduzione dei pernottamenti

Opportunità:

- Maggiore domanda di spazi per smart working
- Contaminazione tra business e leisure
- Riconversione immobile con cambio di destinazione d'uso

² Upscale, Upper-upscale e luxury fanno riferimento ai segmenti delle categorie di catene alberghiere (esclusive, prestige, lusso)

³ Fonte: Ufficio Studi Gabetti "Report Hospitality"

La vera sfida per il futuro dell'hotel passa dalla rivoluzione del concetto stesso di hotel rinnovandone contenuti e funzionalità per generare nuovo valore sia sociale che economico, assecondando non solo i bisogni nascenti dei clienti che vi pernottano, ma anche quelli del contesto sociale in cui sono ubicati. L'albergo del futuro dovrà tendere ad essere uno spazio liquido e poliedrico in grado di trasformarsi sfruttando al meglio tutto ciò che ha da offrire per acquisire e soddisfare una clientela più ampia che non utilizzi l'hotel solo per pernottare o per fare un meeting, ma anche come luogo che offre servizi innovativi e qualificati:

- spazi e servizi per lo smart working
- spazi sociali ideali per rilassarsi o incontrare altre persone
- zone per il relax psico-fisico
- spazi polifunzionali trasformabili per eventi
- bar e ristoranti con un'offerta variegata h24
- servizi per il tempo libero e per lo sport

L'hotel del futuro in realtà non potrà avere un solo format o un solo modello di successo, ve ne saranno tanti quanti sono le combinazioni possibili di soluzioni determinate in base alle principali variabili che determinano quelle più sostenibili ed efficaci. Potrà avere innumerevoli combinazioni, influenzate dalle diverse caratteristiche ambientali, sociali ed economiche del luogo in cui sorge, dei profili di clientela cui oggettivamente intende rivolgersi e delle caratteristiche dell'investitore/proprietario. Le variabili che influenzeranno le caratteristiche dell'hotel del futuro possono essere identificate in tre macro categorie:

Variabili endogene	Location, dimensione, caratteristiche intrinseche
Variabili investment	Proprietà, investitore, tipo di utilizzo
Variabili esogene	Target cliente, esigenze

Una appropriata analisi del mix di queste variabili genera gli scenari grazie ai quali è possibile individuare le soluzioni ideali che contraddistinguono l'albergo del futuro.

Gli attori principali che compongono questo segmento sono: proprietario investitore, sviluppatore, finanziatore, gestore operatore. Il Proprietario o Investitore è colui il quale possiede l'immobile o il suolo con potenzialità edificatoria. Questa categoria può essere distinta tra proprietari diretti e proprietari indiretti, distinguendo nel primo caso i soggetti che possiedono in maniera diretta l'immobile, dai soggetti appartenenti alla seconda categoria che utilizzano veicoli societari terzi, questi ultimi detentori diretti dei beni immobiliari. Tipicamente, tali soggetti apportano il capitale di rischio/debito nell'investimento, sotto forma sia immobiliare sia finanziaria, e vengono remunerati attraverso il profitto d'impresa. Lo Sviluppatore è rappresentato dal soggetto imprenditoriale che interviene mediante opere di costruzione e riqualificazione immobiliare, assumendo un ruolo sia di semplice appaltatore

di opere edili, sia anche quello di proprietario (anche temporaneo) dell'immobile o del terreno. Tale categoria richiede una struttura d'impresa e un know-how specialistico necessari all'intero processo di valorizzazione dell'investimento.

Il Finanziatore a titolo di debito è una banca o altro istituto preposto all'erogazione del credito, il quale apporta il capitale complementare all'equity necessario al processo di investimento. Questa categoria è remunerata attraverso gli interessi sui capitali erogati e tipicamente può finanziare l'investimento immobiliare ricettivo mediante differenti tipologie di finanziamento, coerenti con le differenti fasi di realizzazione dell'investimento stesso.

Il Gestore o Operatore è rappresentato dal soggetto specializzato nella gestione delle operazioni ricettive e vanta un know-how specialistico spesso organizzato in forma d'impresa. Nelle differenti forme relazionali che tale soggetto stabilisce con gli altri attori del processo risiede l'articolazione delle tipologie contrattuali adottabili per esercitare l'impresa alberghiera. Ciascuno dei soggetti identificati interviene in uno specifico ambito del processo di creazione del valore associato all'immobile ricettivo, partecipando in modo temporaneo o continuativo all'iter di realizzazione dell'investimento.

Industrial & Logistics

Il settore Industrial riunisce tutte le attività secondarie che coinvolgono la produzione, la trasformazione, l'elaborazione e la distribuzione di beni e servizi attraverso la manifattura ed altre attività di produzione fisica.

Sotto il profilo dell'attività svolta e delle relative caratteristiche costruttive che l'immobile presenta, possiamo operare una classificazione di quattro principali tipologie di immobili industriali:

- Industrial: impianto produttivo di medio-grandi dimensioni destinato prevalentemente alla produzione di beni industriali (beni che poi verranno a loro volta lavorati da altre industrie) che normalmente presenta altezze limitate (5/7 mt) ed una importante caratterizzazione costruttiva che difficilmente consente di attuare una conversione in Asset di altro tipo quali Logistici e Mixed Use (es: Magazzino produttivo e uffici).
- Light industrial: impianto produttivo di medio-grandi dimensioni destinato alla produzione di beni di consumo (prodotti finiti pronti per essere consumati ed utilizzati) che normalmente presenta una struttura con altezze medie di 7/9 mt tali da consentire, nella maggior parte dei casi, una conversione in Asset di altro tipo quali Logistici e Mixed Use.
- Artigianale/ Small business: Impianto produttivo di piccole dimensioni, spesso imprese a gestione familiare, che normalmente presentano strutture di superficie < 2.000 mq con altezze attorno ai 5 mt.
- Greenfield/ Brownfield: Aree verdi ed aree dismesse da riqualificare o riconvertire, con dimensionamenti tra i 10.000 ed i 20.000 mq.

La logistica è il processo di pianificazione, implementazione e controllo dell'efficiente ed efficace flusso e stoccaggio di materie prime, semilavorati e prodotti finiti e delle relative informazioni dal punto di origine al punto di consumo con lo scopo di soddisfare le esigenze dei clienti.

Il concetto di Logistica viene contestualizzato nella necessità di ricercare ampie aree su cui sviluppare magazzini da adibire a gestione e stoccaggio merci. Caratteristica fondamentale è la location: i magazzini devono essere ubicati in zone strategiche ottimamente collegate e possibilmente nei pressi delle principali arterie (autostrade e superstrade).

Opinione ormai consolidata è che, in relazione alla logistica tradizionale, stiamo trattando magazzini di superficie coperta non inferiore a 5.000 mq con una superficie esterna non inferiore ai 2/3 della superficie coperta (Last Mile con superficie scoperta nell'ordine dei ¾ della coperta), al fine di consentire agevolmente le manovre dei bilici in ingresso ed in uscita. Gli immobili logistici in Italia sono principalmente magazzini di stoccaggio ubicati nel Nord Italia⁴.

Ripartizione geografica:

- 54% Nord Ovest (di cui il 35% in Lombardia)
- 23% Nord Est (di cui il 18% in Emilia-Romagna)
- 22% Centro Sud (di cui il 10% nel Lazio)

Dimensione superficie coperta:

- i magazzini hanno una superficie coperta media di 21.000 mq

Altezza sotto trave:

- i magazzini hanno una altezza sotto-trave media di 10 mt

In relazione ad investimenti e sviluppo possiamo individuare 3 attori principali:

- **Investor:** Investitori istituzionali, ricercano aree di sviluppo o direttamente immobili finiti, con il fine di locarli ad operatori logistici che garantiscano un reddito annuale
- **Developer:** Figure responsabili della ricerca e dell'acquisizione di terreni adatti allo sviluppo. Raccolgono i finanziamenti necessari per l'acquisto e la costruzione del magazzino, ottengono i permessi di urbanizzazione e le autorizzazioni necessarie per la costruzione
- **Contractor:** L'ambito di lavoro degli appaltatori può variare a seconda del progetto che gli viene assegnato. Supervisionano il processo di costruzione e, a seconda del tipo di appalto, possono seguire l'intero progetto o solamente alcune fasi, con la possibilità,

⁴ Fonte: Report Ufficio Studi Gabetti

se previsto contrattualmente, di subappaltare determinati lavori ad altre imprese selezionate.

Office

Il mercato immobiliare Italiano nel 2022 ha visto una forte crescita dei volumi d'investimento facendo registrare il secondo valore più alto di sempre, nonostante il calo che ha interessato il quarto trimestre, dovuto essenzialmente alla rapida crescita dell'inflazione ed al conseguente aumento dei tassi di interesse. Nonostante un contesto sfidante dovuto alla congiuntura economica e geopolitica, è possibile cogliere elementi strutturali che ci portano ad essere ottimisti verso il futuro. Ci riferiamo al tema della sostenibilità degli immobili ed ai cambiamenti indotti dalla crescente importanza dell'economia digitale.

Qualsiasi analisi del mercato del commercial Real Estate deve oggi tenere conto delle tematiche relative all'ESG (Environmental, Social e Governance) perché si sarà sempre più attenti alla qualità degli immobili ed al loro potenziale impatto ambientale. Il cambiamento delle abitudini prodotto dalla crescente introduzione nelle aziende dello smart working porterà il mercato a riadattare gli spazi secondo tali necessità.

L'incremento dei costi di costruzione ha provocato un rallentamento dei tempi di consegna degli sviluppi, ampliando quindi il deficit di offerta di uffici di alta qualità e rendendo il prodotto nuovo costoso. Il comparto uffici, nel 2022, ha registrato un incremento del 7,6% (13.378 di unità compravendute).⁵

La città di Milano ha trainato questo recupero con oltre 483.000 mq di spazi uffici assorbiti nel corso dell'anno, segnando un nuovo record. L'interesse degli Occupier⁶ si è orientato verso immobili di qualità: a Milano oltre il 55% del take up ha riguardato immobili in fase di ristrutturazione o ristrutturati da meno di cinque anni. I Tenant⁷ hanno un approccio più selettivo nei confronti delle location: tra gli elementi più ricercati si rileva la qualità dei collegamenti con il trasporto pubblico, la disponibilità di parcheggi e la presenza di servizi nell'edificio o in prossimità dello stesso. I nuovi uffici dovranno quindi offrire soluzioni in grado di incentivare i dipendenti, attraverso nuovi layout, arredi e dotazioni tecnologiche, le proprietà dovranno offrire spazi sempre più innovativi per rispondere alle mutate esigenze degli occupier e dei dipendenti avvalendosi anche delle nuove certificazioni ESG⁸. L'incarico di commercializzazione per la locazione o per la vendita di uffici è un contratto che viene conferito in forma scritta dalla:

- Parte Venditrice: per la vendita di singoli asset o di portafoglio di immobili;
- Parte Locatrice: per la ricerca nel territorio di singoli asset o di interi edifici da locare.

⁵ Fonte: Agenzia delle Entrate – Report immobiliare 2023

⁶ Nel gergo immobiliare si intende gli "occupanti" dell'immobile

⁷ Nel gergo immobiliare si fa riferimento ai proprietari, affittuari dell'immobile

⁸ La certificazione ESG è uno strumento che consente a tutte le aziende di dimostrare l'impegno di operare secondo criteri di trasparenza, responsabilità e buona governance, con lo scopo di ridurre notevolmente l'impatto ambientale. Questo impegno è un sinonimo di qualità e serietà che permette di curare la propria reputazione aziendale nei confronti dei propri stakeholder: investitori, clienti, dipendenti e comunità locali. Fonte: <https://www.professioniteam.it/>

In linea generale, l'incarico viene riconosciuto in via esclusiva o non esclusiva. Si tratta di un contratto legalmente vincolante, così come disciplinato dagli articoli 1321 e seguenti del Codice Civile.

Il buon andamento del mercato delle locazioni ha spinto il recupero degli investimenti nel comparto Uffici nel corso del 2022, tornata ad essere la prima asset class in Italia con un volume pari a ca. € 4,5 miliardi, dato quest'ultimo che evidenzia una crescita sia rispetto al 2021 (+104%) sia rispetto alla media degli ultimi cinque anni (+22%). Milano ha continuato ad essere il mercato obiettivo degli investitori – in prevalenza internazionali (ca. 60%) - con ca. l'80% dei volumi totali, attraverso operazioni che hanno coinvolto principalmente immobili situati all'interno del CBD cittadino e delle zone periferiche. L'attività di investimento nel settore Uffici è supportata anche nel 2023 dai solidi fondamentali del mercato occupier, con una ripresa del segmento value-add⁹ a seguito di una necessaria stabilizzazione del contesto macro-economico.

Come trend e prospettive di questo segmento relativo al comparto office possiamo considerare:

- Consolidamento del take-up grazie alla ricerca di spazi di qualità: Gli *occupier* continueranno a ricercare spazi di qualità per supportare nuovi modi di lavorare, lasciandosi alle spalle le incertezze indotte dallo *smart working* e dalla crisi pandemica
- La ricerca di un nuovo punto di incontro tra domanda ed offerta rallenterà gli investimenti: la particolare congiuntura macroeconomica unitamente al trend di decompressione dei rendimenti ha frenato sul 2023 l'afflusso di capitali per operazioni *value-add* e per l'avvio di operazioni su asset stabilizzati
- Resilienza della domanda da parte degli *occupier*: gli investitori diverranno maggiormente selettivi nell'individuare opportunità di investimento, guardando principalmente a prodotti con potenziale crescita dei canoni di locazione
- Il rallentamento dell'economia avrà un impatto limitato sulla domanda di uffici: in un contesto di rallentamento di nuovi sviluppi e contestuale riduzione della disponibilità di prodotto di grado A e ESG compliant, la dinamica dei canoni di locazione sarà sostenuta dalla crescente attenzione per prodotti di qualità
- Crescente innovazione dell'offerta di spazi ad uso uffici: l'attenzione a nuovi layout, digitalizzazione ed impiego della tecnologia unitamente all'adozione di certificazioni ESG caratterizzeranno la domanda di uffici nel breve-medio periodo.

Retail

Il segmento retail riguarda principalmente tutti gli immobili che hanno a che fare con il commercio: negozi su strada, centri commerciali, outlet, retail park. Rappresenta un settore dinamico e in continua evoluzione con opportunità di crescita e sviluppo che catturano

⁹ Queste proprietà tendono a produrre meno reddito e fanno più affidamento sulla crescita di valore dell'immobile nel tempo per generare elevati rendimenti. Fonte: <https://www.investitorisgr.it/>

l'attenzione di numerosi investitori. L'ubicazione è fondamentale quando si tratta di investire nel mercato immobiliare retail. Le proprietà situate in zone ad alta densità di popolazione e con accessibilità facilitata spesso godono di una domanda costante. La vicinanza a centri urbani, trasporti pubblici e altre strutture commerciali può aumentare significativamente il valore dell'investimento. Un aspetto cruciale da considerare è la diversificazione degli investimenti nel mercato immobiliare retail. Potrebbe essere vantaggioso non concentrarsi esclusivamente su un tipo di proprietà, ma esplorare diverse opzioni, come negozi singoli, centri commerciali o addirittura investire in progetti di sviluppo. Questa strategia può contribuire a mitigare i rischi associati a fluttuazioni specifiche del settore.

L'analisi del rendimento, degli scenari e delle prospettive è essenziale per valutare l'opportunità di investire nel mercato immobiliare retail. Gli investitori dovrebbero considerare il potenziale rendimento locativo, la stabilità degli inquilini e la prospettiva di apprezzamento del capitale; la comprensione dettagliata delle dinamiche di mercato e delle tendenze di consumo è cruciale per effettuare scelte informate.

L'immobiliare retail italiano è tornato appetibile, tanto che il 63% degli investitori ha intenzione di puntare sul settore nei prossimi tre anni, con un impegno tra i 50 e i 200 milioni di euro. È quanto emerge dall'EY Retail Property Investments Barometer Italy, il sondaggio annuale condotto tra 50 manager di grandi property companies, gestori di fondi immobiliari e asset manager nazionali e internazionali. La ricerca mostra che, se il 90% degli intervistati ha allocazioni nel comparto retail, ben l'80% di questi ha già destinato alla Penisola una fetta degli investimenti. E a guidare le scelte sono sempre più i criteri Esg, oltre alla volontà di migliorare le performance degli asset in portafoglio.

Esistono poi anche una serie di freni dovuti al rischio percepito per i fenomeni legati allo sviluppo delle vendite online (il 33% che lo considera ancora come il principale fattore di rischio del settore), all'incremento dei costi operativi (31%) e alla riduzione della capacità di spesa dei consumatori (29%)¹⁰.

Spicca poi l'importanza dei criteri Esg, che risultano guidare le strategie del 90% del campione, oltre alle tematiche ambientali e di contenimento dei consumi energetici. Alla luce del sondaggio si tratta di elementi che caratterizzeranno fortemente il settore. Infatti, il 61% dei manager dichiara di voler investire nel miglioramento dell'impatto ambientale dei propri immobili, soprattutto contenendo i consumi, mentre la dimensione sociale e del mondo Esg trova spazio nelle strategie del 37% degli investitori, che mostrano attenzione a temi come l'inclusione e la solidarietà. Ben il 90% dei rispondenti ha dichiarato di voler procedere, nel breve periodo, all'implementazione di attività che possano avere importanti risvolti in tal senso, con l'avvio di campagne di charity e di attenzione all'inclusione, grazie anche al ruolo di luogo di comunità che i centri commerciali assumono in determinati contesti.

¹⁰ Fonte: Intervista di Marco Daviddi, strategy and transactions managing partner di EY.

Esistono degli indicatori imprescindibili che dovranno essere sempre più considerati. La sostenibilità e l'efficientamento energetico, edifici moderni ed eco-friendly¹¹ attirano in genere una clientela migliore, e dunque il reddito da locazioni diventa più sicuro.

Risulteranno quindi più appetibili tutte quelle strutture:

- realizzate con materiali eco-compatibili;
- con presenza di certificazioni impiantistiche, ambientali e gestionali;
- con presenza di impianti da fonti rinnovabili per la produzione di energia e colonnine di ricarica per auto e biciclette elettriche.

In un contesto urbano, con particolare attenzione all'interazione sociale, ricoprirà sempre maggiore importanza la cosiddetta "città dei quindici minuti", dove il cittadino può trovare, entro pochi minuti da casa, tutto quello che serve per vivere il quotidiano:

- disponibilità di parcheggi e di verde pubblico;
- presenza di infrastrutture e mezzi di trasporto;
- attività sociali e servizi per l'infanzia;
- strutture sanitarie.

Il comfort della struttura, ambienti flessibili capaci di adattarsi ai cambiamenti di abitudini intercorsi nella vita privata e professionale delle persone, sarà ritenuto un plus, soprattutto nei centri commerciali, sarà fondamentale la presenza di:

- attività di entertainment & leisure;
- spazi confortevoli per dipendenti e utenti;
- aree dedicate al relax degli utenti.

La trasformazione degli ambienti fisici e le caratteristiche intrinseche dei locali commerciali, infatti, rispondono alla necessità di cambiamento della domanda e dei bisogni degli investitori e degli stakeholders. L'importanza stessa acquisita dai criteri ESG sul mercato mondiale muove dalla necessità di stabilire nuove dinamiche e sinergie a cui, per la capacità di facilitare l'erogazione di servizi e forme di commercio nuovi, il retail è il settore maggiormente propenso ad adattarsi, fungendo da catalizzatore per le trasformazioni sociali e riferimento per la collettività.

I trend principali del retail, secondo Nuveen¹², sono:

1. Differenziazione offerta on-line e off-line

Il retail "tradizionale" ha innanzitutto la necessità di differenziare la sua offerta rispetto all'online. L'approccio più efficace punta a combinare il meglio delle due esperienze. Ciò significa rendere più efficiente il "consumer journey" (ad es. con parcheggi, percorsi, Wi-Fi),

¹¹ Questo anglicismo comprende tutte le buone pratiche, gli oggetti, le produzioni e i consumi volti a risparmiare energia ed evitare sprechi.

¹² Nuveen è un gestore patrimoniale americano e una consociata interamente controllata della società di pianificazione finanziaria TIAA, a sua volta nota per la sua tradizionale attenzione alla gestione del denaro per istituzioni senza scopo di lucro come le università e i loro dipendenti. Fonte: <https://www.nuveen.com/>

offrendo diverse opzioni per migliorare l'esperienza ovunque possibile (ad esempio attraverso app, carte fedeltà, realtà virtuale) facendo leva sulle possibilità offerte dal marketing digitale.

2. Gestione dei (big) data

Uno svantaggio chiave che differenzia il retail tradizionale dall'online è il divario nella raccolta delle informazioni. Ogni acquisto al dettaglio online genera una vasta gamma di dati, che consente analisi approfondite con la parallela ottimizzazione del percorso dell'utente. In confronto, le transazioni offline sono estremamente opache. Esistono tuttavia diverse opportunità da cogliere: la raccolta di più dati all'interno degli store fisici, attraverso sensori e servizi digitali; la spinta verso una maggiore condivisione dei dati tra tutte le parti interessate e l'utilizzo di veri e propri set di dati 'alternativi', come ad esempio la geolocalizzazione mobile e i dati sulle transazioni.

3. Brand nativi digitali

Infine, una sfida chiave per i proprietari degli asset è la forte dipendenza da retailer tradizionali che stiano affrontando con successo la transizione all'era digitale. Allo stesso tempo si sta creando tuttavia una nuova generazione di retailer che hanno avviato le loro attività online e che ora hanno un brand forte e una profonda conoscenza dei loro clienti. Man mano che crescono, questi marchi 'nativi digitali' pare comprendano che la presenza offline è ancora oggi una componente necessaria nella strategia di acquisizione di nuovi clienti. Questa nuova generazione ha priorità diverse rispetto ai retailer convenzionali e probabilmente non avrà mai le stesse esigenze di metratura, tipiche dei grandi retailer di oggi. Ciononostante questo trend evidente rinforza ancora oggi la percezione del fatto che il retail offline non sta svanendo, ma sta piuttosto evolvendo verso nuove forme.

1.4 Le tipologie di attività nel mercato immobiliare: gestione, compravendita e sviluppo.

Per comprendere a fondo le dinamiche del settore è necessario conoscere gli elementi economici che caratterizzano le diverse tipologie di attività immobiliare: gestione, compravendita e sviluppo.

TIPOLOGIA DI ATTIVITA' IMMOBILIARE	DEFINIZIONE
TIPOLOGIA 1: GESTIONE IMMOBILIARE	La gestione immobiliare nasce per l'esigenza di tutela del patrimonio e per veicolare e gestire a scopo di investimento i proventi derivanti dalla messa a reddito (attraverso la locazione) di beni immobili ¹³
TIPOLOGIA 2: COMPRAVENDITA IMMOBILIARE	La compravendita è un contratto disciplinato, in generale, dall'art. 1470 c.c. con cui una parte, denominata 'venditore', trasferisce la proprietà di un bene o di un altro diritto ad un'altra parte, denominata 'compratore', avverso il pagamento di un corrispettivo, il prezzo che si traduce in una somma di danaro ¹⁴ .
TIPOLOGIA 3: SVILUPPO IMMOBILIARE	Lo sviluppo immobiliare è un'attività multilivello, che comprende attività che vanno dalla ristrutturazione e riassegnazione degli edifici esistenti all'acquisto di terreni crudi e la vendita di terreni o parcelle migliorati ad altri ¹⁵ .

La gestione immobiliare si può suddividere in due filoni principali: la gestione attiva e quella statica o passiva. Nel caso di una gestione immobiliare passiva, l'immobile non viene adeguatamente valorizzato, ma si cerca di ottenere un ritorno economico con il minimo sforzo. Nel medio e lungo periodo, però, il risultato di una gestione statica è generalmente la perdita di valore del patrimonio, la sua redditività a rischio, o comunque in ogni caso le aspettative di rendimento sono piuttosto modeste e limitate.

Realizzare e portare avanti una gestione immobiliare attiva significa, invece, seguire una strategia precisa, che comprende servizi di consulenza strategica, analisi del patrimonio e del mercato, progetti di valorizzazione immobiliare, attività di supporto alla vendita, locazione,

¹³ Fonte: <https://www.proptech360.it/real-estate/gestione-immobiliare-che-cose-e-come-farla-bene-per-creare-valore/>

¹⁴ Fonte: <https://www.notai.it/>

¹⁵ Fonte: <https://educalingo.com/it>

gestione nel corso del tempo. Tutto ciò porta in genere a un livello di reddito più elevato rispetto a una gestione statica e passiva, e alla difesa del valore del patrimonio immobiliare. Non solo. Quando si investe in un immobile, che può essere un palazzo per uffici, un centro commerciale, un hotel, una struttura logistica, si investe anche e soprattutto nel settore economico di cui l'immobile è parte. Ciò significa che immobili di settori economici in crescita difficilmente avranno problemi di 'vacancy risk', sarà più agevole intercettare la domanda del mercato. Ma in ogni caso sarà importante e rilevante una gestione immobiliare adeguata e altamente professionale, per creare e mantenere tutto il valore che quell'immobile può offrire e rappresentare.

L'attività di gestione immobiliare, partendo dall'immobile ultimato, ne individua gli utilizzatori e ne assicura la proficua amministrazione, attraverso diversi servizi come la conduzione tecnica, la manutenzione e altri servizi correlati agli immobili e ai loro utilizzatori. I costi sono legati principalmente all'acquisizione e alla valorizzazione dei cespiti¹⁶, che per la parte non disponibile come equity proprio dell'imprenditore, i fondi quindi devono essere necessariamente reperiti presso il mercato del credito.

Il costo dell'indebitamento rappresenta quindi un elemento decisivo per ottenere una struttura economicamente efficiente: il contenimento della misura degli elementi passivi rende pertanto necessaria un'attenta valutazione delle condizioni del mercato creditizio durante tutto il ciclo della partecipazione dei cespiti all'attività dell'impresa, intervenendo se necessario allo scopo di ristrutturare e rimodulare i finanziamenti in precedenza contratti. Oltre agli interessi passivi relativi alla gestione finanziaria devono essere incluse tutte le spese per l'accesso al credito, dunque gli oneri finanziari, le commissioni bancarie, i costi per il rilascio delle fidejussioni ecc.

Altra voce di costo rilevante è rappresentata dalle spese di ristrutturazione, trasformazione e riattamento (nel gergo immobiliare definiti "capex"¹⁷) incombenti sulla società locatrice.

I componenti negativi in esame sono capitalizzati sul conto del cespite, che rappresenta per l'impresa un'immobilizzazione materiale. Durante il periodo di possesso dell'immobile, i soggetti che redigono il bilancio secondo i principi contabili nazionali, sottopongono ad un processo di ammortamento sia i costi di acquisizione dei beni immobili che per le spese di ristrutturazione. Con riferimento ai soggetti che applicano i principi contabili internazionali (IAS), invece, gli immobili tipicamente detenuti dalle imprese di gestione immobiliare costituiscono investimenti immobiliari regolati dallo IAS 40 (proprietà immobiliari possedute dal proprietario al fine di conseguire canoni di locazione ovvero per valorizzare il capitale investito) e possono essere sottoposti, in alternativa al normale procedimento di

¹⁶ Il termine cespite fa parte del linguaggio proprio dell'economia aziendale. Come abbiamo visto i cespiti sono i beni materiali e immateriali di proprietà di un'impresa. Questi beni non generano direttamente un guadagno, ma possiedono comunque un alto valore perché sono il mezzo per ricavare un profitto futuro.

Fonte: <https://www.businesscoachingitalia.com/>

¹⁷ In economia aziendale il "capex" è la spesa in conto capitale, ovvero la spesa sostenuta per l'acquisto di un asset dell'azienda, solitamente si tratta di immobili, macchinari ecc.

Questa spesa viene gestita fiscalmente spalmandola sugli anni di vita del bene, con il processo detto di capitalizzazione.

Fonte: <https://www.rebuildingnetwork.it/>

ammortamento, a un procedimento di valutazione al valore di mercato (c.d. fair value¹⁸), con conseguente rilevazione di rivalutazione e svalutazione di conto economico. Significative sono anche le imposte gravati sulla proprietà e detenzione dell'immobile, quali soprattutto l'IMU (imposta municipale unica).

I proventi sono essenzialmente riconducibili ai canoni di locazione ma anche alla vendita degli immobili, anch'essa facente parte del ciclo industriale e dell'investimento immobiliare, in quanto funzionale al reperimento delle risorse per la sostituzione dei cespiti, sia per motivi di obsolescenza che per ragioni di diversificazione, ovvero per esigenze di liquidità o per disinvestimento. Proprio per la caratteristica di investimenti immobiliari, dunque immobilizzati, la vendita degli immobili produce plusvalenze, da computarsi confrontando il prezzo di cessione con il costo residuo o il valore corrente dell'immobile iscritto a bilancio. L'attività di gestione immobiliare non è incompatibile, con quella di gestione di partecipazione di altre società ovvero con un'attività di investimento in imprese del medesimo settore; nel conto economico possono includersi, tra gli elementi di segno positivo, anche i dividendi provenienti da eventuali società partecipate e, tra gli elementi negativi, i costi inerenti alla gestione di tali assets. Ovviamente in caso di prestazioni di servizi tipici di un'attività di holding saranno presenti i relativi elementi economici.

L'attività di compravendita immobiliare invece consiste nell'acquisto e nella rivendita degli immobili, incluse tutte le attività strumentali che concernano alla valorizzazione dei beni nell'intervallo tra acquisto e vendita; talvolta anche di entità rilevante (es. trading).

A differenza di quanto avviene per gli immobili locati dalle imprese di gestione immobiliare, iscritti tra le immobilizzazioni, gli immobili acquistati per la rivendita costituiscono "beni merce" e non subiscono alcun procedimento sistematico di ammortamento, in quanto concorrono alla formazione del risultato del conto economico secondo il meccanismo dei costi di acquisizione, dei ricavi da eventuale cessione o locazione temporanea e dalla variazione delle rimanenze.

Analizzandoli nel dettaglio i costi tipici dell'attività sono i seguenti:

- ✓ i costi di acquisizione inclusi i costi di mediazione correlati e gli interventi di valorizzazione;
- ✓ i costi per il finanziamento sia dell'acquisizione che della valorizzazione dei cespiti: quindi interessi e oneri finanziari (e gli altri costi già evidenziati precedentemente per l'attività di gestione);
- ✓ le imposte d'atto (imposta di registro, catastale e ipotecaria) relative all'acquisizione;
- ✓ l'IVA corrisposta in relazione all'acquisto e alla valorizzazione (non oggetto di recupero tramite detrazione/rimborso);
- ✓ le imposte che concernano il possesso;
- ✓ i costi per la manutenzione degli immobili;

¹⁸ Secondo l'International Financial Reporting Standard, l'ente che definisce i principi contabili, "il Fair Value è il prezzo che si riceverebbe per vendere un'attività, o che si pagherebbe per trasferire una passività, in una transazione ordinata tra operatori di mercato al momento della misurazione". Fonte: <https://am.pictet/it>

- ✓ i costi relativi all'attività di vendita (agenzia, mediazione ecc.), rientrano in questa selezione anche le spese di pubblicità;
- ✓ i costi assicurativi.

Per quanto concerne l'IVA, in particolare, occorre osservare che detta voce è destinata ad incidere sempre maggiormente (peraltro come avviene per l'attività di gestione), essendo aumentate, per le imprese immobiliari diverse da quelle costruttrici e ristrutturatrici, le fattispecie di operazioni attive (cessioni e locazioni) esenti, che incidono negativamente sul diritto alla detrazione.

Nell'attuale contesto normativo, le operazioni effettuate in regime di esenzione, rischiano fortemente di penalizzare l'impresa che le pone in essere, gravandola sull'imposta pagata con riferimento all'acquisizione.

I componenti positivi dell'attività si sostanziano nei ricavi della vendita degli immobili ovvero nella variazione delle rimanenze. Inoltre i ricavi derivanti dalla locazione temporanea, che come per l'attività di sviluppo, può rappresentare un'attività non incompatibile con l'oggetto dell'impresa, a condizione che sia effettivamente strumentale all'efficiente utilizzo dei cespiti nelle more del processo di dismissione (in caso contrario infatti, si determinerebbe il mutamento della classificazione degli immobili, da "beni/merce" a "beni strumentali/ di investimento").

Nel caso di sviluppo immobiliare invece o "property development", l'attività è caratterizzata da fasi del ciclo produttivo, diverse a seconda della tipologia dell'iniziativa immobiliare nelle quali le imprese si espongono, sia dal punto di vista economico che finanziario, sin dall'avvio del cantiere, a fronte di proventi destinati ad essere percepiti a distanza di tempo dall'investimento iniziale.

Tendenzialmente i costi dell'attività sono i seguenti:

- ✓ l'acquisizione di aree, fabbricati e diritti edificatori, finalizzati alla costruzione e ad interventi di riqualificazione urbana; le relative imposte d'atto, nonché i costi sostenuti per eventuali mediazioni, i costi notarili, di due diligence¹⁹;
- ✓ i costi di costruzione relativi principalmente a materie prime, collaudi, direzione dei lavori, project management;
- ✓ i finanziamenti per la costruzione e ristrutturazione dell'immobile, oneri finanziari, commissioni bancarie, costi relativi al rilascio delle fidejussioni ecc;
- ✓ le spese per il possesso e la manutenzione degli immobili ultimati fino al momento della vendita;
- ✓ i costi relativi all'attività di vendita (mediazione e agenzia);

¹⁹La due diligence è un processo che consiste nell'indagare e accertare le caratteristiche di un'operazione immobiliare allo scopo di evidenziare eventuali difformità rispetto a quanto inizialmente proposto, i rischi sia effettivi sia potenziali connessi all'operazione stessa e in generale ogni elemento che ha o potrebbe avere un risvolto economico. Una due diligence attenta, non solo dal lato dell'acquirente, ma anche eseguita preliminarmente da parte del venditore, rappresenta una solida e affidabile base per la negoziazione delle condizioni contrattuali dell'operazione e quindi in ultima analisi un preziosissimo strumento decisionale. Fonte: ("Investire nel Real Estate, a cura di Roberto Fraticelli e Luca Lucaroni, 2023

- ✓ i costi pubblicitari e promozionali;
- ✓ i costi assicurativi.

È opportuno segnalare che nel business plan deve essere scandita con precisione la tempistica di realizzazione delle opere al fine di stimare correttamente i flussi di cassa in uscita e le relative tempistiche, in quanto errori di valutazione possono determinare il sostenimento di costi aggiuntivi durante l'esecuzione dei lavori e la conseguente perdita di economicità dell'operazione.

Anche in questo caso è particolarmente rilevante la possibilità di recuperare l'IVA pagata in sede di costruzione sia mediante detrazione sia mediante rimborso.

I costi esaminati essendo relativi alla produzione di beni merce, sono rilevati secondo il principio di correlazione con i ricavi, alimentando quindi il valore del magazzino.

La voce dei proventi dell'attività in esame include principalmente i ricavi derivanti dall'attività di vendita delle opere realizzate, essendo gli immobili in oggetto beni merce per l'impresa che li produce. Tra l'altro gli immobili in corso di costruzione solo in parte ultimati, ovvero ultimati ma non ancora venduti, possono essere oggetto di locazione da parte dell'impresa costruttrice. Tale attività di locazione, sotto il profilo economico-imprenditoriale, è di norma riconducibile all'amministrazione e alla gestione conservativa del bene in vista della futura vendita, ovvero è frutto di una valutazione negativa sui tempi prevedibili per l'alienazione e quindi si atteggia come strumentale rispetto alla realizzazione del programma imprenditoriale.

Lo svolgimento delle varie attività immobiliari può risentire, sotto il profilo degli elementi negativi che possono influenzare l'investimento, dello strumento giuridico utilizzato. Ognuna delle forme in cui viene effettuato l'investimento immobiliare infatti, presenta le sue peculiarità, i propri adempimenti, i propri costi, che ovviamente pesano nell'equilibrio con i ricavi ai fini della redditività dell'iniziativa dell'imprenditore. Ad esempio, lo svolgimento delle attività di vendita e di gestione immobiliare mediante l'utilizzo di un fondo di investimento, comporterà tipicamente oneri derivanti dalla gestione del portafoglio immobiliare, vale a dire le commissioni riconosciute alla società di gestione periodica e della performance finale, i compensi dovuti alla banca depositaria, le spese legali e di revisione per la contabilità e il rendiconto del fondo.

La scelta dei diversi strumenti di investimento è strettamente legata alla selezione degli strumenti di finanziamento a disposizione. Le scelte su come strutturare e finanziare gli investimenti immobiliari devono quindi tenere conto di molteplici fattori, spesso correlati tra di loro.

1.5 Finanziarizzazione del Real Estate

Tra i fattori più attuali che caratterizzano il mercato immobiliare e lo riconducono ad avere dei punti di contatto con il mercato azionario è il processo di "finanziarizzazione" del settore che ha osservato una progressiva introduzione di strumenti innovativi (fondi immobiliari, cartolarizzazioni, R.E.I.T. Real Estate Investment Trusts e S.I.I.Q Società di Investimento Immobiliare Quotata). Con il termine "finanziarizzazione" si intende il processo di unione tra il mercato finanziario e quello immobiliare, evidenziando in particolare una nuova visione di valutazione di un bene immobile non più esclusivamente basato sulle caratteristiche fisiche ed architettoniche del bene (logica c.d. patrimoniale) bensì per la sua capacità economico-finanziaria quale quella di generare flussi di cassa (logica c.d. reddituale-finanziaria). La finanziarizzazione ha come risultato quello di consentire il parziale superamento di alcune delle caratteristiche del mercato immobiliare quali la standardizzazione e la scarsa liquidità. Con un tale approccio un bene immobile può esser oggetto di cartolarizzazione in determinati titoli il cui valore è funzione della capacità futura dell'immobile di generare reddito. Il processo di finanziarizzazione ha inoltre introdotto delle sostanziali modifiche sia dal lato della domanda, attraverso l'ingresso di nuovi investitori come ad esempio i fondi pensione, e dal lato dell'offerta, attraverso l'utilizzo di pratiche di cartolarizzazione, fondi immobiliari, REIT²⁰, spin-off.

Nei finanziamenti immobiliari, viene finanziata un'operazione in cui gli istituti di credito valutano il flusso di cassa generato dagli immobili finanziati posti a garanzia del debito. L'istruttoria compiuta dagli istituti di credito per la concessione di finanziamenti immobiliari ha per oggetto, quindi, la valutazione dell'equilibrio economico-finanziario di uno specifico bene e/o progetto immobiliare.

Il progetto immobiliare viene valutato in funzione della sua capacità di generare ricavi derivanti dalla locazione degli spazi e/o dalla vendita degli stessi, dalla vendita anche frazionata degli immobili finanziati. I flussi di cassa (cash-flow) connessi all'operazione immobiliare costituiscono la fonte primaria e principale per il servizio del debito e per la remunerazione del capitale di rischio investito dai promotori/sponsor.

Tutte le tipologie immobiliari risultano finanziabili, a condizione che sia provata la loro reale capacità di generare dei flussi di cassa. Saranno, pertanto, finanziabili:

- ✓ Centri direzionali/uffici;
- ✓ Centri commerciali/retail park e factory outlet;
- ✓ Immobili industriali/logistici;
- ✓ Immobili a destinazione d'uso turistico-ricettiva;
- ✓ Alternative assets (RSA, multiplex, parchi tematici, life-science, data center, ecc...);
- ✓ Complessi immobiliari o portafogli a destinazione residenziale da sviluppare e vendere e/o locare frazionatamente.

²⁰ I "REIT" (acronimo di Real Estate investment trust) sono società che possiedono o finanziano beni immobili destinati alla locazione in vari segmenti del settore immobiliare. In Italia queste società sono chiamate SIIQ. Fonte:

<https://fundspeople.com/>

Il finanziamento potrà essere destinato a sostenere:

- ✓ I costi di costruzione/ristrutturazione: la concessione/erogazione del finanziamento potrà essere vincolata a specifici gradi di completamento e commercializzazione dell'immobile;
- ✓ Il prezzo di acquisizione.

La struttura finanziaria di un'iniziativa immobiliare si compone di tre elementi distinti:

- Capitale di rischio/equity (azioni, quote e finanziamento soci). Le iniziative immobiliari oggetto di finanziamento vengono comunemente realizzate da promotori attraverso la costituzione di apposite società veicolo (SPV) tali da consentire piena separazione economica e giuridica dell'investimento, ovvero attraverso fondi immobiliari gestiti da Società di Gestione del Risparmio (SGR);
- Capitale di debito;
- Forme ibride di finanziamento (mezzanine²¹ e preferred equity).

L'importo finanziato dipenderà, a sua volta, da tre componenti:

- ✓ L'affidabilità del soggetto richiedente
- ✓ L'operazione oggetto di finanziamento e la sua rischiosità implicita
- ✓ Le garanzie che verranno prestate al richiedente

Generalmente, il capitale di rischio immesso nell'operazione deve essere non inferiore al 20%-30% del costo complessivo dell'iniziativa immobiliare.

Il finanziamento immobiliare si può suddividere in varie fasi che possiamo elencare e riassumere nelle seguenti:

1. Kick off meeting tra istituto di credito e richiedente, funzionale ad una preliminare analisi dell'operazione immobiliare e delle relative esigenze finanziarie;
2. Istruttoria tecnica ed analisi di fattibilità del progetto immobiliare;
3. Istruttoria economica ed analisi di solvibilità dei soggetti coinvolti nell'iniziativa immobiliare;
4. Istruttoria legale, funzionale alla verifica della titolarità del bene e dell'assenza di formalità pregiudizievoli;
5. Istruttoria fiscale, funzionale alla verifica degli aspetti fiscali del contratto di finanziamento;
6. Definizione degli strumenti di mitigazione dei rischi rilevati durante le fasi di istruttoria;

²¹ Locuzione che indica una tipologia di finanziamento intermedia fra mezzi propri (azioni) e quelli di terzi (debito).
Fonte: Enciclopedia Treccani

7. Individuazione del rischio di credito dell'operazione;
8. Definizione del pricing dell'operazione;
9. Predisposizione e negoziazione dell'offerta al richiedente (cd. Term Sheet);
10. Stipula del contratto di finanziamento;
11. Monitoraggio del credito mediante la verifica ed il controllo delle garanzie e dei parametri covenant negoziati;
12. Eventuale sindacazione del finanziamento.

Fase 1. Analisi delle operazioni ed esigenze finanziarie

Le informazioni che vengono scambiate tra l'istituto di credito ed il richiedente in questa prima fase riguardano:

- La rappresentazione della struttura societaria del richiedente;
- La descrizione degli sponsor dell'operazione immobiliare;
- La rappresentazione del business plan dell'iniziativa, eventualmente contenuto all'interno di uno specifico Investment Memorandum (documento all'interno del quale viene rappresentato in modo dettagliato il progetto immobiliare da finanziare).

Fase 2. Istruttoria tecnica

L'istruttoria tecnica risulta funzionale alla determinazione del valore dell'immobile che sarà oggetto di garanzia. Gli istituti di credito richiedono la determinazione del più probabile Valore di Mercato dell'immobile ad un soggetto terzo indipendente. La valutazione può essere effettuata attraverso l'utilizzo di differenti metodologie valutative:

- Metodologia comparativa (MCA - market comparison approach);
- Metodologia del costo di ricostruzione;
- Metodologia economica (criterio reddituale, criterio finanziario).

La valutazione immobiliare si integra con una Due Diligence tecnica finalizzata:

- ✓ Alla verifica amministrativa;
- ✓ Alla verifica urbanistica ed edilizia;
- ✓ Alla verifica ipotecaria e catastale;
- ✓ Alla verifica strutturale, tecnico-impiantistica e manutentiva e dei relativi certificati.

Fase 3. Istruttoria economica

L'istruttoria economica è finalizzata alla verifica della solvibilità dei soggetti coinvolti nell'operazione:

- i. Società richiedente del finanziamento;
- ii. Soggetti terzi aventi parte attiva nell'operazione immobiliare (developer, general contractor²², ecc.);
- iii. Inquilini dell'immobile.

Fase 4. Istruttoria legale

L'istruttoria legale, generalmente delegata al notaio incaricato della stipula del contratto di finanziamento, si compone di tre fasi:

- Accertamento della piena proprietà dell'immobile oggetto di ipoteca da parte del richiedente/soggetto che offrirà la garanzia;
- Accertamento in merito all'assenza di trascrizioni, iscrizioni ipotecarie e privilegi pregiudizievoli della garanzia ipotecaria;
- Accertamento della capacità giuridica dei soggetti che prenderanno atto alla stipula del contratto di finanziamento ed al rilascio delle relative garanzie.

Tali accertamenti vengono condotti attraverso:

- ✓ L'individuazione dell'immobile da sottoporre ad ipoteca;
- ✓ L'analisi ventennale dei titoli di proprietà;
- ✓ La verifica ventennale delle eventuali formalità pregiudizievoli.

Fase 5. Istruttoria fiscale

L'istruttoria fiscale è finalizzata alla verifica della fiscalità del contratto di finanziamento e le relative ricadute del nuovo finanziamento e delle contestuali garanzie sulla fiscalità del richiedente. I profili fiscali dei finanziamenti immobiliari possono essere ricondotti a due principali casistiche:

- Le imposte indirette (imposta di registro, di bollo, ipotecaria e catastale, ecc..) e la possibilità di corrispondere, in sostituzione delle stesse, una imposta cd.

²² Con il termine "general contractor" (o appaltatore generale) si intende una persona fisica o una società giuridica, che viene individuata dal committente finale per ottimizzare tutti i processi di costruzione.

Fonte: <https://www.ediltecnico.it/>

«sostitutiva» pari allo 0,25% dell'ammontare complessivo del finanziamento erogato;

- Le imposte dirette e la deducibilità fiscale degli oneri finanziari per le imprese.

Fase 6. Strumenti di mitigazione dei rischi

Gli istituti di credito, all'interno di operazioni di finanziamento immobiliare, operano affinché possano avere piena possibilità di garanzia e monitoraggio del proprio credito. Gli strumenti di mitigazione dei rischi richiesti dagli istituti di credito si compongono generalmente di:

- Security package;
- Polizze assicurative;
- Strumenti di copertura del rischio tasso;
- Parametri covenant disciplinati all'interno del contratto di finanziamento.

Fase 6a. Focus security package

Le garanzie generalmente prestate all'interno di un security package²³ di un finanziamento immobiliare sono:

- Ipoteca di primo grado sull'immobile posto a garanzia;
- Ipoteca di secondo grado nell'eventualità di finanziamenti subordinati (mezzanine);
- Cessione in garanzia dei crediti derivanti dai contratti di locazione;
- Cessione in garanzia dei crediti derivanti da polizze assicurative stipulate sull'immobile ipotecato;
- Mandato irrevocabile a vendere/locare l'immobile;
- Pegno sulle quote/azioni della società richiedente/promotrice dell'iniziativa immobiliare;
- Garanzie prestate da soggetti terzi;
- Garanzie infragruppo.

²³ Con il termine "security package si fa riferimento ad un cosiddetto "pacchetto di garanzie" che consenta una ripartizione dei rischi tra tutte le parti del progetto. Fonte: Enciclopedia della Banca e della Borsa.

Fase 6b. Focus strumenti di copertura del rischio tasso

I flussi di cassa (cash-flow) generati da un'operazione immobiliare costituiscono la fonte primaria per il servizio del debito. Un incremento delle rate del finanziamento, conseguente ad un innalzamento dei tassi di interesse (si veda la situazione attuale contingente), potrebbe comportare un potenziale evento di default dell'operazione. Per tale motivo, risulta necessario coprire il finanziamento dal rischio tasso.

Tasso Cap	La parte finanziata mantiene il tasso variabile ed acquista (da un istituto di credito) - a fronte di una commissione iniziale - la possibilità di mettere un tetto al tasso di interesse. Un soggetto terzo corrisponderà all'istituto di credito la differenza tra il cap ed il tasso effettivo qualora quest'ultimo dovesse superare il tetto concordato.
Tasso Swap	Il contratto swap prevede che le parti si impegnino a versare o a riscuotere a date prestabilite importi determinati in base al differenziale di tassi di interesse diversi (ad es. Euribor e IRS ²⁴). Il soggetto finanziato paga degli interessi fissi, mentre la controparte paga degli interessi variabili.

Fase 6c. Focus parametri covenant

Il covenant rappresenta una clausola contrattuale che riconosce all'istituto di credito il diritto di rinegoziare e/o risolvere il contratto al verificarsi di eventi disciplinati all'interno della clausola stessa e che potrebbero pregiudicare i diritti dello stesso ovvero accrescere i rischi di default del finanziamento.

²⁴ IRS indica il tasso interbancario di riferimento per i mutui a tasso fisso. Fonte: "Il Sole 24 Ore"

Interest Cover Ratio	Rapporto, espresso in percentuale, tra i ricavi generati dall'immobile posto a garanzia del debito, in un determinato periodo, e l'importo degli interessi dovuti ai sensi del contratto di finanziamento.
Debt Service Cover Ratio	Rapporto, espresso in percentuale, tra i ricavi generati dall'immobile posto a garanzia del debito, in un determinato periodo, e l'importo delle rate (capitale ed interessi) dovuti ai sensi del contratto di finanziamento. É necessario in fase di negoziazione che tale indice sia superiore al 115-120%. Sotto il 100% si verifica un evento di default.
Loan to Value Ratio	Rapporto, espresso in percentuale, tra l'importo del finanziamento concesso o residuo ed il valore di mercato dell'immobile (Market Value) posto a garanzia al momento del calcolo del parametro. É necessario in fase di negoziazione che tale indice sia inferiore al 60-80%. Al di sopra di tale percentuale, vi è un obbligo di riduzione del finanziamento funzionale al ripristino del parametro.
Loan to Cost Ratio	Rapporto, espresso in percentuale, tra l'importo del finanziamento concesso o residuo ed il costo di costruzione dell'immobile posto a garanzia al momento del calcolo del parametro. In fase di negoziazione è necessario che tale indice sia inferiore al 70-80%. Al di sopra di tale percentuale, vi è un obbligo di riduzione del finanziamento funzionale al ripristino del parametro.

Fase 7. Rischio di credito dell'operazione

Gli Accordi di Basilea - definiti dal Comitato di Basilea, istituito dai governatori delle banche centrali negli anni '70 - hanno avuto come obiettivo quello di assicurare una stabilità del sistema bancario fissando i requisiti patrimoniali che devono avere le banche in relazione al rischio assunto dalle stesse nell'ambito dell'erogazione di finanziamenti. Le banche devono costantemente garantire un ammontare minimo di patrimonio di vigilanza in relazione ai rischi di perdita per inadempimento dei propri debitori. Più un'operazione di finanziamento viene valutata rischiosa, più la banca sarà costretta ad effettuare accantonamenti funzionali a garantire il patrimonio di vigilanza. Questo si ripercuote, di conseguenza, sul costo complessivo del finanziamento a carico del soggetto finanziato.

Fase 8. Definizione del pricing dell'operazione

Il tasso di interesse negoziato tra le parti e disciplinato all'interno del contratto di finanziamento rappresenta la remunerazione dell'istituto di credito a fronte del credito erogato.

Tasso di interesse = Tasso di riferimento (Eurirs/Euribor) + Margine (Spread)

Tasso di interesse fisso	Il tasso di riferimento comunemente utilizzato è l'Eurirs (Euro Interest Rate Swap). Il tasso di interesse rimane invariato per tutta la durata del contratto di finanziamento, garantendo una maggior tutela a fronte di rialzi nei tassi di interesse. Di contro, vi è un maggior costo potenziale (in caso di un ribasso dei tassi di interesse) ed un tasso tendenzialmente superiore rispetto ad un tasso variabile su finanziamenti con caratteristiche equivalenti.
Tasso di interesse variabile	Il tasso di riferimento comunemente utilizzato è l'Euribor (Euro Interbank Offered Rate). Il tasso di interesse viene periodicamente rivisto in funzione della variazione dell'indice di riferimento. Il tasso variabile garantisce un minor costo iniziale comportando, tuttavia, per il soggetto finanziato una esposizione al rischio di interesse.

Fase 9. Term Sheet

Il Term Sheet rappresenta un documento utilizzato tra le parti funzionale alla negoziazione delle principali condizioni del finanziamento:

- I soggetti coinvolti nella sottoscrizione del contratto di finanziamento;
- L'importo e la durata del finanziamento, le modalità di erogazione e di relativo rimborso;
- La determinazione dei tassi applicabili e delle relative commissioni in favore dell'istituto di credito;
- Il set di garanzie che dovranno essere prestate;

- I covenant richiesti;
- Le condizioni che dovranno necessariamente realizzarsi affinché venga deliberata l'erogazione dell'importo pattuito;
- Le tempistiche per addivenire al closing dell'operazione.

Fase 10. Stipula del contratto

Il contratto di finanziamento deve essere stipulato nella forma di atto pubblico, così come disciplinato dall'art. 2699 del Codice Civile. In aggiunta, si necessita la firma notarile per due ragioni:

- i. Iscrizione dell'ipoteca sull'immobile posto a garanzia: l'ipoteca è un diritto reale di garanzia;
- ii. Attribuzione all'atto del valore di «titolo esecutivo»: possibilità per il soggetto finanziatore di procedere con l'esecuzione forzata nel caso in cui il soggetto finanziato non adempia al contratto di finanziamento.

Fase 11. Monitoraggio del credito

Il monitoraggio del credito viene comunemente effettuato per il tramite dei covenant contrattuali negoziati. Tali parametri hanno il compito di monitorare il finanziamento sino alla sua estinzione con effetti diretti sul rating dell'operazione prevenendo, al contempo, potenziali eventi di default. Nell'eventualità l'istituto di credito non voglia sottoscrivere integralmente il finanziamento, ovvero debba ridurre la propria esposizione creditizia nei confronti di talune controparti, potrà coinvolgere altri intermediari creditizi attraverso un'operazione di «sindacazione».

Fase 12. Sindacazione del finanziamento

La sindacazione può avvenire in sede di negoziazione del contratto di finanziamento (operazione in pool con altre banche) ovvero dopo la sua sottoscrizione e relativa erogazione dell'importo pattuito.

Capitolo 2. Investire nel Real Estate: modelli, rendimenti e valutazione di investimento immobiliare.

2.1 Le principali modalità di trasferimento di asset immobiliari

Molta importanza nei processi di investimento immobiliare va attribuita alla struttura da utilizzare per realizzare il trasferimento degli asset. Si tratta di un processo di valutazione particolarmente articolato, a seconda della struttura utilizzata si possono creare effetti diversi, sia lato acquirente che lato venditore, richiedendo un'attività complessa con il fine di trovare una sintesi tra esigenze e interessi delle parti spesso contrastanti.

Le cessioni di immobili possono essere effettuate attraverso diverse modalità:

- Cessione diretta degli asset immobiliari (“asset deal” realizzato mediante compravendita o conferimento/apporto di immobili o di complessi aziendali immobiliari,
- Cessione di un veicolo societario il cui patrimonio comprende gli immobili (o il complesso aziendale composto anche da immobili), realizzata tramite la vendita di titoli (azioni o quote) che rappresentano la totalità del capitale della società (“share deal”).

L'effettiva utilità di ricorrere alla cessione del contenitore (“share deal”) anziché direttamente del contenuto (“asset deal”) va verificata in base alle varie casistiche sulla base, oltre che per gli effetti dell'atto di trasferimento delle partecipazioni nella prospettiva di entrambe le parti, anche dei seguenti elementi:

- della effettiva possibilità di procedere, sulla base delle concrete circostanze di fatto, alla costituzione di un veicolo societario avente ad oggetto il patrimonio immobiliare da trasferire,
- del possibile sindacato antiabusivo da parte dell'amministrazione finanziaria.

Particolare menzione merita la tipologia di acquisto immobiliare tramite leasing finanziario. Il leasing finanziario è un contratto attraverso il quale una parte (concedente) concede in godimento all'altra (utilizzatore) un bene dietro corrispettivo e per un determinato periodo di tempo, alla scadenza del quale l'utilizzatore può restituire il bene o divenirne proprietario pagando un valore di riscatto. Nel leasing finanziario il concedente è normalmente una società finanziaria che acquista o produce il bene su indicazione dell'utilizzatore, il quale ne assume tutti i rischi e i benefici connessi alla proprietà.

Si tratta sostanzialmente di un'operazione di finanziamento, in quanto il pagamento del canone è considerato un corrispettivo per l'acquisto del bene. Spesso però il leasing finanziario viene considerato come una forma alternativa di acquisizione di beni immobiliare

da acquirenti che desiderano sfruttarne i vantaggi di tipo finanziario e fiscale. Attraverso questo contratto l'acquirente/utilizzatore può infatti beneficiare di finanziamenti di più lunga durata rispetto alle altre forme di debito e di importo più elevato in relazione al valore di mercato dell'immobile e allo stesso tempo di dedurre i canoni di locazione finanziaria (sostitutivi dell'ammortamento) a certe condizioni.

Al termine del contratto di leasing, in caso di esercizio del diritto di riscatto il valore fiscale del bene in capo all'acquirente/utilizzatore sarà rappresentato dall'importo dell'ultimo canone pagato corrispondente al periodo di riscatto: è il caso di notare che in caso di beni immobili sottoposti ad una costante manutenzione questo valore può essere anche significativamente inferiore al valore di mercato e pertanto la successiva cessione a terzi dell'immobile potrà generare importanti plusvalenze tassabili.

Un'analisi particolare merita il tema dato dalla cessione del contratto di leasing immobiliare prima della scadenza, con cui si realizza la vendita dell'immobile oggetto del contratto.

Tramite questa operazione, che necessita del consenso del concedente, il cessionario dietro pagamento del corrispettivo pattuito, acquisisce il diritto ad utilizzare il bene oggetto del contratto ed eventualmente a divenirne proprietario in caso di esercizio dell'opzione di riscatto finale. La natura del provento realizzato nella cessione dipenderà dalle modalità di contabilizzazione del leasing. Nel caso di utilizzo del metodo finanziario, il cedente realizzerà una plusvalenza o una minusvalenza. Questa modalità di contabilizzazione, che privilegia la sostanza sulla forma²⁵ ed è prevista dai Principi contabili internazionali (IAS), comporta che il locatario rilevi il cespite (al costo sostenuto dal concedente) e il debito verso il locatore, che andrà via via a diminuire con il pagamento dei canoni; il locatario inoltre calcolerà periodicamente su questo bene l'ammortamento al pari delle altre immobilizzazioni possedute. Nel caso in cui invece venga utilizzato il metodo patrimoniale, il cedente realizzerà una sopravvenienza attiva²⁶. Con il metodo patrimoniale, che è il metodo normalmente utilizzato nei bilanci non IAS per la contabilizzazione del leasing, il locatario rileva nel conto economico i canoni di locazione pagati come costi per godimento di beni di terzi. Solo al momento del pagamento dell'eventuale prezzo di riscatto e il conseguente passaggio di proprietà del bene si verifica l'uscita del bene dal bilancio del locatore e l'entrata in quello del locatario, che da quel momento calcolerà l'ammortamento su tale valore in base alla residua possibilità di utilizzo del bene.

Il cessionario contabilizzerà la parte di prezzo pagato corrispondente alla sopravvenienza attiva realizzata dal cedente, come immobilizzazione immateriale/anticipo per l'acquisto dell'immobile. Tale importo verrà riclassificato nelle immobilizzazioni materiali solo al momento dell'esercizio del diritto di riscatto, generando da quel momento ammortamenti deducibili.

²⁵ "Prevalenza di sostanza rispetto alla forma" è uno dei principi contabili fondamentali per la redazione del bilancio.

²⁶ Le sopravvenienze attive sono componenti positive del reddito che derivano da costi ed oneri sostenuti in esercizi precedenti e vengono meno in un determinato esercizio. Si considerano tali: spese, perdite ed oneri dedotti in precedenti esercizi. Fonte: <https://www.fiscooggi.it/>

La possibilità di completare una transazione immobiliare tra due soggetti è spesso legata ad altri fattori oltre a quelli tipicamente fiscali, reddituali, legali, tecnici e finanziari.

L'acquirente può essere infatti un soggetto estero, senza una stabile organizzazione in Italia, che vuole investire, ma necessita di un partner locale che abbia una struttura, un network ed un'esperienza maturata nel settore o di un partner che abbia le competenze e la professionalità per svolgere alcuni servizi che possano portare ai ritorni desiderati di investimento. Questo allineamento di interessi fra il puro investitore finanziario ed il partner più operativo porta alla negoziazione e realizzazione di joint venture²⁷ con l'obiettivo di realizzare insieme un investimento immobiliare condividendone il ritorno ed il rischio. In una joint venture le parti si uniscono per un obiettivo comune, mantenendo però una grande autonomia l'una dall'altra e non consentendo all'altra parte di rappresentarla, ma dichiarando di agire per conto dell'altra solo in merito all'accordo e all'obiettivo intrapreso. Ciò consente alle entità coinvolte nella joint venture di evitare le regole predefinite che si applicano alle partnership comuni, ovvero le società in nome collettivo (S.a.s o S.n.c.). Per questo le joint venture hanno sempre una data di inizio e fine specifica. La pianificazione è fondamentale per non incorrere nei classici casi di rischio. L'amministrazione è condivisa e delle volte sono presenti differenze culturali, intese come sociali, manageriali e giuridiche. Le operazioni legate alle joint venture sono operazioni sempre più complesse che hanno la necessità di figure professionali adeguate per fornire la consulenza professionale necessario ad individuare la struttura societaria più opportuna nell'interesse delle parti, considerando che possono cambiare gli equilibri ed interessi delle parti.

2.2 La valutazione di un investimento immobiliare

Possiamo partire analizzando due concetti: valutazione immobiliare e valutazione di un investimento.

La valutazione immobiliare è un processo codificato e razionale attraverso cui si giunge alla determinazione di un valore attribuibile ad un bene.

Esistono molteplici tipologie di valore così come di processi di valutazione. Essi dipendono dallo scopo, dal motivo per cui è necessario attribuire un valore ad un bene. La valutazione non può prescindere dal motivo per cui viene formulata.

Alcuni esempi possono essere la valutazione per un acquisto, la valutazione per una vendita, la valutazione per un investimento, la valutazione per fini strategici, la valutazione per fini assicurativi, la valutazione ai fini contabili, la valutazione per un finanziamento, la valutazione per divisione di eredità, etc.

Ogni valutazione oltre che un motivo (scopo della valutazione) per la quale è richiesta, ha come output un valore.

²⁷ Le joint venture consistono in collaborazioni che prevedono uno scambio di asset aziendali tra due o più aziende, come per esempio clienti, linee di produzione, fondi, capitale. Fonte: <https://www.startupbusiness.it/>

La valutazione finanziaria o di investimento, di cui la valutazione immobiliare fa parte, è una attività volta a generare un giudizio sulla capacità o meno di un investimento di generare valore aggiunto nel tempo, ovvero sulla sua convenienza economica.

Un investimento è composto solitamente da flussi monetari in entrata e in uscita distribuiti nel tempo. Logica vuole che, affinché un investimento sia conveniente, i flussi in entrata devono essere maggiori di quelli in uscita e che quelli in entrata si manifestino il prima possibile. Esistono molteplici metodi di valutazione e la decisione su quale sia il più appropriato dipende dal tipo di immobile (uso, destinazione, tipologia di mercato, stato occupazionale) dallo scopo della valutazione e ovviamente da una serie di considerazioni che si fondano sull'esperienza, la capacità e il know-how proprie del valutatore²⁸. Tra i metodi più diffusi vi sono:

- A. Metodo reddituale (Income Approach)
- B. Metodo del costo (Cost Approach)
- C. Metodo comparativo (Market Approach)

Vi sono poi metodi «ibridi» o varianti delle tre categorie sopra elencate come ad esempio il metodo del delta-reddito e il metodo della trasformazione.

Vorrei in particolare modo analizzare il metodo reddituale.

Il metodo reddituale entra a far parte delle metodologie di determinazione del valore immobiliare degli operatori italiani in tempi relativamente recenti, da quando, in particolare, il bene immobiliare è visto come uno strumento d'investimento alternativo a quelli del mercato finanziario. Dal punto di vista dell'investitore l'elemento critico che ne determina il valore è proprio la capacità di generare un'entrata di cassa.

Si evidenzia che:

- quanto maggiori sono i benefici attesi tanto maggiore è il valore,
- il metodo reddituale è idoneo per la stima di asset immobiliari che assomigliano a strumenti finanziari.

Da un punto di vista concettuale due criteri sono riconducibili all'approccio reddituale:

- il metodo della capitalizzazione diretta;
- il metodo finanziario- reddituale (Discounted Cash Flow - DCF).

L'assunto alla base del metodo finanziario-reddituale consiste nel fatto che un acquirente razionale non è disposto a pagare per l'acquisto del bene un costo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre in futuro. Il valore quindi è funzione dei benefici economici che verranno da questo generati. Quantificati, quindi, i redditi operativi annuali dati dalle differenze tra il totale dei ricavi (compresa la vendita all'ultimo periodo del

²⁸ Il valutatore deve disporre di un'adeguata e aggiornata conoscenza del mercato specifico, a livello locale, nazionale ed internazionale, in base all'area territoriale in cui sta operando, congiunta a conoscenze e capacità professionali sufficienti per effettuare la valutazione con competenza. Fonte: "Investire nel Real Estate" a cura di Roberto Fraticelli e Luca Lucaroni 2023.

DCF) e il totale dei costi di ogni periodo, si procede a calcolare, con il tasso di sconto assunto, i valori attualizzati all'inizio del primo periodo. La somma dei flussi attualizzati relativi a tutti i periodi dello scenario, corrisponde al Market Value²⁹ dell'immobile oggetto di valutazione.

Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione o tasso di sconto (Discount Rate) è uno degli elementi più importanti nell'approccio economico finanziario della valutazione immobiliare.

Esso si utilizza per rendere comparabili tra loro flussi di cassa disponibili in date future e diverse tra loro.

In altre parole serve per rendere il capitale finanziario (o flusso di cassa) futuro equivalente a quello odierno.

Serve per «scontare» ad oggi un flusso di cassa futuro.

Il tasso di attualizzazione prende in considerazione inoltre due grandezze fondamentali e legate tra loro:

- il rischio di un'operazione immobiliare,
- il rendimento di un'operazione immobiliare (tasso di rendimento interno, IRR).

La misura del tasso di attualizzazione è il costo opportunità legato al rendimento offerto dal mercato per investimenti simili.

Il tasso di attualizzazione dipende dai seguenti fattori:

- Inflazione
- Rischiosità immobiliare
- Orizzonte temporale
- Struttura dell'operazione (debito/equity).

Il tasso di attualizzazione (rendimento atteso dall'investimento) può essere determinato con diverse tecniche (dal mercato, dal tasso di capitalizzazione), ma quella più utilizzata in ambito valutativo è la tecnica del «build up approach», nella quale il tasso di attualizzazione coincidendo con il rendimento atteso è esprimibile anche come costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital, WACC).

²⁹ Il valore di mercato di uno strumento finanziario è determinato dall'incontro tra offerta e domanda sul mercato; è agevolmente disponibile per i titoli quotati e attivamente scambiati. Il valore di mercato del capitale di una società quotata è dato dal prezzo corrente di un'azione (nel caso più semplice che la società abbia emesso una sola categoria di azioni) moltiplicato per il numero di azioni in circolazione (capitalizzazione di borsa).

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/>

La formula standard per il WACC è:

$$K = WACC = K_d (D/D+E) + K_e (E/D+E)$$

dove:

$E = Equity - Capitale\ azionario\ (mezzi\ propri).$

$D = Debt - Capitale\ di\ credito\ (mezzi\ di\ terzi)$

$E + D = Capitale\ investito.$

$K_d = Costo\ del\ Debito$

$K_e = Costo\ dell'Equity$

Esempio:

Discount Rate - WACC			
MEZZI PROPRI (Equity)		MEZZI DI TERZI (Banche)	
50,00%		50,00%	
RITORNO MEZZI PROPRI (Equity)		RITORNO MEZZI DI TERZI	
Risk Free	2,29%	IRS	1,06%
Risk Premium	21,19%	Spread	3,20%
Ke	23,97%	Kd	4,29%
WACC	Tot. Corrente	14,13%	
Inflazione		1,36%	
WACC	Tot. Costante	12,60%	

Costo del Debito e Costo dell'Equity

In particolare, nello sviluppo dei calcoli, il costo dell'equity "Ke" e il costo del debito "Kd" sono stati determinati dalla combinazione dei seguenti fattori:

$$K_e = (1 + \text{Risk Free}) * (1 + \text{Risk Premium}) - 1$$

$$K_d = (1 + \text{IRS}) * (1 + \text{SPREAD}) - 1$$

dove:

-Risk Free = Rendimento a medio/lungo termine dei Titoli privi di rischio;

-Risk Premium = rischio specifico dell'immobile oggetto di valutazione;

-EURIRS = tasso a medio-lungo termine solitamente alla base dei finanziamenti concessi dagli Istituti di Credito;

-SPREAD = margine di guadagno dell'istituto di Credito.

BTP 30/06/2018			EURIRIS 30/06/2018		
Ultimi 12 mesi	Dati	Totale %	Ultimi 12 mesi	Dati	Totale %
Dic 16 - Mag 18	Media 5 anni	0,75	Dic 16 - Mag 18	Media 5 anni	0,26
	Media 10 anni	2,04		Media 10 anni	0,87
	Media 15 anni	2,55		Media 15 anni	1,25
	Media 20 anni	2,75		Media 20 anni	1,41
	Media 30 anni	3,16		Media 30 anni	1,49
	Media 12 anni	2,29		Media 12 anni	1,06
	Media 18 anni	2,65		Media 18 anni	1,33
	Media 25 anni	2,95		Media 25 anni	1,45

Il tasso di capitalizzazione

Il tasso di capitalizzazione è il tasso di rendimento per una proprietà immobiliare che riflette la relazione tra le attese del reddito operativo netto di un singolo anno e il prezzo o il valore totale della proprietà; viene utilizzato per convertire il reddito operativo in una indicazione di valore totale della proprietà.

La capitalizzazione è utilizzata per convertire una aspettativa di reddito monopercodale, generalmente il ricavo da canone di locazione, in un'indicazione di valore.

Tale conversione è ottenuta in un unico passaggio, dividendo la stima reddituale per un appropriato tasso (cap rate) che ne descrive il rendimento.

Tasso di Capitalizzazione=Reddito/Valore

Valore = il Valore dell'immobile

Reddito = Canone di Locazione (beneficio economico atteso o esistente)

Il Valore dell'immobile, dunque, corrisponde al Valore Attuale di una rendita perpetua posticipata, e si ottiene dal rapporto tra il canone di locazione e l'opportuno tasso di capitalizzazione:

Valore=Reddito/Rendimento

Il rischio negli investimenti immobiliari è una variabile molto importante perché essa influenza fortemente la scelta degli investitori e il risultato della valutazione.

Le determinanti del rischio vengono pesate considerando:

- le caratteristiche fisiche dell'asset (stato manutentivo, dimensione, qualità, fungibilità, destinazione d'uso);
- il mercato di riferimento (asset class): livello della domanda e dell'offerta, dinamicità, prezzi.

Possiamo considerare due tipologie di rischio: operativo e finanziario.

- ✓ Il rischio operativo è legato alla struttura dei costi fissi e variabili, più sono alti i costi fissi, più è elevato il rischio.
- ✓ Il rischio finanziario è invece legato alla componente monetaria e finanziaria, ad esempio più è alto l'indebitamento più aumenta il rischio.

Dobbiamo però tenere conto di alcune componenti di rischio:

- la situazione urbanistico-edilizia: (area edificabile, cantiere in corso, immobile vincolato, progetto approvato, sviluppo unico vs sviluppo per unità minime di intervento);
- l'orizzonte temporale di riferimento (un anno/cinque anni/trent'anni);
- il rischio locazione/tenant: (durata del contratto, clausole, solidità del tenant);
- la localizzazione macro & micro.

Un altro concetto importante da trattare è il valore finanziario del tempo.

La distribuzione temporale dei flussi in entrata e in uscita è un elemento fondamentale che determina una grande variabilità tanto nei modelli valutativi quanto nell'elaborazione dei business plan delle operazioni immobiliari.

Posticipare dei flussi in entrata ha un costo rispetto ad averli nell'immediato: questo costo è rappresentato dal rischio legato all'incertezza del recupero effettivo delle risorse impiegate ad esempio per far fronte ai flussi in uscita.

È quindi evidente che il tempo (l'orizzonte temporale) in cui si manifestano i flussi in entrata e in uscita assume un valore finanziario.

Se posticipo un'entrata o anticipo un'uscita → sostengo il costo del capitale (mancato rendimento da un impiego alternativo/costo opportunità).

Se anticipo un'entrata o posticipo un'uscita → percepisco un rendimento di capitale.

L'inflazione è un ulteriore fattore di erosione/crescita dei flussi da tenere in considerazione quando si analizzano i flussi monetari nel tempo.

Essa rappresenta l'aumento progressivo del livello medio generale dei prezzi, o anche diminuzione progressiva del potere di acquisto (cioè del valore) della moneta.

I principali indici di valutazione di un investimento immobiliare sono i seguenti:

- NPV (Net Present Value)
- IRR (Internal Rate Return)
- PayBack Period
- Equity multiple
- ROS
- ROI
- MOL

NPV

È il criterio più utilizzato e riconosciuto dai professionisti del settore ed esprime l'incremento di ricchezza che ci si può attendere da un investimento immobiliare se fosse immediatamente disponibile (oggi).

Il calcolo del NPV viene eseguito attraverso l'elaborazione di un DCF (Discounted Cash Flow analysis) attraverso la seguente serie storica:

$$\sum_{T=0}^N \frac{F_t}{(1+k)^t} = NPV$$

T = periodi da 0 a N (ultimo periodo)

F_t = Flussi di cassa di ogni periodo

K = tasso di attualizzazione (costo del capitale WACC).

Aumentano il costo delle risorse finanziarie, il valore generato dall'investimento decresce.

Tasso interno di rendimento (TIR/IRR)

È il tasso in base al quale il Net Present Value si annulla. Si ottiene imponendo pari a zero la formula del NPV vista precedentemente:

$$\sum_{T=0}^N \frac{F_t}{(1+IRR)^t} = 0$$

T = periodi da 0 a N (ultimo periodo)

F_t = Flussi di cassa di ogni periodo

IRR = tasso di rendimento interno

Il TIR è quel tasso che uguaglia i flussi negativi e positivi (non attualizzati) di un investimento.

La convenienza di un investimento immobiliare deriva dal confronto tra il WACC (costo medio del capitale) e il TIR (o IRR).

- Se il TIRR > WACC si crea valore, l'investimento è conveniente
- Se il TIRR < WACC si distrugge valore, l'investimento non è conveniente.

Payback period

Il payback period o pareggio finanziario di un investimento è un indicatore del «tempo» entro il quale i flussi in entrata compensano/superano quelli in uscita.

Si calcola ponendo pari a zero la somma dei flussi di un investimento.

Il tempo affinché ciò accada dà l'idea del tempo necessario affinché si produca valore.

$$\sum_{T=0}^N F_t = 0$$

T = periodi da 0 a N (ultimo periodo)

F_t = Flussi di cassa di ogni periodo

Equity multiple

L'Equity Multiple è uno degli indicatori più importanti nello sviluppo di un investimento immobiliare. Esso permette di comparare l'impiego monetario dell'investitore (Equity) e il flusso monetario in entrata generato dell'investimento stesso in un determinato periodo

$Equity\ Multiple = Flussi\ in\ entrata / Flussi\ investiti$

Esempio se il multiplo di un investimento è di 1,40 mi aspetto per ogni euro investito un guadagno di 1,4 euro.

ROS (Return on Sales)

L'indice ROS, cioè Return on Sales, è uno degli indici di bilancio più conosciuti ed utilizzati per misurare la redditività delle vendite.

Viene utilizzato per valutare se un investimento possa essere conveniente o meno.

ROS = Reddito operativo / Ricavi di vendita

Esempio: se un investimento ha un Return on Sales del 20,8%, significa che per ogni 100 € di fatturato la società genera un ritorno di 20,8 €.

- Se il ROS > 0, l'investimento è efficiente, ovvero capace di sostenere i costi e generare del reddito;
- se il ROS = 0, l'investimento è in grado di coprire i costi, ma non di generare reddito;
- se il ROS < 0, l'investimento non è efficiente: le vendite non riescono a coprire i costi e nemmeno a generare reddito.

ROI (Return on Investment)

È uno degli indici di bilancio di più frequente utilizzo nell'analisi di redditività e di efficienza di un investimento: indica la profittabilità di un investimento di capitali e ne calcola quindi il relativo tasso di rendimento.

Si ottiene facendo il rapporto fra il risultato operativo e il totale del capitale investito. Il numeratore è il risultato della gestione caratteristica

ROI = Reddito operativo / Capitale Investito

Esempio: Ipotizziamo che il nostro capitale investito ammonti a 10.000 € e che l'utile netto ottenuto dal nostro investimento sia di 3.500 €.

Applicando la formula del ROI otteniamo:

$$ROI = (3.500/10.000) \times 100 = 35\%$$

Il ROI è molto utile per confrontare due investimenti, così da capire quale sia la più efficiente nell'utilizzo del capitale.

MOL (Margine operativo lordo)

Il margine operativo lordo (MOL) è un indicatore di redditività che esprime il reddito conseguito da un investimento relativamente alla sola gestione caratteristica.

Il MOL permette di valutare chiaramente se un investimento è in grado di generare ricchezza tramite la sola gestione operativa.

MOL = Ricavi da vendite – Costi della Produzione – Costi Generali – Costi del Personale.

2.3 Le tipologie di modelli DFC

Prima di analizzare le tipologie di modelli DFC, è necessaria una premessa sul concetto di criterio finanziario. Il criterio finanziario, basato sui flussi di cassa netti generabili entro un periodo di tempo, è uno dei criteri che può essere utilizzato in svariati ambiti nel campo della pianificazione immobiliare; ad esempio, per determinare il valore di mercato dei beni immobili, suscettibili di essere acquisiti sia come asset per utilizzo diretto (uso strumentale) sia ai fini d'investimento.

L'assunto alla base dell'approccio finanziario consiste nel fatto che un acquirente razionale non sia disposto a pagare per l'acquisto del bene un costo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre in futuro.

L'analisi finanziaria che viene, quindi, effettuata sul cespite si concentra sui benefici economici che verranno da questo generati, scontati a un tasso che consideri il rischio insito in tali flussi. Tale criterio richiede la formulazione di previsioni puntuali su redditi e costi futuri pluriperiodali per un orizzonte temporale definito. L'elemento che entra nell'algoritmo di calcolo è un flusso di cassa, definito come quantità di denaro generata o assorbita dall'asset nel periodo considerato.

Il Criterio Reddittuale, in alcuni casi, si rifà a una grandezza economica basata su principi legati al mondo della contabilità (ricavi, costi, etc.), con il fine di individuare una capacità reddituale media del bene, definibile come stabilizzata.

Diversamente, il Criterio Finanziario ricorre alla definizione puntuale dei Flussi di Cassa, cioè della liquidità effettivamente prodotta in ogni periodo.

Dal punto di vista operativo uno degli strumenti che si possono utilizzare nel metodo finanziario è il cosiddetto Modello DCF (Discounted Cash Flow).

La prassi di analisi economico-finanziaria degli immobili prevede l'utilizzo di diverse tipologie di modelli DCF a seconda:

- dello scopo dell'analisi stessa (ad esempio, la stima del Valore di Mercato);
- del genere e della complessità del bene da analizzare.

Di seguito si riportano le principali tipologie:

- Modello finanziario-reddittuale DCF – immobile a reddito;
- Modello di trasformazione DCF – sviluppo immobiliare;
- Modello DCF per calcolo valore in blocco – listino di vendita.

Tutti questi modelli si basano sulla determinazione del flusso temporale in periodi che possono rappresentare:

- annualità (nella maggioranza dei casi in ambito immobiliare per le valutazioni reddituali)

- semestralità (generalmente, nelle trasformazioni – ottimo compromesso tra semplicità e precisione)
- trimestralità (generalmente allineato al pagamento dei canoni di locazione commerciale)
- (altro in base alla tecnicità del modello utilizzato, alla tipologia di bene e alle sue caratteristiche).

In virtù della suddivisione in periodi dei flussi dei costi e dei ricavi deve essere individuata puntualmente l'afferenza delle diverse voci ai vari periodi, al fine di poter far riferimento ad un flusso di cassa che rispecchi l'effettiva pipeline identificabile alla data di riferimento per l'inizio del periodo di calcolo.

Modello finanziario-reddituale DCF

È utilizzato generalmente per analizzare immobili a reddito, sulla base dei flussi di cassa che gli stessi sono in grado di produrre in un determinato orizzonte temporale.

Per flusso di cassa si intende la quantità di denaro disponibile in ogni periodo, ovvero la differenza tra tutte le entrate e le uscite relative all'immobile oggetto di analisi.

Tra le entrate si considerano tutti i ricavi che possono essere costituiti dai canoni di locazione scaturiti da contratti di locazione esistenti, da canoni di mercato e dal valore di dismissione al termine del periodo di valutazione identificato (valore finale, exit value o terminal value), ottenuto tramite capitalizzazione del reddito operativo relativo a quel periodo ad un tasso di capitalizzazione (Cap Rate) d'uscita, adeguato per lo specifico immobile.

Tra le uscite occorre distinguere i costi operativi, che rappresentano spese a carico della proprietà di natura corrente (es. costi amministrativi, assicurazioni, imposte municipali) e gli investimenti che si verificano con una frequenza non regolare o al manifestarsi di particolari eventi (costi di adeguamento, capex).

Tutti i flussi di cassa sono scontati con un opportuno tasso di attualizzazione (Discount Rate), che rappresenta il tasso di rendimento richiesto dal mercato per un investimento con flussi di cassa aventi pari livello di rischio.

Immobili in locazione

I flussi di cassa determinati da canoni di locazione sono generalmente determinati da immobili a destinazione terziaria o commerciale.

Oltre ai canoni provenienti dai contratti di locazione in essere, ci si può trovare anche in altre situazioni, determinate dalla tipologia stessa di *tenant*, dalle dinamiche del mercato che hanno portato alla determinazione di uno specifico contratto, alla tipologia di tenant/esercizio commerciale afferenti al contratto stesso.

Le casualità sono molteplici: in un immobile con più unità locate o locabili a diversi *tenant*, alcune potrebbero essere sfitte, mentre altre potrebbero presentare dei canoni di locazione contrattuali (*passing rent*) non in linea con il canone di mercato.

Nel caso delle unità sfitte generalmente si ricorre all'utilizzo del canone di mercato.

Questo fattore deve portare alla riflessione dello specifico rischio all'interno della determinazione dei tassi.

Nel caso invece di canoni non in linea con il canone di mercato, una eventuale correzione è più difficoltosa.

La regola su cui si basa il modello reddituale è che il reddito sia stabilizzato, cioè rappresenti la capacità reddituale effettiva del bene.

Ogni fattore che esuli dallo standard per i diversi fattori vitali per il modello deve essere opportunamente analizzato e deve, laddove necessario, trovare una trasposizione opportuna nei parametri da usare nel DCF.

Di seguito elencheremo alcuni dei parametri che devono essere analizzati con attenzione:

- canone di locazione effettivo vs canone di locazione di mercato;
- tasso di occupazione dell'immobile vs tasso di occupazione del mercato specifico o a regime definibile a regime;
- importo capex previste vs standard di riferimento del mercato specifico.

Fonte dei dati di locazione – Rent roll

Con *rent roll* si intende una tabella sinottica in cui sono sintetizzati i principali dettagli relativi ai contratti di locazione in essere afferenti a un determinato immobile. Idealmente, per ciascun contratto, dovrebbe essere espressa chiara indicazione dei seguenti elementi:

- conduttore (meglio se come riportato nel contratto di locazione, sia l'eventuale insegna (ove differisca dalla ragione sociale, come spesso avviene per gli immobili retail).
- tipologia di contratto in essere (locazione, ramo d'azienda, ecc.)
- data di decorrenza, ovvero la data da cui ha effetto il contratto
- durata, prima (e successive) scadenze contrattuali
- evidenza di eventuali clausole di recesso anticipato (c.d. break option) che, in particolare, consentono al conduttore di interrompere il contratto di locazione prima delle scadenze naturali
- indicizzazione del canone di locazione al tasso di inflazione
- consistenze locate al conduttore (GLA)
- canone di locazione in essere (c.d. passing rent), espresso in valore assoluto
- canone di locazione a regime (ove differente dal passing rent), anch'esso espresso sia in valore assoluto, sia in €/mq di Superficie Commerciale
- evidenza di eventuali "scalettature" del canone di locazione (c.d. step-up rent)
- presenza di eventuali periodi di free rent, cioè intervalli temporali in cui decorre il contratto di locazione senza che sia dovuto il pagamento del canone di locazione
- presenza di eventuali altre clausole rilevanti.

Orizzonte temporale

Innanzitutto, è di fondamentale importanza stabilire la data di riferimento per l'analisi mediante il metodo DCF, che sancisce anche l'inizio del flusso di cassa.

Gli immobili producono benefici economici per un lungo orizzonte temporale, tuttavia la capacità previsionale del modello DCF è di per sé limitata e diviene pertanto necessario definire un orizzonte temporale limitato su cui condurre l'analisi.

Nella prassi si utilizza spesso un orizzonte simile alla durata dei contratti di locazione in essere, oppure un periodo fisso pari a 10 o 15 anni.

Generalmente, per uniformità del risultato, dovendo confrontare numerosi flussi che rispecchino stati di fatto anche molto differenti tra loro, si tende ad utilizzare convenzionalmente una durata standard.

La situazione ideale generalmente si verifica quando, nel caso di una *tenancy multi-tenant*, si possa considerare un andamento dei flussi costituito dai contratti di locazione in essere all'inizio del flusso seguiti da un progressivo aggiornamento con canoni di mercato verso la fine dei flussi.

Modello di trasformazione DCF

Viene utilizzato nel caso di beni suscettibili di trasformazione o attualmente in trasformazione.

Il valore che si individua è dato dalla differenza tra il più probabile valore di mercato del bene trasformato e la sommatoria di tutti i più probabili costi dei fattori che intervengono nella trasformazione del bene stesso.

Questa metodologia estimativa si basa sull'attualizzazione, alla data dell'analisi DCF, dei flussi di cassa generati dall'operazione immobiliare (sviluppo immobiliare) nell'arco di tempo corrispondente alla sua durata, convertendo i flussi di cassa imputati al momento del loro generarsi nel valore attuale netto (VAN) o Net Present Value (NPV) dell'area tramite una procedura di sconto finanziario.

Anche in questo caso il modello simula le assunzioni di un tipico investitore, che mira a ricevere un soddisfacente saggio di ritorno dell'investimento.

In particolare, il modello si articola in uno schema di flussi di cassa con entrate (ricavi) ed uscite (costi) relativi al progetto immobiliare di trasformazione.

Tra le entrate sono previste le vendite effettuate per ciascun settore di destinazione d'uso (residenziale, industriale, artigianale, commerciale, terziario e dei servizi).

Tra le uscite sono previsti costi per la costruzione, demolizione, urbanizzazione, progettazione, direzione lavori e altri costi.

Il procedimento di trasformazione consiste nell'identificare il "miglior" utilizzo possibile di un suolo sotto i vincoli di fattibilità legale ed economica (Highest and Best Use).

Si fa quindi riferimento alla fattibilità dell'opera determinata dalla normativa urbanistica specifica vigente, ai regolamenti comunali e quindi ai permessi di costruzione.

Oltre però a quanto e a cosa si può costruire, si deve anche necessariamente considerare opportunamente anche l'effettivo contesto economico e i mercati specifici poiché, oltre alla effettiva possibilità di realizzazione deve sussistere anche una effettiva domanda di utilizzo. Il miglior utilizzo non è necessariamente quello che genera il più elevato valore del bene, ma quello che consente di ottenere il maggior margine (inteso come differenza tra ricavi e costi). Infatti, al fine dell'applicazione del procedimento oltre alla stima del futuro valore del bene realizzabile, è necessario considerare anche i costi di realizzazione.

Per quanto concerne i costi, soprattutto in presenza di opere di grandi dimensioni e con caratteristiche strutturali complesse, l'incidenza di tali importi può essere molto rilevante e una quantificazione più precisa possibile può essere la chiave per un'analisi DCF attendibile o meno.

Modello DCF per calcolo valore in blocco

È utilizzato generalmente per calcolare il valore attuale netto di ricavi futuri, al netto di eventuali costi di commercializzazione e di marketing, generati dalla vendita in un determinato orizzonte temporale di unità immobiliari, i cui prezzi sono stati puntualmente definiti in uno specifico listino di vendita.

Tutti i flussi di cassa sono scontati con un opportuno tasso di attualizzazione (Discount Rate), che rappresenta il tasso di rendimento richiesto dal mercato per un investimento con flussi di cassa aventi pari livello di rischio: si tratta di un costo opportunità legato al rendimento offerto da investimenti alternativi e comparabili per dimensioni e profilo di rischio, che rappresenta un'adeguata remunerazione per la rischiosità cui si espone l'investitore.

Le caratteristiche dello specifico immobile oggetto di analisi DCF possono richiedere particolari ipotesi nell'analisi dei benefici economici generati, nella stima dei tassi di riferimento, nella procedura di calcolo e nella definizione degli schemi di conto economico e dei Flussi di Cassa.

Ogni analista, inoltre, può adottare soluzioni tecniche differenti nelle sue procedure di calcolo ed è importante ricordare che i modelli DCF possono anche differire tra loro, ancorché nella prassi si riscontri una generale omogeneità tra gli stessi.

Nelle analisi finalizzate alla determinazione del valore di mercato (che rappresentano un tipico esempio di utilizzo del modello DCF) i passaggi logici e matematici si riducono a un numero limitato di calcoli e, diversamente dall'analisi di investimento, le cosiddette "technicalities" e la modellistica sono quindi relativamente semplici.

Le attività di analisi con modelli a flusso di cassa possono produrre dei risultati che, a parità di dati di input, possono differire tra loro in virtù delle differenze negli aspetti tecnici dei modelli stessi.

Questi fattori possono portare a differenze più o meno marcate e che possono dipendere dalla precisione con la quale vengono realizzati i calcoli stessi e dal modo in cui vengono utilizzati vari parametri.

Queste differenze possono dipendere dalla complessità del file di calcolo stesso e dalle prassi di analisi che sottendono alla realizzazione dello stesso.

Pur a parità di dati di input (a parità di *tenancy*) i risultati potrebbero quindi essere differenti: una conoscenza dei vari sistemi di calcolo può essere d'aiuto nel caso ci si trovi nella condizione di dover analizzare dei flussi di cassa provenienti da altre fonti.

Ad esempio, la scomposizione dell'attualizzazione in periodi più o meno lunghi (giornaliero, mensile, trimestrale, semestrale, altro) può determinare delle differenze limitate nel lungo periodo ma più evidenti in altri più brevi.

Deve essere sempre riportata, e tenuta in dovuta considerazione, l'importanza dei dati provenienti dalle analisi di mercato.

Nell'utilizzo dei modelli di analisi a flusso di cassa, molti parametri possono essere sensibilmente influenzati dalla bontà e dall'affidabilità dei dati di mercato.

Questi determinano sia l'andamento dei flussi delle locazioni a canone di mercato che, verosimilmente, anche il valore di uscita (*exit value*).

Inoltre, la componente di mercato comporta anche un'attendibilità più o meno elevata nella determinazione del tasso di capitalizzazione: in questo caso poter far affidamento sulla trasparenza dello specifico mercato di riferimento può essere di fondamentale importanza.

Inoltre, anche alcuni costi possono essere determinati in modo più o meno preciso ad esempio nei casi in cui si debba stimare un costo di ripristino/restauro: la conoscenza delle dinamiche dei mercati delle merci e delle loro fluttuazioni (particolarmente rilevanti nel corso degli ultimi due anni) può portare a una determinazione più o meno attendibile dell'incidenza costi/ricavi.

Nell'attività di costruzione di ogni modello DCF è fondamentale seguire un metodo di elaborazione, ovvero un procedimento atto a garantire il raggiungimento di un determinato risultato.

Si premette che, in base a tale metodo, è innanzitutto necessario riconoscere e distinguere, in ogni modello DCF, i dati di input e i dati di output.

I dati di input sono generalmente i dati che il programma (modello *Excel*) riceve in ingresso, mentre gli output sono i dati che il programma restituisce come risultati attraverso specifiche formule.

A livello concettuale i dati di input rappresentano le cause, mentre i dati di output gli effetti. Il metodo di elaborazione prevede che nella costruzione di ogni modello DCF si debbano seguire determinati passaggi, che possono essere sintetizzati come segue:

- scelta del periodo di analisi;
- determinazione/definizione dei flussi di cassa;
- determinazione del tasso di attualizzazione;
- determinazione del valore finale;
- processo di attualizzazione dei flussi e calcolo del valore del bene.

2.4 La Due Diligence immobiliare

La due diligence è un processo che si basa su una materia di accertamento e sull'indagine relative alle caratteristiche di un'operazione immobiliare finalizzato ad evidenziare e sottolineare eventuali difformità ed irregolarità rispetto a quanto proposto inizialmente, analizzando i rischi sia potenziali che effettivi legati all'operazione stessa e ad ogni elemento connesso ad un risvolto di tipo economico.

Una due diligence accurata, precisa ed attenta da entrambi i lati acquirente e venditore, rappresenta una base solida e concreta per la negoziazione delle condizioni contrattuali inerente all'operazione e quindi, in ultima analisi un utilissimo strumento decisionale.

Il terreno d'azione di una due diligence varia considerevolmente a seconda di diversi parametri:

- ✓ Aspetti da verificare: amministrativo/urbanistico, tecnico, fiscale, legale, contabile, commerciale, ambientale, finanziario, valutativo; a taluno di questi corrisponde un consulente specializzato.
- ✓ Oggetto dell'acquisizione: immobile (esistente a reddito oppure sviluppo), ramo d'azienda concernente l'immobile, quote societarie.
- ✓ Soggetto attore: venditore (si tratterebbe di vendor due diligence o acquirente).
- ✓ Periodo di svolgimento: pre-esclusiva, durante il periodo di esclusiva, durante il periodo interinale (successivo al completamento della due diligence e precedente al rogito³⁰).

Un'analisi particolare merita il concetto della vendor due diligence. Se la due diligence ha come soggetto attore il venditore, l'attività è tra quelle preliminari a carico del venditore stesso prima della partenza della due diligence (ai fini della compravendita) e si definisce come "vendor due diligence".

Alla fine, è una revisione completa e indipendente di un'azienda prima che venga messa in vendita. In passato, questo veniva fatto da ogni compratore in modo indipendente. Tuttavia, negli ultimi anni, i venditori hanno imparato che può essere utile fare la propria due diligence sulla loro azienda. Facendo la VDD, il venditore impara molto sulla sua azienda. La due diligence del venditore può essere descritta come l'indagine e l'analisi dell'azienda del venditore. Una forte attenzione è sui driver finanziari del business che determinano i risultati futuri. Per questo motivo, l'indagine può aiutare ad aumentare il prezzo di vendita dell'azienda. In pratica, il più delle volte le persone che fanno la due diligence del venditore difendono e spiegano anche la due diligence eseguita agli acquirenti.

³⁰ Il rogito notarile è il momento chiave della compravendita di un immobile: è il documento concreto in cui si sancisce il passaggio di proprietà di un edificio, di un garage oppure di un terreno. È un passaggio molto importante, da vivere con consapevolezza ed assoluta serenità. Può essere, ad esempio, l'atto d'acquisto della casa.

Fonte: <https://www.mutui.it/>

La vendor due diligence dovrebbe essere effettuata dal venditore in previsione della dismissione dell'immobile. Non obbligatoriamente tocca tutti i profili dell'operazione, ma contrariamente può coinvolgerne solo alcuni considerati fonte di potenziali rischi o problematiche nella fase di vendita.

Si tratta di un costo a fronte del quale però il venditore può ottenere molti benefici, in modo particolare l'approfondimento di aree tendenzialmente delicate che possono essere dunque affrontate da una posizione negoziale più cosciente.

É opportuno segnalare che nella maggior parte dei casi la vendor due diligence semplifica e accelera la trattativa anche per il fatto di stimolare e incoraggiare il venditore a produrre e recuperare la documentazione necessaria nei tempi stabili dai propri piani di dismissione.

Di seguito riporto le macro-aree di due diligence relative alle varie discipline:

Area Tecnica/Amministrativo/Urbanistico

- ✓ Proprietà immobiliare
- ✓ Catasto
- ✓ Costruzione
- ✓ Aspetti urbanistici ed edilizi
- ✓ Contenziosi

Commerciale/Valutativo

- ✓ Performance
- ✓ Licenze commerciali
- ✓ Costi non recuperabili a carico della proprietà
- ✓ Arretrati di pagamento
- ✓ Contratti di locazione e affitto di ramo d'azienda

Area Contabile/Fiscale

- ✓ Valutazione dell'immobile/ramo d'azienda oggetto di transazione
- ✓ Imposte sugli immobili
- ✓ Lavori eseguiti in anni precedenti sugli immobili
- ✓ Per le società oggetto di share deal³¹
 - ✓ Ultimi bilanci
 - ✓ Dichiarazioni dei redditi
 - ✓ Dichiarazioni iva
 - ✓ Ritenute d'acconto
 - ✓ Valore fiscali degli immobili
 - ✓ Verifiche fiscali e contenziosi pendenti

³¹ Con il termine "Share deal" si intende una acquisizione di quote societarie in cui gli acquirenti rilevano tutte le quote o anche solo una quota di maggioranza o di minoranza della società target, che gestisce l'impresa.

Fonte: <https://www.legalmondo.com/>

La vendor due diligence, a discrezione del venditore medesimo, può essere inserita in data room³² o messa a disposizione nella fase che precede l'esclusiva agli investitori interessati.

L'allestimento della data room basata tendenzialmente su una "check list" è molto importante poiché eviterebbe l'eventualità del protrarsi delle due diligence in merito all'acquisizione e il reperimento dei documenti mancanti, aspetto da non sottovalutare soprattutto nei tempi recenti. La data room può essere di due differenti modalità, cartacea e/o virtuale, dove il venditore dovrebbe attivarsi per coordinare e organizzare la struttura per fronteggiare le richieste della controparte.

Diversamente invece, se la due diligence si svolge ai fini di un'acquisizione, entra invece in gioco anche la controparte acquirente come soggetto attore. Si parte con il cosiddetto "kick off meeting" che vede solitamente la partecipazione dei rappresentanti delle parti coinvolte e dei rispettivi consulenti. Si tratta di un meeting per stabilire nei dettagli le tempistiche e i principali termini e condizioni che verranno seguite in due diligence, che aiuta a creare i giusti rapporti e ad incentivare il giusto feeling tra le parti.

Parte integrante e non da trascurare dell'attività è costituita dal sopralluogo all'immobile, essenziale specialmente per i consulenti commerciali e tecnici e per i valutatori.

È opportuno un attento e preciso coordinamento al fine che ogni consulente incontri la controparte per un tempo adeguato e ottenga in tempo reale i chiarimenti e le verifiche richieste.

Occasione fondamentale ed elemento di svolta della compravendita è rappresentato dal "Red Flag meeting", svolto normativamente dopo qualche settimana dall'inizio della due diligence. Si tratta di un incontro in cui la parte acquirente, facendo riferimento ai riscontri ottenuti dai propri consulenti ("Red flag Report"), mostra i primi risultati della due diligence e fa emergere eventuali problematiche affinché l'operazione immobiliare possa continuare con successo.

I dettagli del report variano a seconda delle esigenze del cliente, ma tendenzialmente ha una forma e struttura facilmente leggibile e snella, illustrando gli elementi di rischio e criticità in seguito all'esame della documentazione e dai sopralluoghi.

Il Red Flag meeting è dunque considerato un elemento fondamentale per il prosieguo dell'operazione. Le criticità che verranno sollevate andranno analizzate e completate attraverso un complemento di analisi o semplicemente con un'integrazione della documentazione a carico del venditore.

Il processo di due diligence si conclude con la consegna dei report completi che includono il Red flag report nella fase iniziale. Una volta consegnato questo report i consulenti non potranno più sentirsi esonerati dall'operazione in questione.

³² Letteralmente il termine data room fa riferimento al luogo fisico dove sono disponibili tutti i documenti relativi all'operazione, ma con tale termine si è soliti identificare piuttosto la procedura che viene adottata per garantire alla società un maggior controllo del processo di accesso, utilizzo e revisione dei documenti.

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/>

Un riferimento meritano infine alcuni elementi chiave che è necessario tenere in considerazione durante questo tipo di operazioni:

- ✓ Ruolo di coordinamento e facilitazione del dialogo;
- ✓ Le aree delicate;
- ✓ Scelta dei consulenti.

Il ruolo di coordinamento e facilitazione del dialogo è importante per risolvere e semplificare i temi che emergono durante il processo di compravendita immobiliare. Il confronto non solo evita la nascita di posizioni estreme, ma agevola in modo significativo l'operazione.

È necessario che gli attori in questione mantengano un atteggiamento e una posizione obiettiva ed equilibrata poiché ogni azione ha finalità commerciale a seconda che si tratti della parte acquirente o della parte venditrice.

Le aree delicate alle quali prestare attenzione in questa fase di due diligence che possono compromettere la trattativa, possiamo elencare alcuni esempi che potrebbero comportare la mancata conclusione dell'operazione:

- ✓ Richiesta di aggiustamento del prezzo di acquisto derivante da fattori emersi durante la due diligence, i quali rendono il prezzo finale non accettabile da parte del venditore;
- ✓ Mancato accordo sulla gestione dei potenziali rischi di accertamento fiscale. Di solito si tratta di eventi che si possono manifestare in un periodo di tempo successivo all'acquisizione, quindi più difficilmente gestibili e risolvibili a maggior ragione in un quadro di incertezza normativa e fiscale come può considerarsi quello italiano;
- ✓ Mancato accordo su rischi di altra natura come possono essere rischi ambientali o irregolarità urbanistiche o amministrative;
- ✓ Impossibilità di finanziare l'acquisizione alle condizioni ipotizzate inizialmente dalla parte acquirente, con conseguente impossibilità di rispettare il business plan originario³³.

Mettendosi nei panni di uno o più investitori che considera opportunità di investimento immobiliare in Italia è opportuno sottolineare come la *scelta di consulenti* adeguati sia uno dei fattori da non trascurare nella fase di definizione delle risorse da investire nell'operazione di due diligence, a partire dall'analisi preliminare fino al closing dell'operazione. L'esperienza sul campo è da considerarsi particolarmente un plus, poiché può consentire a volte di individuare soluzioni ai vari ostacoli che si presenteranno nel processo di investimento.

³³ Il Business Plan è un documento in cui viene descritto un progetto imprenditoriale definendone obiettivi, strategie, criteri di vendita, marketing e previsioni. Il Business Plan serve sia come guida strategica all'interno dell'impresa, sia come documento da presentare per la richiesta di finanziamenti.

Possiamo concludere dicendo che una due diligence può essere utile in ogni momento del ciclo di vita di un immobile, sia in fase pre-acquisto, per accertarne la conformità, sia in fase gestionale, per verificare eventuali problemi di un asset già in portafoglio mantenendolo così sempre in condizioni di conformità, sia in fase di vendita per individuare eventuali ostacoli che potrebbero rallentare l'operazione e per intervenire tempestivamente.

2.5 Il Business plan: strumento per l'analisi di un investimento immobiliare

Per capire cosa sia realmente un business plan inerente ad una operazione immobiliare, è opportuno conoscere cosa si intende per business plan "semplice".

Il business plan è il documento attraverso il quale un'impresa o un imprenditore convince i potenziali finanziatori a concedere del credito o, addirittura, a investire in un progetto.

Il business plan, insomma, presenta le caratteristiche del progetto, le sue prospettive, le modalità con cui verrà realizzato e, ovviamente, modalità e stime della messa a reddito. Lo scopo principale del business plan è convincere l'interlocutore che il progetto porterà profitti, e che il ritorno dell'investimento sarà remunerativo e tempestivo.

Questi concetti, seppur con qualche differenza, possono essere traslati anche nel settore immobiliare. Questa operazione è meno scontata del previsto, dal momento che il contribuente medio, quando cerca di acquistare casa rivolgendosi magari a una banca, non ricorre a questo strumento e, nella maggior parte dei casi, non è nemmeno consapevole della sua esistenza.

D'altronde, il business plan per operazione immobiliare non può essere utilizzato sempre e comunque, ma solo a certe condizioni. Tuttavia, è una risorsa che va presa in considerazione, dal momento che consente di risparmiare cifre anche considerevoli.

Il business plan immobiliare, se così si può chiamare, è una tipologia particolare di business plan. Allo stesso modo, un investimento immobiliare realizzato con il supporto di un business plan è una variante particolare di investimento immobiliare.

Associare un business plan a un investimento immobiliare, o per meglio dire all'acquisto di un immobile, vuol dire trasformare l'investimento in un progetto finalizzato alla generazione di reddito. Così come un progetto imprenditoriale è realizzato per produrre ricchezza, dunque per determinare un ritorno dell'investimento prima e un profitto più o meno stabile dopo; allo stesso modo un investimento immobiliare con business plan è necessario che abbia una prospettiva concreta di reddito.

Insomma, se pensassimo di comprare casa per abitarci, e magari pensassimo di rivenderla solo dopo uno o due decenni, il business plan sarebbe uno strumento poco utile. Se invece pensiamo all'acquisto di un immobile come condizione per la nascita di un'attività o, molto banalmente, pensassimo di metterla a reddito attraverso una gestione delle locazioni accorta, non banale e imprenditorialmente orientata, allora il business plan diventerebbe una risorsa irrinunciabile.

Grazie al business plan, se redatto bene, l'aspirante compratore può ottenere condizioni di finanziamento molto più favorevoli. Inoltre, se appartiene a quelle categorie invise alle banche

(es. chi non ha un'entrata stabile), il business plan può fare la differenza tra una domanda rigettata e una domanda rifiutata.

Il business plan immobiliare, da un punto di vista puramente strutturale, non si discosta molto dai semplici business plan. Ad ogni modo, deve essere composto dalle seguenti sezioni.

- ✓ Executive Summary. Breve elaborato, il cui scopo è riassumere il progetto e attirare l'attenzione della banca.
- ✓ Descrizione proprietà immobiliare. Elaborato molto semplice in cui viene descritto l'immobile in maniera abbastanza asettica.
- ✓ Analisi di mercato. Elenco delle minacce e delle opportunità del mercato, ovviamente in una prospettiva di ritorno dell'investimento. Per esempio, viene citato il contesto riguardante le locazioni, con esplicito riferimento alle probabilità di trovare inquilini in tempi brevi e l'andamento dei canoni.
- ✓ Progetto di sviluppo. Elaborato molto complesso incentrato sulle modalità di gestione del progetto, le azioni che verranno messe in campo nel caso in cui si avverassero gli scenari più negativi, i programmi di massima per valorizzare ulteriormente il progetto, nel caso ce ne fosse bisogno.
- ✓ Stima dell'investimento. Questo elaborato presenta uno schema sintetico dei costi stimati per mettere a regime l'investimento, con esplicito riferimento a quelli di natura burocratica ed edile (es. ristrutturazione di interni).
- ✓ Organizzazione e gestione. In questa sezione vengono fornite indicazioni sulle modalità di conduzione del progetto, sulle figure coinvolte, sulle professionalità cooptate.
- ✓ Piano economico finanziario. È forse la sezione più importante. Questa infatti presenta una stima accurata del rapporto costi-benefici, dei flussi di cassa, delle spese, dei ricavi e degli utili.

Il Business Plan può dunque considerarsi uno strumento metodologico utile per la valutazione di un investimento immobiliare. Esso valuta la convenienza dell'investimento tramite la rappresentazione nel modello DCF dei flussi di cassa futuri, ovvero dei benefici attesi e dei costi da sostenere, attribuibili ad un determinato immobile.

Tale strumento si fonda su una logica previsionale, quindi proiettata su più anni, e permette di svolgere un'analisi economico-finanziaria sull'intero orizzonte d'investimento.

Il processo di analisi, in termini di verifica della fattibilità economica di un investimento, si articola nelle seguenti attività:

- ✓ definizione dei dati di input rilevanti
- ✓ individuazione dell'orizzonte temporale
- ✓ determinazione dei flussi di cassa di periodo
- ✓ analisi e verifica dei risultati
- ✓ analisi di sensitività

Definizione dei dati di input rilevanti

Raccolte le informazioni su analisi di mercato, analisi urbanistica e analisi di progetto, è di fondamentale importanza definire le ipotesi di base (assumptions) su cui si costruisce il business plan. Essendo la redazione dei piani economico-finanziari una technicality, la bontà della valutazione dipende sostanzialmente dalla correttezza e dalla coerenza di dette “assumptions” o ipotesi.

Le “assumptions” generali riguardano dati generali quali:

- ✓ previsioni sull’inflazione
- ✓ previsioni su variabili finanziarie

Le “assumptions” specifiche riguardano dati specifici del progetto quali:

- ✓ ricavi da locazione o di vendita
- ✓ piano di assorbimento o di commercializzazione
- ✓ costi di progetto (oneri di urbanizzazione, costi di progettazione e direzione lavori, costi di project management, costi di marketing, costi di agenzia)
- ✓ tempistica di riferimento (previsioni su iter urbanistico, piano di cantierizzazione)

Individuazione dell’orizzonte temporale

Riguardo alla scelta dell’orizzonte temporale possiamo affermare che non esista una risposta valida e generalizzabile per tutti i casi. L’orizzonte temporale della valutazione deve essere coerente al periodo di piano dell’investimento stesso. Diversi sono i drivers che determinano l’orizzonte temporale di un investimento e vanno dal contesto economico macro alla condizione di carattere più specifico che riguarda l’iniziativa, tra cui:

- ✓ la tipologia dell’investimento
- ✓ l’aleatorietà dei risultati
- ✓ la vita economica del progetto

Nel Real Estate fattori specifici dell’investimento possono essere classificati in due macro-gruppi a seconda del particolare asset oggetto di valutazione.

A) Se stiamo valutando un’operazione di sviluppo immobiliare il periodo di riferimento è determinato dall’iter urbanistico (di difficile determinazione e variabile in funzione delle istituzioni preposte nell’ambito di riferimento), dal piano di cantierizzazione (dipendente dalle caratteristiche del progetto e dalla forza lavoro del developer³⁴), dal livello di assorbimento del mercato (strettamente legato alla politica di commercializzazione).

³⁴ I developer in ambito “Real Estate” sono prima di tutto dei gestori del rischio: identificano i rischi economici, edili e logistici nel processo di sviluppo, li mitigano, li gestiscono e li riesaminano regolarmente. Fonte: *Investire nel Real Estate*, a cura di Roberto Fraticelli e Luca Lucaroni, 2023

B) In ipotesi di beni immobili esistenti o comunque destinati alla messa a reddito, l'orizzonte temporale è condizionato principalmente dalla durata del contratto di locazione, dal piano di manutenzione straordinaria e dal livello di assorbimento del mercato inteso in termini di canoni di locazione.

Determinazione dei flussi di cassa di periodo

I flussi di cassa di un investimento (prezzo di acquisto, capital expenditure, canoni di locazione al netto dei costi e prezzo di vendita stimato) sono correttamente determinati se rispondono a quattro requisiti fondamentali. In particolare, essi devono essere:

- ✓ monetari
- ✓ differenziali
- ✓ netti degli effetti fiscali
- ✓ lordi degli oneri finanziari

Flussi monetari: il flusso finanziario non va confuso con il flusso contabile; le singole voci vanno valorizzate solo quando si manifestano monetariamente e non quando vengono contabilizzate, ovvero quando l'entrata o l'uscita diventa effettiva e non solo contabile.

Flussi differenziali: le voci che concorrono alla loro formazione devono fare la differenza, ovvero devono avere una rilevanza in ottica differenziale o incrementale. Per calcolare tali flussi è necessario confrontare la realtà con l'investimento rispetto alla realtà senza investimento e occorre capire se si tratti di: costi comuni o costi già sostenuti. Infatti, in caso di costi comuni con altri progetti o di costi sostenuti in passato funzionali al progetto (sunk costs), questi devono essere ignorati in quanto non costituiscono costi incrementali in uscita.

Flussi di cassa al netto degli effetti fiscali: gli effetti fiscali prodotti da un investimento possono produrre degli effetti, pertanto all'interno del business plan tali aspetti dovrebbero essere considerati³⁵.

Flussi di cassa al lordo degli oneri finanziari: la valorizzazione degli oneri finanziari nei flussi di cassa del progetto sarebbe ridondante in quanto essi vengono già considerati nel tasso di attualizzazione.

Analisi e verifica dei risultati

Permette di esprimere una valutazione di convenienza dell'investimento immobiliare con lo scopo di condurre l'investitore ad intraprendere operazioni che generino «valore».

Essa si riferisce all'analisi del rendimento e quindi del rischio (in finanza, concetti indissolubilmente connessi) di un investimento immobiliare, cioè del ritorno economico di un investimento in funzione del prezzo di acquisto di un immobile e dei flussi di cassa previsionali che saranno generati.

³⁵ Tuttavia, in base alla comune prassi di mercato si è soliti considerare i flussi di cassa al lordo degli effetti fiscali, in quanto la fiscalità generalmente varia in funzione della tipologia dei soggetti coinvolti, generando, di conseguenza, regimi di tassazione differenti.

I rendimenti possono essere calcolati come:

- rendimento immediato dell'investimento (generalmente per anno)
- rendimento multiperiodale dell'investimento (sull'intero orizzonte dell'investimento).

Rendimento immediato dell'investimento: considera la redditività operativa immediata per l'investitore, rapportando il reddito del periodo disponibile per l'investitore (cioè il canone al netto di oneri di gestione, oneri finanziari e imposte) con il capitale effettivamente investito (o *equity*, cioè il prezzo o valore dell'immobile meno parte di capitale di terzi) dell'immobile stesso.

Rendimento multiperiodale dell'investimento: un approccio multiperiodale, basato sullo studio dei flussi di cassa in entrata e in uscita legati ad un investimento immobiliare, permette una migliore pianificazione finanziaria e aiuta nel comprendere l'effetto di alcune decisioni gestionali sul rendimento immobiliare.

In particolare, tale approccio consente di prendere in considerazione, oltre al rendimento immediato costituito dal canone, anche la parte di rendimento in conto capitale, definito come differenza tra il prezzo di acquisto iniziale e di vendita finale (*capital gain* o *capital loss*).

Il rendimento multiperiodale dell'investimento è rappresentato dal Tasso Interno di Rendimento (TIR) o *Internal Rate of Return* (IRR), che esprime il rendimento implicito di un investimento.

Da un punto di vista economico l'IRR rappresenta il rendimento atteso (tasso di attualizzazione) per cui il Valore Attuale Netto (VAN o NPV) è uguale a zero e rappresenta perciò il rendimento implicito di un investimento: se l'IRR eccede il costo del capitale, l'investimento genera ricchezza incrementale. Viceversa, l'investimento «brucia» ricchezza e il suo rendimento non è sufficiente a coprire le risorse impiegate.

Il rendimento atteso da un investitore varia a seconda del profilo di rischio dell'investimento. Normalmente si distingue tra le seguenti tipologie di investimento immobiliare:

- Core
- Core Plus
- Value Added
- Opportunistic

Core: gli investitori con un profilo di rischio core investono prevalentemente in mercati principali (Milano e Roma in Italia), in tipologie di immobili a basso rischio (solitamente interamente locati e con conduttori di primario standing) e con un basso livello di indebitamento (fino al 30% LTV³⁶, rapporto tra il valore del debito e dell'attivo finanziato): l'IRR obiettivo per tali investimenti è nell'ordine del 6%-10%.

³⁶ Per Loan To Value (o LTV) si intende quel parametro finanziario che indica il rapporto tra l'importo del finanziamento e il valore del bene che il mutuatario intende ipotecare a garanzia del prestito. Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/>

Core plus: gli investitori con un profilo di rischio core plus investono in tipologie di immobili da ottimizzare (ad esempio in parte sfitti) e con un maggior di livello di indebitamento (dal 30% al 50% LTV): l'IRR obiettivo per tali investimenti è nell'ordine del 11%-14%

Value Added: gli investitori con un profilo di rischio value added investono in tipologie di immobili da riposizionare sul mercato o da trasformare radicalmente, con un elevato livello di indebitamento (dal 60% al 65% LTV): l'IRR obiettivo per tali investimenti è nell'ordine del 15%-19%.

Opportunistic: gli investitori con un profilo di rischio opportunistic ricorrono a livelli di indebitamento molto elevati (70% LTV) ed investono seguendo strategie di trading e di sviluppo immobiliare, spesso in mercati depressi o emergenti, o in location secondarie: l'IRR obiettivo per tali investimenti è oltre il 20%.

Il business plan si presta ad essere uno strumento fondamentale di supporto alla decisione di investimento in quanto consente di verificare la fattibilità di convenienza economica attraverso l'utilizzo congiunto degli indicatori principali, tra i quali l'IRR e l'NPV.

Analisi di sensitività

Condurre un'analisi di sensitività dei risultati al variare dei dati di input (es. canoni di locazione, prezzi di vendita, tempistica di vendita, numero di unità da realizzare, ecc) è di notevole rilevanza per un investitore, in quanto gli consente di individuare e percorrere la strategia che sia in grado di massimizzare il rendimento dell'operazione.

Esempio:

Analisi di sensitività					
Canone di locazione (€/mq/a)	100	150	180	190	200
IRR	1,20%	7,90%	11,50%	12,40%	13,50%
NPV	- 7.500.000 €	1.800.000 €	7.400.000 €	9.200.000 €	11.000.000 €

Capitolo 3. Asset class emergenti e prospettive future.

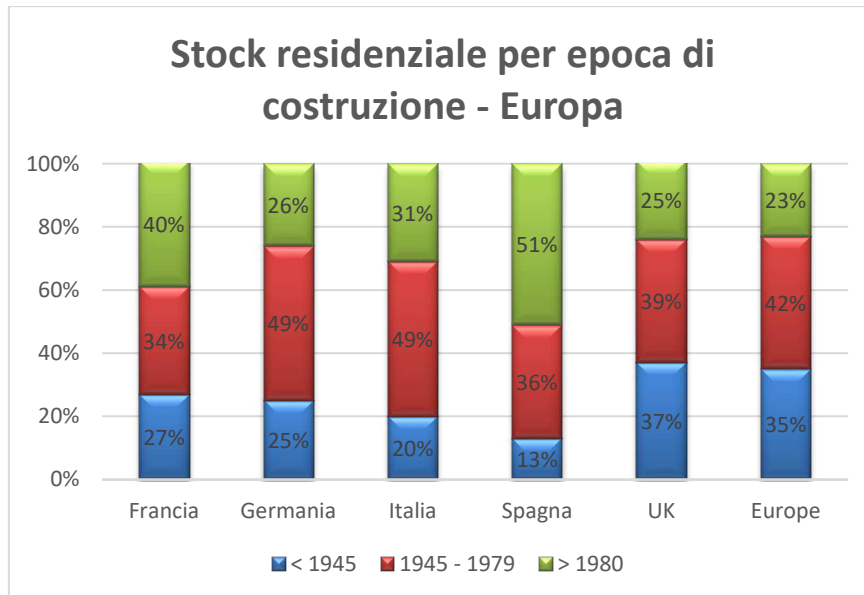
3.1 Le nuove formule dell'abitare nel contesto socio-economico.

A livello globale si registrano specifiche tendenze che stanno gradualmente influenzando le esigenze e le abitudini abitative delle persone, guidano l'evoluzione ed un contestuale ripensamento degli spazi abitativi e dell'offerta del mercato immobiliare.

Identificare e comprendere tali fattori potrebbe essere determinante per affrontare e gestire nuove soluzioni di business in grado di rispondere ai futuri scenari sociali.

Un fattore chiave che influenza i valori e la domanda di immobili residenziali è la salute generale dell'economia: la decisione di acquistare una casa è infatti influenzata dalla combinazione di PIL, livello di reddito e tassi di interesse. Oggi l'Italia sta affrontando una stagnazione dei salari ed una crescita contenuta, inasprando le criticità legate all'accessibilità del mercato immobiliare residenziale con il conseguente incremento dell'interesse per soluzioni in affitto. I cambiamenti demografici degli ultimi decenni hanno avuto un impatto sulla composizione delle famiglie e sulla dimensione della popolazione per fasce di età. L'Italia si caratterizza per una popolazione significativamente più vecchia rispetto alla media europea (l'età media è di 45,9 anni contro la media UE di 42,8). Anche la composizione delle famiglie ne risente: le famiglie di persone sole, in costante aumento, sono un terzo del totale (33,3%) mentre le coppie con figli, un tempo la tipologia familiare più numerosa, sono il 33% del totale. Si stima che il processo di urbanizzazione possa incrementare significativamente la popolazione urbana mondiale entro il 2050 (+2,5 miliardi), influenzando la domanda abitativa e la conseguente saturazione dello stock edilizio, con la concentrazione della popolazione nelle città e nelle principali aree urbane, la flessibilità abitativa diventa un tema significativo nelle trasformazioni della vita quotidiana. In un mondo globalizzato guidato dalle occasioni, dalla fluidità e dalla transitorietà, la mobilità e la flessibilità sono percepite come grandi opportunità dalle nuove generazioni. I servizi di condivisione diventano un nuovo dogma e le soluzioni sostenibili sia in chiave ambientale che in chiave economica saranno fattori determinanti della futura domanda abitativa. Un altro tema fondamentale è la rivoluzione digitale che stiamo attraversando. La digitalizzazione sta caratterizzando le dimensioni della vita quotidiana, diffondendo soluzioni innovative ed intelligenti: i processi, le comunicazioni, i trasporti e gli scambi di informazioni sono fortemente impattati dalla continua evoluzione in ambito digitale. Allo stesso modo, gli investimenti nelle tecnologie smart-home stanno catturando sempre più l'attenzione dei consumatori che iniziano a percepire la domotica come un normale oggetto domestico piuttosto che come un semplice servizio. Il mercato residenziale italiano presenta oggi alcune specifiche caratteristiche che lo distinguono dagli altri paesi europei e che potrebbero rappresentare in questa fase di profondo cambiamento una grande opportunità per gli operatori interessati ad entrare all'interno del settore dell'alternative living in qualità di «first mover».

Lo stock residenziale italiano è uno dei più datati a livello europeo: il 20% del totale è stato costruito prima del 1945 e solo il 31% dopo il 1981. In aggiunta, si stima che la maggior parte dello stesso sia caratterizzato da unità abitative prive di soluzioni costruttive e tecnologicamente sostenibili.



Fonte: Dati Ufficio Studi Gabetti

Lo stock residenziale italiano è caratterizzato da unità di grandi dimensioni con due o più camere da letto, eccessive per poter rispondere efficacemente alle mutate necessità dei nuclei familiari moderni, spesso composti da un solo individuo con potere di spesa limitato, da giovani coppie o anziani. La futura domanda abitativa sarà sempre più focalizzata su soluzioni intelligenti che consentano di ridurre i costi attraverso la condivisione di spazi e servizi. Le moderne esigenze abitative richiedono oggi un rinnovamento dello stock residenziale esistente: il gap rispetto ai nuovi modelli abitativi potrebbe comportare ulteriori ribassi nei prezzi delle abitazioni più datate ed inefficienti delineando opportunità per investitori e sviluppatori immobiliari intenzionati a sfruttare tale gap in condizioni di acquisto favorevoli. Possiamo indicare come formule alternative del living da investimento le seguenti:

- Student housing
- Micro-living
- Co-living
- PRS³⁷
- Short rent
- Senior living

³⁷ Dall'inglese "Private rented sector" sistema ormai avviato nel mondo anglosassone ma sostanzialmente assente nel nostro Paese, dove ad affittare sono i privati proprietari di case.

	DESTINATARI	LOCATION	ELEMENTI CHIAVE
STUDENT HOUSING	Studenti	Città con università rinomate. Locations vicine a poli universitari ed accessibili	Camere (o letti) in affitto in strutture condivise con spazi e servizi comuni
MICRO-LIVING	Giovani professionisti, single, lavoratori flessibili	Città principali, locations vicine a servizi o uffici e ben connesse	Appartamenti più piccoli delle residenze tradizionali per singoli occupanti ma con design sofisticato. Caratteristiche principali: condivisione di spazi di svago e servizi
CO-LIVING	25 – 34 anni	Città principali	Affitto di una camera privata e condivisione degli spazi comuni e dei servizi
PRS	Giovani professionisti, coppie, famiglie, single	Città principali e secondarie	Residenze in affitto, solitamente di proprietà di investitori istituzionali, che offrono affitti a lungo termine e servizi professionali di gestione degli appartamenti
SHORT RENT	Professionisti (alto potere d'acquisto e tempo limitato)	Città principali	Appartamenti gestiti da operatori professionali che offrono differenti servizi come concierge, ristorazione, pulizie, strutture per il tempo libero, ecc.
SENIOR LIVING	Over 65 (single o coppie)	Città principali e secondarie	Appartamenti indipendenti con spazi comuni e servizi. Per individui che non necessitano di assistenza medica 24/24h.

Student Housing

Le residenze universitarie per studenti si qualificano come una forma di abitare alternativa che va ad alimentare il segmento del living. Nel corso dell'ultimo biennio il mercato PBSA (Purpose built student accommodation) è rimasto uno dei principali target degli investitori attivi nel segmento residenziale, in ragione delle performance registrate a livello di immatricolazioni e dell'elevato gap esistente tra domanda di alloggi ed offerta presente. La quasi totalità degli investimenti ha riguardato operazioni di sviluppo e di forward purchase/forward funding nelle principali città universitarie italiane. L'attrattività del settore è inoltre confermata dalle opportunità promosse dal PNRR³⁸ e dallo stanziamento pari a ca. € 1Mld di finanziamenti per la realizzazione di nuovi alloggi per studenti (100k nuovi posti letto entro il 2026). Le nuove tendenze dello Student Housing si sviluppano attorno all'offerta di servizi comuni gestiti da operatori professionali ed ispirati alla condivisione ed alla collaborazione. Di seguito alcuni elementi caratterizzanti la moderna offerta di residenze universitarie:

- Localizzazione
- Dimensioni
- Tipologia

Per quanto riguarda le tipologie contrattuali la durata è compresa tra i sei mesi ed i tre anni. Decorso detto termine il contratto si intende rinnovato automaticamente per un periodo di altri due anni, salvo disdetta del conduttore. Le parti possono determinare il canone a condizione che non superi il limite massimo stabilito in appositi accordi territoriali sulla base di fasce di appartenenza. Tali contratti possono essere sottoscritti dal singolo studente, da gruppi di studenti universitari o da aziende per il diritto allo studio. Tale tipologia di accordo tra le parti è rivolta a studenti universitari o a studenti che seguono corsi di perfezionamento o di aggiornamento a livello universitario in un comune diverso da quello di residenza. Per essere valido, il contratto deve essere stipulato utilizzando l'apposito modello ministeriale predefinito. L'offerta complessiva di posti letto per studenti in Italia è di ca. 67.500 unità. I posti letto pubblici sono i più numerosi, soprattutto quelli forniti dal DSU (Diritto allo Studio Universitario) che copre il 72% del totale. Negli ultimi anni si è registrata una forte crescita del numero degli alloggi privati con una quota del mercato che oggi copre ca. il 22% del totale. Circa la metà dell'offerta risulta concentrata nelle città di Milano, Torino, Roma, Bologna e Firenze con una pipeline prevista entro il 2026 pari a ca. 24.000 nuovi posti letto. Milano è la città più dinamica, intesa sia per quanto riguarda lo stock totale (11.800 posti letto) sia per il numero di progetti in corso di realizzazione (24 in totale per ca. 10.600 posti letto). Bologna, al contrario, è la città con la più alta densità di PBSA, che rappresenta il 57% dell'offerta di posti letto.

³⁸ Il Piano nazionale di ripresa e resilienza, o PNRR è il piano approvato nel 2021 dall'Italia per rilanciarne l'economia dopo la pandemia di COVID-19, al fine di permettere lo sviluppo verde e digitale del Paese.

Micro-living

In risposta alle nuove esigenze della domanda «urbana», le recenti tendenze delineano l'affermarsi di tipologie abitative autonome e indipendenti che hanno come matrice comune unità di dimensioni ridotte. All'interno di questo contesto, il Micro-Living rappresenta un settore in forte crescita, riuscendo a fornire una concreta risposta alla crescente domanda di unità abitative in locazione in location primarie, a canoni sostenibili e dotate di numerosi comfort. I destinatari target sono dottorandi, giovani professionisti e lavoratori flessibili che necessitano di soggiornare in un determinato luogo per un arco temporale troppo lungo per una formula ricettiva e troppo breve per la locazione tradizionale. Le iniziative Micro-Living sono posizionate in contesti urbani ad elevata accessibilità e prevedono un numero di unità tipicamente compreso tra 100 e 300 in funzione dello specifico mercato di inserimento. Le unità abitative, caratterizzate da un dimensionamento ridotto (20-25 mq per gli studi, 40-50 mq per i tagli dimensionali maggiori) e da un arredamento funzionale, sono corredate da spazi destinati a servizi comuni e da un'elevata dotazione tecnologica. L'offerta viene gestita da operatori professionali attraverso formule all-inclusive (utenze, internet, manutenzione) e servizi on-demand attivabili tramite applicazioni o piattaforme digitali appositamente sviluppate. Le tariffe mensili variano tra 550 e 700 €/mese ma possono superare anche i 1.000 €/mese in funzione della posizione, della dimensione dell'unità e della tipologia di servizi opzionati. Le durate contrattuali variano dalle 4 alle 52 settimane con una permanenza media pari a 6 mesi.

Co-living

Il Co-Living è un settore emergente che è stato in grado di sviluppare negli ultimi anni un crescente interesse da parte di investitori, operatori ed utilizzatori. È un nuovo modello dell'abitare basato sul presupposto della condivisione di servizi ed ambienti arredati ed appositamente progettati per godere di uno spazio privato, la camera, ed allo stesso tempo interagire con gli altri coinquilini. Mentre in Europa il Co-Living risulta fortemente consolidato, in Italia tale specifica asset class presenta ancora forti prospettive di crescita. I destinatari target sono i giovani professionisti ma, più in generale, si pone l'obiettivo di attrarre la popolazione compresa nella fascia di età tra i 25 ed i 34 anni. Strutture progettate, realizzate o convertite per rispondere alle specifiche esigenze della domanda target attraverso formule all-inclusive (utenze, pulizie e manutenzione) gestite da operatori professionali. Il target di riferimento sono giovani professionisti al di sotto dei 35 anni, i cd. «nomadi in viaggio» che non hanno una residenza fissa e la propria attività la gestiscono attraverso App e connessioni da remoto e Re-starter, ovvero persone con una fascia di età compresa tra 40 e 50 anni che stanno ripartendo con una nuova fase della loro vita.

PRS

Il PRS o "Private Rented Sector" è oggi una delle asset class più interessanti nel panorama del Real Estate a livello internazionale, con grande potenzialità di crescita anche in Italia.

Riflette, infatti, le necessità di ampie porzioni di popolazione che si rivolgono al mercato delle abitazioni in locazione. In aggiunta al fabbisogno sociale, sta inoltre emergendo una domanda legata alle nuove generazioni che guardano all'affitto con crescente interesse, non solo per ragioni economiche, ma perché più vicine ad un'idea di abitazione come bene di consumo, in una logica di grande flessibilità. I destinatari target sono giovani professionisti, coppie e famiglie che necessitano di soluzioni moderne per periodo medio-lunghi. Le iniziative PRS si posizionano in contesti urbani primari o secondari, purché caratterizzati da una buona accessibilità alla rete del trasporto pubblico locale, ed in prossimità di servizi essenziali. Si caratterizzano per la fruizione di servizi abitativi a supporto dell'alloggio all'interno di soluzioni che comprendono servizi simili al settore ricettivo e servizi alla persona innovativi per il contesto condominiale (concierge, babysitter, lavanderia, locker, bike sharing, ecc.). Le strutture sono progettate, realizzate o convertite da investitori istituzionali e/o società immobiliari per rispondere alle specifiche esigenze della domanda target attraverso contratti di locazione di lungo termine gestiti da operatori professionali.

Short Rent

I Serviced Apartments rappresentano oggi un nuovo concetto di ospitalità fondato sull'offerta di appartamenti arredati concessi in locazione per periodi di breve ma anche di medio termine e sull'erogazione di servizi assimilabili a quelli tipicamente offerti in ambito turistico-ricettivo. Tale residenzialità alternativa, rivolta inizialmente a turisti interessati a soggiorni di breve durata, si rivolge oggi ad un bacino di utenza considerevolmente più ampio e composto principalmente da lavoratori e professionisti, dotati di un elevato potere di acquisto, che desiderano poter godere di servizi e comfort tipici di una struttura alberghiera pur beneficiando delle ampiezze dimensionali, della privacy e delle comodità di un alloggio privato. La tipologia contrattuale Short Rent prevede una locazione temporanea di durata inferiore rispetto all'affitto tradizionale (<18 mesi), composto da due principali sottocategorie: (i) affitto turistico (<=30 giorni) e (ii) affitto transitorio (<18 mesi). L'offerta abitativa di appartamenti serviti, comunemente identificata nelle strutture cd. «residence» nel mercato ricettivo, si compone di immobili e complessi che offrono unità abitative arredate composte da una o più stanze e dotate di cucina. Si evidenzia come in Italia, tuttavia, tale categoria sia destinata a diventare meno rilevante in quanto solitamente caratterizzata da strutture obsolete ed in cattivo stato manutentivo e da modelli di gestione che prevedono limitati servizi aggiuntivi. I trend oggi riscontrati sul mercato, in risposta ad una crescente domanda derivante dal segmento business, evidenziano un incremento dell'offerta caratterizzata da serviced apartments moderni e gestiti professionalmente da operatori specializzati nell'erogazione di servizi ad personam in complessi immobiliari, spesso oggetto di iniziative BTR (build to rent), in cui trovano spazio aree comuni al servizio della clientela.

Senior living

Il Senior Living si propone come una nuova tipologia abitativa rivolta ad anziani autosufficienti (over 65) caratterizzati da una buona capacità di spesa - attraverso un sistema di alloggi indipendenti organizzati attorno ad una serie di servizi comuni funzionali a coniugare esigenze di indipendenza della persona e di socialità e prima assistenza. L'Italia mostra oggi ampie prospettive di crescita, legate a dinamiche demografiche, nello sviluppo dell'offerta di soluzioni abitative in linea con le esigenze della popolazione anziana: si stima che la popolazione over 65 possa raggiungere i 19,7 milioni di abitanti nel 2045. Il crescente interesse di investitori in questo specifico segmento di mercato risulta riconducibile, in aggiunta, ad alcune caratteristiche proprie della cd. «Silver Economy»: consumo pro-capite medio annuo più elevato (€15,7k contro €12,5k degli under 35), maggiore solidità finanziaria (reddito medio pari a €20k a fronte di €16k degli under 35).

3.2 La sostenibilità ed i fattori ESG (Environmental, Social and Governance)

La sostenibilità oggi si contestualizza nel rispetto di tre criteri: ambientale, sociale ed economica. Nello specifico, in particolare nella logistica, tale elemento sta rappresentando una delle principali linee guida di tutti i nuovi sviluppi. Occorre fare una disamina del concetto di sostenibilità legato a 3 principali categorie di soggetti legati a questo settore.



Investor

Investire in asset logistici sostenibili a 360 gradi rappresenta una scelta allo stesso tempo etica ed economica: all'interno del mercato odierno i magazzini che rispettano standard ESG hanno un maggiore appeal sul mercato e possono essere affittati a canoni maggiori e venduti a valori superiori rispetto a magazzini di pari metratura e location ma non ESG.

Contractor

Nella progettazione e costruzione degli immobili diventano decisivi:

- risparmio di materiale, acqua ed energia;
- impiego di energie rinnovabili;
- uso di materiali da costruzione con un elevato tasso di riciclo;

- rispetto degli equilibri idrogeologici e degli ecosistemi naturali del territorio;
- coesione con la comunità ed ascolto dei bisogni di quest'ultima.

Operatori

Lato utilizzatori, la sostenibilità si concretizza principalmente in:

- riduzione delle emissioni CO₂;
- soluzioni di trasporto più sostenibili che riducano le emissioni di anidride carbonica;
- gestione efficiente delle risorse: efficienza nel consumo di energia ed ottimizzazione delle risorse;
- promozione dell'economia circolare: riduzione scarti e riutilizzo dei materiali di Imballaggio.

Attualmente le principali e più utilizzate certificazioni ESG sono due:

- Breeam
- Leed

BREEAM³⁹ è un sistema volontario di valutazione della sostenibilità degli edifici istituito nel Regno Unito per valutare le prestazioni ambientali degli edifici. Breeam valuta le prestazioni degli edifici rispetto a numerosi requisiti ambientali proponendo valutazioni diverse: Pass, Good, Very good, Excellent ed Outstanding. Il sistema di valutazione Breeam prevede un'ampia gamma di criteri di valutazione nell'ambito delle prestazioni di un edificio. Tali criteri includono: Uso dell'energia e dell'acqua, Ambiente interno (salute e benessere), Inquinamento, Trasporti, Materiali, Rifiuti, Ecologia e Processi di gestione. Se un edificio è conforme al sistema Breeam di valutazione della sostenibilità è più economico nella gestione rispetto a quelli non certificati.

LEED⁴⁰ (Leadership in Energy and Environmental Design) è un programma di certificazione volontario che può essere applicato a qualsiasi tipo di edificio (sia commerciale che residenziale) e concerne tutto il ciclo di vita dell'edificio stesso, dalla progettazione alla costruzione. Leed promuove un approccio orientato alla sostenibilità, riconoscendo le prestazioni degli edifici in settori chiave, quali il risparmio energetico ed idrico, la riduzione delle emissioni di CO₂, il miglioramento della qualità ecologica degli interni, i materiali e le risorse impiegati, il progetto e la scelta del sito. Sviluppato dalla U.S. Green Building Council (USGBC), il sistema si basa sull'attribuzione di 'crediti' per ciascun requisito. La somma dei crediti costituisce i 4 livelli di certificazione: Certificato, Argento, Oro e Platino.

³⁹ L'acronimo BREEAM sta per "Building Research Establishment Environmental Assessment Method".

⁴⁰ L'acronimo LEED sta per "Leadership in Energy and Environmental Design".

La certificazione LEED va velocemente affermandosi come nuovo standard mondiale per le costruzioni eco-compatibili (viene oggi applicato in 40 paesi diversi).

Sempre più imprese stanno integrando l'aspetto della sostenibilità ai propri modelli di business. Tale aspetto comporta l'implementazione di soluzioni di trasporto eco-compatibili e sviluppo di processi più sostenibili, riducendo l'impatto negativo sull'ambiente.

Le principali linee guida operative cui le banche si appoggiano per definire le proprie regole per analizzare i beni immobili a garanzia dei crediti sono contenute nei documenti redatti dall'EBA (European Banking Authority), da Banca d'Italia e dall'ABI.

L'EBA in particolare sostiene che gli istituti di credito dovrebbero tenere conto dei fattori ESG che influenzano il valore della garanzia reale, come ad esempio l'efficienza energetica degli edifici. I principali standard di riferimento IVS e RICS aggiornati hanno inserito espliciti richiami agli indicatori ESG e alla loro conoscenza in ambito valutativo.

Gli standard internazionali indicano che queste tematiche saranno importanti in futuro e gli investitori e i valutatori ne dovranno tenere conto nelle loro analisi; i concetti ESG sono molto estesi e non omogenei, possono differire da Paese a Paese sulla base di diversi fattori (climatici, sociali, economici e culturali).

Una buona risposta alle migliori prassi ESG sarà una condizione indispensabile per garantire il mantenimento del valore di mercato nel tempo di un immobile o di una specifica asset class. La capacità di un bene di adattarsi alle attuali ma anche future esigenze della domanda, è molto probabilmente la qualità che diventerà determinante in questo mercato molto volubile. L'efficientamento energetico degli edifici, attraverso la ristrutturazione degli stabili meno performanti, rappresenta uno degli strumenti più efficienti per ridurre le emissioni nocive da idrocarburi.

Nel nostro Paese, il Piano nazionale integrato per l'energia e il clima (meglio conosciuto come "PNIEC") in attuazione di quanto stabilito nella Componente 3 della Missione 2 del PNRR, "*Efficienza energetica e riqualificazione degli edifici*", si pone obiettivi ambiziosi proprio in termini di riqualificazione edilizia, al fine di contenere le dispersioni di calore, ridurre i consumi ed ottimizzare l'uso delle fonti rinnovabili.

Nell'ambito delle iniziative che compongono la Missione 2, oltre alla riduzione dei consumi, da cui consegue l'abbattimento delle emissioni di CO₂, sono rilevanti anche le misure per contenere il rischio sismico (che nel nostro Paese è particolarmente elevato) e migliorare le condizioni dei centri abitati, contrastando, in maniera incidente, la povertà energetica.

In quest'ottica, la citata Componente 3, si pone alcuni obiettivi specifici:

- attuazione di un programma per migliorare l'efficienza e la sicurezza del patrimonio edilizio pubblico, con interventi mirati, riguardanti in particolare scuole e cittadelle giudiziarie;
- introdurre un incentivo temporaneo per la riqualificazione energetica e l'adeguamento antisismico del patrimonio immobiliare privato e per l'edilizia sociale, attraverso detrazioni fiscali per i costi sostenuti per gli interventi;
- sviluppare sistemi di teleriscaldamento efficienti e performanti.

Nell'ottica di riqualificazione energetica con finalità di risparmio energetico ben si inserisce la Direttiva *casa green*, più correttamente Direttiva “*Energy Performance of Buildings Directive*”, approvata nella seduta plenaria del Parlamento Europeo del 12 marzo, che tanto spazio ha dedicato alla ristrutturazione, a fini energetici, del patrimonio edilizio italiano. Di seguito, le misure adottate in attuazione dei dettami provenienti dalle politiche energetiche di matrice europeista, che trovano la loro origine nel più ampio programma denominato “Fit For 55”. Si tratta di quel pacchetto di riforme che è stato adottato dalla Commissione europea nel 2021 e che fa parte, a sua volta, del piano europeo del “Green Deal”, che impone il raggiungimento della neutralità energetica sul territorio europeo entro il 2050:

- per gli edifici di nuova costruzione, si prevede che dal 2030 tutti gli edifici privati a carattere residenziale siano obbligatoriamente costruiti a emissioni zero;
- per gli edifici pubblici il medesimo obbligo scatterà già dal 2028.
- per gli edifici, invece, già esistenti, che abbiano natura residenziale, viene fissato l'obiettivo di ristrutturarne il 15%; tuttavia, ed è questa la modifica più rilevante, detta percentuale dovrà essere parametrata, non alla classe energetica del singolo edificio sul quale si interviene, ma alle medie di riferimento per ciascuno Stato membro e sul suo intero patrimonio edilizio.

Sussiste, inoltre, un vincolo ulteriore, in quanto la maggior parte delle ristrutturazioni dovrà avere ad oggetto esclusivamente il 43% del totale degli immobili meno performanti, al fine di evitare il ricorso indiscriminato, e non mirato, alla ristrutturazione degli immobili nuovi, già in buono stato manutentivo.

Infine, due ultime prescrizioni degne di nota:

- i consumi di energia degli edifici residenziali dovranno ridursi del 16% entro il 2030 e del 20-22% entro il 2035;
- il 16% degli edifici non residenziali con le peggiori prestazioni dovrà essere ristrutturato entro il 2030 e il 25% entro il 2035.

In ogni caso, infine, entro il 2050 l'intero patrimonio edilizio esistente dovrà essere a emissioni zero.

3.3 Crowdfunding immobiliare: accenni al nuovo trend

Il crowdfunding⁴¹ indica un metodo innovativo di finanziamento attraverso il quale uno o più soggetti propongono ad una massa indefinita di investitori di finanziare, attraverso contribuzioni in denaro effettuate tramite appositi portali online, progetti di varia natura.

Negli ultimi anni, questo modello si è affermato sempre di più come strumento utile al finanziamento non solo di attività produttive avanti carattere innovativo, ma anche di progetti di utilità sociale; la rapida diffusione di tale modello non è stata tuttavia accompagnata dall'introduzione di una organica disciplina civilistica né fiscale.

Facendo riferimento alle modalità di finanziamento è possibile distinguere le seguenti tipologie di crowdfunding:

- Crowdfunding, il cui finanziamento viene effettuato a titolo di investimento con una remunerazione che può avvenire con la sottoscrizione di un capitale di rischio (equity) o di un prestito (lending);
- Reward-based, modello che permette di finanziare un progetto in cambio di una ricompensa, in genere non monetaria, commisurata al contributo versato;
- Donation-based, modello che si offre come strumento per il finanziamento di progetti solidali, sociali o culturali senza pretesa creditoria corrispondente;
- Royalty-based, in cui l'investitore finanzia un determinato progetto ricevendone in cambio parte dei profitti o dei ricavi derivanti dall'investimento.

Anche applicato al Real Estate, il crowdfunding costituisce ad oggi una innovativa modalità di finanziamento. In particolare, nel settore immobiliare i due principali modelli di investimento risultano il crowdfunding equity ed il crowdfunding lending, nel solco delle strutture dell'investimento di capitale o di mutuo.

Il *lending-based crowdfunding* (anche chiamato peer-to-peer lending o social lending) prevede il prestito di denaro ai promotori di un progetto attraverso la sottoscrizione di un contratto di mutuo.

L'*equity crowdfunding* consente ai promotori di un progetto di raccogliere capitale di rischio; in questo caso gli investitori non fanno un prestito ma versano una somma per acquistare una quota del capitale dell'impresa diventando soci a tutti gli effetti e accettando, di conseguenza, il rischio di perdere l'intera somma investita in caso di fallimento del progetto.

Le piattaforme di crowdfunding possono essere utili a due categorie di soggetti: da un lato ci sono i promotori di un progetto che cercano fondi per avviarlo o portarlo avanti, dall'altro gli

⁴¹ Sembra che la parola crowdfunding sia stata inventata da un blogger americano nel 2006 (anche se le origini del fenomeno sono molto più datate). Il termine è composto dalle parole crowd, che indica una grande quantità di persone che hanno qualcosa in comune o che si trovano riunite nello stesso luogo, e funding, che significa raccolta di denaro per un particolare scopo. Crowdfunding, quindi, è un termine che sintetizza bene l'attività a cui fa riferimento, ovvero il sostegno di un progetto da parte di tante persone disposte a finanziarlo come forma di investimento o semplicemente perché credono nel suo valore sociale. Fonte: <http://www.bancaditalia.it>

investitori che vogliono far fruttare i propri risparmi investendoli in progetti generalmente caratterizzati da rischi e rendimenti elevati. Esattamente come in un mercato, sulle piattaforme online si incontrano la domanda e l'offerta di fondi.

Sul fronte dei promotori, il crowdfunding offre l'opportunità di raccogliere fondi a individui o aziende che possono avere difficoltà nell'accesso ai canali di finanziamento tradizionali a causa, per esempio, del carattere molto innovativo dei progetti. In particolare, le piattaforme di equity crowdfunding sono utilizzate soprattutto da società di nuova costituzione e da piccole e medie imprese con una forte propensione all'innovazione tecnologica (le cosiddette start-up e PMI innovative).

Alcune piattaforme di crowdfunding sono specializzate nel finanziamento di particolari settori di attività economica. Per il settore immobiliare, in cui l'utilizzo del crowdfunding sta raggiungendo volumi elevati, si parla spesso di Real Estate crowdfunding, includendo in questo termine sia le piattaforme di equity sia quelle lending-based.

Le cautele riguardano soprattutto chi si avvicina al crowdfunding per investire i propri risparmi: a fronte di rendimenti piuttosto elevati, i rischi di questo strumento finanziario sono generalmente molto più alti rispetto a investimenti tradizionali (obbligazioni, azioni, fondi di investimento, etc.). I progetti proposti sulle piattaforme, infatti, fanno spesso capo a società giovani e innovative che sono difficili da valutare in assenza di informazioni sui risultati economici ottenuti in passato o sulla specifica attività svolta. Di conseguenza la scelta degli investitori poggia in buona parte su fattori emotivi che possono indurli a sottovalutare i rischi a cui vanno incontro.

Per questo, occorre tenere presente che i servizi di crowdfunding non rientrano nel sistema di garanzia dei depositi e i valori mobiliari o gli strumenti ammessi a fini di crowdfunding acquisiti attraverso la piattaforma non rientrano nel sistema di indennizzo degli investitori. Pertanto, l'investitore deve sempre tenere presente il rischio di perdere la totalità del denaro investito.

I rischi di perdere i propri risparmi sono elevati soprattutto per gli investimenti in equity-crowdfunding con cui gli investitori diventano veri e propri soci dei promotori del progetto. Anche in caso di successo dell'iniziativa non è detto che la società decida di distribuire dividendi e la vendita delle quote di partecipazione - nel caso in cui si volessero recuperare i soldi investiti - potrebbe risultare molto difficile in assenza di un mercato in cui trovare possibili acquirenti. È quindi opportuno che un piccolo risparmiatore non investa in questo strumento più di quanto non sia disposto a perdere.

Nel lending-based crowdfunding, i risparmiatori devono prestare molta attenzione alla rischiosità dei progetti finanziati (ovvero alla probabilità che i soggetti che propongono il progetto risultino insolventi); va anche ricordato che la stima di questo rischio è fatta dagli stessi gestori delle piattaforme in base a modelli che potrebbero non essere affidabili e che non sono validati da nessuna autorità di vigilanza. Alcune piattaforme, inoltre, non consentono di selezionare singoli progetti da finanziare (e quindi i soggetti a cui vengono prestati i fondi). In questi casi, l'abbinamento tra la domanda e l'offerta di credito si basa su un meccanismo automatico che tiene conto da un lato delle preferenze dei risparmiatori

(propensione al rischio, tipo di iniziative, durata del finanziamento, etc.) e, dall'altro, delle caratteristiche dei progetti.

Un ulteriore elemento di attenzione, vista la crescente diffusione di servizi finanziari online, riguarda l'identificazione di chi gestisce le piattaforme di crowdfunding e di chi propone l'investimento. Per ridurre il rischio di imbattersi in truffe o iniziative illecite è preferibile utilizzare piattaforme molto conosciute e investire i propri risparmi in progetti per i quali si è in grado di verificare chiaramente l'identità dei promotori (e gli eventuali recapiti forniti).

Dal punto di vista dell'investitore, le piattaforme di crowdfunding generalmente non prevedono costi legati all'iscrizione o alle singole transazioni. Per i prestiti concessi tramite le piattaforme di lending-based crowdfunding, l'investitore trova direttamente nella piattaforma l'informazione sul rendimento (al netto o al lordo della tassazione) offerto dal proponente del progetto insieme alla durata del prestito e alla stima del rischio di credito effettuata dal gestore della piattaforma.

Chi si finanzia tramite crowdfunding, sopporta costi diretti (ad esempio i tassi di interesse per le piattaforme lending-based) generalmente più alti rispetto a quelli che, in media, si osservano per i canali di finanziamento tradizionali. Inoltre, sono quasi sempre previste spese di avvio del finanziamento e costi legati alla gestione dei flussi di cassa.

È sempre importante, sia per chi richiede i fondi sia per chi li investe, leggere con attenzione la documentazione informativa messa a disposizione sulla piattaforma e il contratto che viene stipulato.

Con riferimento al crowdfunding, l'ultimo tassello di un percorso decennale di riforme in Italia è la nuova disciplina introdotta con il decreto legislativo 30 del 10/03/2023 ed entrata in vigore l'08/04/2023, che dà attuazione al Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese (sono escluse le piattaforme specializzate nel finanziamento di individui e nel donation/reward crowdfunding).

Il regolamento prevede una disciplina comune per tutti i gestori delle piattaforme sia di lending-based che di investment-based crowdfunding e stabilisce requisiti uniformi per la prestazione dei servizi, l'organizzazione, l'autorizzazione e la vigilanza dei fornitori, il funzionamento delle piattaforme, la trasparenza e le comunicazioni di marketing. Sulla base delle nuove norme tutti i gestori delle piattaforme rientranti nel perimetro del regolamento saranno autorizzati e vigilati da autorità nazionali competenti e i livelli di tutela saranno innalzati soprattutto a favore degli investitori "non sofisticati".

In particolare, la nuova normativa europea individua la Consob e la Banca d'Italia come Autorità nazionali competenti: la prima con competenze in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti; la seconda per il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari.

Per gli investitori una importante novità riguarda il KIIS: Key Investment Information Sheet. Si tratta di una informativa redatta dall'emittente per ciascuna campagna di raccolta o dalla piattaforma, sui rischi finanziari, i costi e i criteri di selezione dei progetti.

È previsto un regime transitorio fino al 10/11/2023 relativo ai gestori di portali di crowdfunding già operativi. Questi, se intendono proseguire l'attività, dovranno essere autorizzati ai sensi del nuovo framework.

A livello mondiale il settore vanta una raccolta cumulata pari a 45,2 miliardi di euro, in forte crescita rispetto ai 36 miliardi del 2022⁴².

Le piattaforme di crowdfunding attive sono 146, di cui 79 nell'Unione Europea, 24 negli Stati Uniti e 43 nel resto del mondo. A loro volta, queste si suddividono tra le 39 piattaforme che operano nell'equity, le 91 che, invece, offrono soluzioni lending, e le 15 piattaforme che offrono opportunità di investimento ibride (ad esempio, il cosiddetto debito mezzanino, una forma di debito subordinato rispetto ad altri prestiti come quelli bancari, a metà strada tra debito ed equity). Di una non è stato possibile capire il modello.

Anche il crowdfunding immobiliare presenta i suoi rischi, seppur calmierati dall'impiego di risorse economiche inferiori rispetto all'acquisto di un immobile, oltre che condivisi con altri investitori.

1. Rischi di default dell'emittente

Tra i primi rischi da valutare troviamo il seguente. La società immobiliare proponente il progetto, e detentrica della responsabilità sull'esecuzione dei lavori, potrebbe fallire ed essere insolvente nei confronti dei suoi creditori, compresi gli investitori.

Il fallimento può avere molte cause originarie, tra cui ostacoli legali intercorsi durante i lavori di ristrutturazione o costruzione, costi di realizzazione notevolmente superiori a quelli previsti in fase di progettazione.

Anche improvvise condizioni economiche avverse (endogene ed esogene) possono condurre al default dell'emittente.

2. Rischi di liquidità

Se durante la fase di realizzazione dei lavori i costi dei materiali dovessero aumentare, di fatto si verrebbe a creare una condizione di stress alla liquidità disponibile in capo all'impresa realizzatrice.

Non solo, eventuali passività accumulate durante l'intera vita del progetto potrebbero mettere in difficoltà l'impresa proponente, con un aggravamento della situazione nel caso in cui si dovesse verificare una fase di svalutazione nel mercato immobiliare.

3. Rischi di valutazione immobiliare

Una non corretta valutazione dell'immobile potrebbe comportare una sua sopravvalutazione rispetto al valore di fatto attribuito dai potenziali compratori.

Per evitare tale condizione e altre, il rischio di valutazione immobiliare deve essere inglobato nel progetto sin dalla sua pianificazione e richiede una analisi basata su una metodologia economico-finanziaria, che non può escludere l'incertezza. Incertezza dovuta all'improvvisa variazione al rialzo dei tassi di interesse sul costo del denaro, all'inflazione, al mercato geografico e alla tipologia di immobile (commerciale, residenziale, industriale).

⁴² Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/>

3.4 Andamento futuro del mercato: nuovi strumenti di ricerca immobiliare e conclusioni

Il mercato delle locazioni «corporate» è principalmente legato ai viaggi business per riunioni d'affari, congressi, fiere ed eventi. Tra i fattori che hanno influenzato questo segmento in Italia, dal 2008, si segnalano la crescita dei voli low cost e lo sviluppo dell'Alta Velocità.

L'attenzione al low cost, in particolare, ha rivoluzionato il mercato del trasporto aereo con l'ingresso di numerose compagnie aeree (es. Ryanair, Easyjet, ecc...) che hanno conquistato fette sempre maggiori del mercato.

L'Alta Velocità, per suo conto, ha rivoluzionato il modo di spostarsi degli italiani. Dal suo ingresso, infatti, sull'Alta Velocità italiana hanno viaggiato circa 350 mln di viaggiatori. Ciò ha inciso fortemente anche sul turismo. Si stima che dal 2008 al 2018 i viaggiatori siano aumentati di quattro volte (passando da 1,8 mln a più di 7,3 mln). Anche i turisti internazionali hanno registrato un forte incremento (+19% con 8mln ca. di biglietti venduti sulle piattaforme online estere).

Fino al 2019, sul totale dei viaggi con pernottamento effettuati dai residenti in Italia (pari a ca. 72 mln, per un totale di ca. 140 mln di pernottamenti), i viaggi per motivi di lavoro rappresentano l'11%, il turismo congressuale il 10,8% grazie agli oltre 430k eventi con un minimo di 10 partecipanti ed una spesa complessiva per i viaggi d'affari di ca. 20,6 mld.

In un mondo sempre più dinamico e globalizzato, le esigenze di alloggio degli individui e delle aziende sono in continua evoluzione. Viaggi d'affari, progetti di lavoro a breve termine e trasferimenti possono richiedere una sistemazione temporanea o, alternativamente, comportare esigenze di alloggio a lungo termine.

In risposta a tali esigenze, sono emerse soluzioni specializzate in grado di offrire soluzioni complete per le necessità di alloggio a breve e lungo termine.

Il termine «Total & Corporate Housing» si riferisce ad un tipo di servizio nel settore immobiliare che offre soluzioni abitative temporanee o a lungo termine per clienti aziendali o individuali.

Il servizio Total & Corporate Housing si rivolge principalmente a coloro che necessitano di soluzioni abitative confortevoli e completamente arredate per un periodo di tempo limitato.

Tale concetto di housing è pensato per soddisfare le esigenze degli individui o delle aziende che necessitano di un alloggio temporaneo che offra comodità, convenienza ed una sensazione di «casa lontano da casa».

Il target della domanda è il seguente:

- Aziende con dipendenti in trasferta: molte aziende inviano regolarmente i propri dipendenti in viaggio di lavoro o in trasferta per svolgere progetti temporanei in differenti città o paesi. Questi dipendenti necessitano di una sistemazione confortevole per la durata del loro soggiorno;
- Aziende che trasferiscono dipendenti: quando un'azienda trasferisce un proprio dipendente in un'altra città o paese, può fornire un alloggio temporaneo durante il

periodo di transizione. Ciò aiuta il dipendente a stabilirsi e trovare una sistemazione permanente;

- Aziende con neoassunti in attesa di trovare una sistemazione stabile: le aziende che assumono nuovi dipendenti da altre città o paesi possono offrire temporaneamente un alloggio fino a quando il dipendente non riesce a trovare una sistemazione stabile nella nuova sede;
- Aziende che organizzano eventi o conferenze: fornitura da parte dell'azienda di alloggi temporanei ai partecipanti per la durata dell'evento;
- Persone fisiche che necessitano di una soluzione di breve periodo, ad esempio durante la ristrutturazione della propria abitazione o mentre ricercano una nuova casa.

Le unità abitative sono progettate per soddisfare le esigenze degli ospiti a breve o lungo termine, offrendo comfort, convenienza ed una vasta gamma di servizi aggiuntivi.

Questi alloggi sono solitamente forniti da aziende o fornitori di servizi immobiliari specializzati. Ecco alcuni esempi di tipologie abitative:

- Appartamenti completamente arredati e dotati di numerosi comfort (mobili, elettrodomestici, biancheria da letto, stoviglie ed accessori per la cucina, ecc.). Possono variare in termini di dimensione, stile e disposizione, offrendo una variegata gamma di opzioni funzionali ad un rapido adattamento alle preferenze personali ed ai requisiti specifici degli ospiti;
- Unità abitative localizzate in posizioni centrali o strategiche della città, offrendo accesso facile ai principali servizi, trasporti pubblici ed attività commerciali;
- Alcune unità abitative possono offrire servizi aggiuntivi, quali connessione internet ad alta velocità, servizio di pulizia, servizi di lavanderia, parcheggio riservato o accesso a strutture come palestre, piscine o sale meeting, assistenza h24;
- Le strutture utilizzate possono variare da semplici appartamenti a complessi residenziali cielo-terra, gestiti professionalmente da operatori specializzati.



Il Total & Corporate Housing offre comodità, flessibilità, convenienza economica, servizi aggiuntivi e location strategiche che lo rendono un'opzione attraente per ospiti in cerca di alloggi temporanei e proprietari di immobili che desiderano massimizzarne i profitti.

Il mercato immobiliare futuro si presenta come un settore dinamico e influente, che offre diverse opportunità e sfide per gli investitori. Si prevede un aumento del numero di compravendite, con una variazione media intorno al 10%. I prezzi saranno anch'essi in crescita lieve, con una media dell'1,5%⁴³. Tale incremento è dato dalla ripresa della domanda e dell'offerta, ma soffre dei pesanti tassi di interesse e dalla conseguente cautela degli acquirenti. Va detto che la maggiore crescita dei prezzi è prevista essenzialmente nei segmenti di alta e buona qualità, nonché negli immobili nuovi, sostenibili e tecnologicamente all'avanguardia e nelle grandi città, aree da sempre più dinamiche ed attrattive. Contesti che comunque garantiscono affari migliori. Per sfruttare al meglio il mercato immobiliare, è necessario avere una visione strategica, una conoscenza approfondita del settore, affidarsi a consulenti immobiliari è la scelta migliore per evitare rischi ed investire nel mattone in totale trasparenza. Sarà importante colmare quel gap tra quelle che sono le potenzialità del settore del Real Estate Italiano e quella che è la sua posizione attuale, nonostante siano stati fatti molti passi in avanti per la creazione di un mercato immobiliare competitivo. L'obiettivo degli stakeholder del settore immobiliare italiano sarà quindi stimolarne la crescita e lo sviluppo futuro soprattutto nel campo dell'investimento.

⁴³ Fonte: Dati forniti da sito <https://www.immobiliare.it/>

Bibliografia

- Angeli Franco, Assoimmobiliare, 2016, “Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano, Feltrinelli.
- Cacciamani Claudio, Ielasi Federica, 2023, “Real Estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare, Egea.
- Coddetta Salvatore, 2023, “Strategie di acquisizione e vendita immobiliare”, Franco Angeli.
- Fraticelli Roberto, Lucaroni Luca, 2023, “Investire nel Real Estate”, Confindustria Assoimmobiliare.
- Gnech Emilio Ettore, 2019, “Fiscalità immobiliare”, Egea.
- Hoesli Martin, Morri Giacomo, “Investimento immobiliare: mercato, valutazione, rischio e portafogli”, 2010, Hoepli.
- Morri Giacomo, Benedetto Paolo, 2023, “Valutazione immobiliare”, Egea.
- Morri Giacomo, Mazza Antonio, 2010, “Finanziamento immobiliare”, Egea.
- Scardovi Claudio, Bezzecchi Alessia, 2023, “Banking e Real Estate”, Egea.
- Zanazzi Marco, 2022, “Guida agli investimenti immobiliari”, BTT.

Sitografia

- www.educalingo.com
- www.investitorisgr.it
- www.professioniteam.it
- www.proptech360.it
- www.notai.it
- www.nuveen.com
- www.businesscoachingitalia.com
- www.rebuildingnetwork.it
- www.am.pictet.it
- www.fundpeople.com
- www.idealista.it
- www.ediltecnico.it
- www.fiscooggi.it
- www.mutui.it
- www.borsaitaliana.it
- www.startupbusiness.it
- www.legalmondo.com
- www.bancaditalia.it
- www.ilsole24ore.it
- www.immobiliare.it

Ringraziamenti

Desidero ricordare tutti coloro che mi hanno aiutato nel mio percorso di studi e in particolare nella stesura della tesi con osservazioni, critiche o suggerimenti: a loro va tutta la mia gratitudine.

Ringrazio anzitutto il Prof. Pietro Gottardo, Relatore della tesi, per il suo supporto e la sua guida.

Un ringraziamento particolare va ai colleghi e agli amici che mi hanno incoraggiato o che hanno speso parte del proprio tempo per leggere e discutere con me le bozze del lavoro.

Vorrei infine ringraziare le persone a me più care: i miei amici, la mia famiglia, che mi hanno sempre sostenuto.