



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA
"TOR VERGATA"**

FACOLTA' DI ECONOMIA

DOTTORATO DI RICERCA IN BANCA E FINANZA

XXII CICLO

***L'analisi del rischio locatario nel mercato
immobiliare italiano***

Duccio Martelli

Docente Guida/Tutor: Chiar.mo Prof. Claudio Giannotti

Coordinatore: Chiar.mo Prof. Alessandro Carretta

A.A. 2009/2010

Indice

1. Introduzione	3
2. Analisi della letteratura.....	7
3. Metodologia	14
3.1 <i>Analisi del campione</i>	15
3.2 <i>Regressione logistica</i>	36
4. Risultati	38
4.1 <i>Le clausole di rescissione: numerosità ed effettivo esercizio</i>	38
4.2 <i>Analisi delle strategie dei principali investitori italiani</i>	40
4.2.1. <i>Analisi “Risk and Reversion”</i>	40
4.2.2. <i>Analisi delle performance</i>	47
4.3 <i>Stima della probabilità di abbandono dell’immobile</i>	68
5. Conclusioni	72
6. Bibliografia	76

1. Introduzione¹

Il periodo di crisi iniziato nella seconda metà del 2007 e che sta tuttora interessando il mercato immobiliare nel suo complesso, spinge i *practitioner* verso un “ritorno alle origini”, focalizzando l’attenzione sulla gestione immobiliare dei beni con un approccio di natura più industriale che di tipo finanziario. Assumono quindi maggiore importanza gli strumenti e le tecniche di asset management tipiche del settore immobiliare, quali ad esempio la riqualificazione del portafoglio prodotto e del portafoglio clienti, nonché il riposizionamento strategico sul mercato di tutti quegli immobili che dimostrano di non essere più in grado di offrire il rendimento target atteso, attraverso trasformazioni delle destinazioni d’uso, delle funzionalità e della tipologia dei conduttori².

Sotto quest’ultimo profilo, in virtù della difficoltà di riallocazione degli immobili che potrebbero essere lasciati sfitti dagli attuali locatari, emerge l’esigenza da parte degli operatori di settore di valutare le reali possibilità che gli affittuari hanno di rendere l’immobile vacante. Tale aspetto è stato spesso considerato un fattore di rischio marginale, in modo particolare in quei mercati che storicamente hanno mostrato trend positivi (quali ad esempio il caso italiano); tuttavia la crisi in corso sta riportando alla ribalta il rischio *tenant*, accentuato da una discesa generalizzata dei canoni di locazione e da un aumento dei tassi di *vacancy* (soprattutto nel comparto uffici), che a loro volta provocano una caduta dei valori degli immobili.

Oltre a cause di natura prettamente economica, quali ad esempio la chiusura dell’attività imprenditoriale presente all’interno dell’unità immobiliare, esistono anche condizioni di natura contrattuale che permettono ad una delle parti, nella maggior parte dei casi esclusivamente al locatario, di modificare/risolvere

¹ Si ringrazia Investment Property Databank per la fornitura dei dati utilizzati nelle analisi ed in modo particolare Davide Manstretta e Luigi Pischetta, rispettivamente Head of Fund Level Analysis e Country Manager for Italy. Un ringraziamento particolare anche a Roberto Rocci per il suo indispensabile aiuto nella fase di costruzione del modello di regressione statistica.

² Fonte: Generali Gestione Immobiliare 2009

anticipatamente il contratto pattuito in origine con la proprietà. Ci si riferisce alle clausole di rescissione anticipata, altrimenti dette *break options* o *break clauses*.

La presenza della clausole di rescissione anticipata all'interno dei contratti è stata pressoché inesistente fino a circa venti anni fa, in quanto i canoni di locazione ed i prezzi degli immobili hanno avuto la tendenza a rivalutarsi nel corso del tempo e quindi non vi era interesse per l'affittuario a rescindere l'attuale contratto per stipularne uno nuovo alle mutate condizioni di mercato. Questa caratteristica ha contraddistinto per oltre quarant'anni uno dei principali mercati di riferimento a livello internazionale: il mercato inglese. Fino alla fine degli anni Ottanta, infatti, i contratti siglati nel Regno Unito avevano una durata molto lunga (circa 20 anni) e la principale caratteristica era la possibilità di revisione del canone esclusivamente al rialzo rispetto a quanto pattuito inizialmente, in funzione delle più favorevoli condizioni di mercato che si fossero venute a creare a favore del locatore (c.d. *upward-only lease*).

Agli inizi degli anni Novanta il mercato inglese mutò radicalmente a causa di una recessione e si caratterizzò per un eccesso di offerta di immobili e per una domanda relativamente scarsa.

In tale contesto economico, la forza contrattuale dei locatari permise loro di ottenere condizioni di affitto più favorevoli, caratterizzati non solo da una ridotta durata degli stessi accordi, ma dall'inserimento di nuovi vincoli a livello contrattuale, come appunto le clausole di *break option*. Tali clausole fecero quindi perdere di importanza ai classici contratti *upward-only* e resero ancor più ridotta la durata effettiva dei contratti di affitto rispetto al passato. La presenza di *break clauses* all'interno dei contratti di locazione è divenuta oggi una caratteristica comune a tutti i principali mercati europei.

Il sempre maggior interesse da parte dei ricercatori e dei *practitioner* verso il settore immobiliare deriva non solo dal brusco cambiamento che il comparto del *real estate* ha subito a partire dagli inizi degli anni Novanta, ma anche dalla maggiore disponibilità di dati da analizzare rispetto a quanto non fosse possibile negli anni passati.

Tuttavia, sebbene vi sia una crescente attenzione verso la finanza immobiliare nel suo complesso ed in modo particolare verso il rischio locatario relativo agli

investimenti immobiliari, nel contesto italiano questo filone di ricerca è più giovane che in altri Paesi e non esistono ad oggi studi dettagliati circa le dinamiche delle durate contrattuali e dell'eventuale presenza delle clausole di rescissione anticipata; ciò deriva principalmente dalla mancanza fino a pochi anni fa di un database affidabile e consolidato, contenente informazioni puntuali inerenti i singoli contratti stipulati nel corso degli anni, le tipologie di immobili locati e le controparti interessate nell'accordo, nonché da un trend di mercato storicamente crescente, che rendeva economicamente non conveniente l'esercizio di dette clausole da parte dei locatari.

Il presente lavoro si inserisce all'interno del filone di ricerca che studia il rischio *tenant* degli investimenti immobiliari nel mercato domestico, concentrandosi in modo particolare su tre aspetti specifici.

In linea con altre ricerche presenti nella letteratura internazionale, viene dapprima presentata una fotografia del mercato italiano, con l'obiettivo di verificare non solo la presenza delle clausole di rescissione anticipata all'interno dei contratti, quanto piuttosto l'utilizzo o meno di tali opzioni da parte dei locatari, al fine di valutare la durata "reale" degli accordi di locazione; nello specifico, la durata "reale" è inferiore a quella pattuita inizialmente nel contratto per via dell'esercizio di opzioni di recesso anticipato a favore degli affittuari?

Se questa ipotesi venisse confermata, come rilevato anche in altri mercati internazionali, si tratterebbe allora di verificare come gli investitori (fondi chiusi, società immobiliari e fondi pensione ed assicurativi) gestiscono questa componente aleatoria, analizzando soprattutto le scelte di portafoglio attuate dai principali investitori italiani, con particolare attenzione alle eventuali ripercussioni sul fronte rischio-rendimento, al fine di verificare se le rispettive asset allocation considerano tale fattore di rischio.

L'ultima parte dell'analisi, infine, è dedicata alla costruzione di un modello statistico che mira ad individuare eventuali situazioni di tensione, ossia casi in cui le possibilità di abbandono dell'immobile da parte dei locatari sono particolarmente elevate. La metodologia che sarà adottata per la costruzione di un modello di stima della probabilità di abbandono si fonda sulla regressione logistica, ossia un modello non parametrico che spiega la probabilità di possesso

di un attributo o di un evento. Il modello poggia sulla definizione di parametri che nel nostro caso rappresentano le motivazioni che spingono il locatario ad abbandonare l'immobile; sebbene le motivazioni che spingono i *tenant* a lasciare gli spazi locati possano essere molto variegate, nel modello verranno utilizzate principalmente variabili di natura economica (come ad esempio la presenza di clausole di rescissione anticipata, la differenza fra il canone attuale pagato dall'affittuario e quello ipotetico di mercato, ...). I dati necessari per l'analisi saranno forniti da Investment Property Databank (IPD), società *leader* a livello internazionale specializzata nella raccolta ed elaborazione di dati inerenti le transazioni immobiliari, con la quale il Laboratorio di Finanza Immobiliare promosso dal Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza dell'Università di Roma "Tor Vergata" ha stipulato un accordo di collaborazione.

Mentre i primi due obiettivi sono stati raggiunti, ossia vengono presentate nel lavoro una fotografia del mercato immobiliare domestico, focalizzando l'attenzione in modo particolare sulla numerosità delle opzioni di rescissione esercitate dagli affittuari nel corso degli anni, ed un'analisi critica delle scelte di portafoglio attuate dagli investitori, per quanto riguarda invece il modello di stima della possibilità di abbandono, questo è stato solamente impostato, a causa soprattutto delle difficoltà incontrate nel reperimento dei dati e dell'assenza di indicazioni specifiche in letteratura in tale direzione. In particolare, nel prossimo futuro, miglioramenti potranno essere apportati, come vedremo meglio nella parte finale del lavoro, soprattutto sotto i seguenti due aspetti: utilizzo di un database "certificato" ed inserimento di variabili non esclusivamente economiche all'interno del modello.

Il lavoro si articola come segue: il secondo paragrafo è dedicato all'analisi dei lavori, presenti nella letteratura domestica ed internazionale, che hanno affrontato tematiche inerenti la durata dei contratti di locazione e la presenza all'interno di essi di clausole di rescissione anticipata. Il terzo paragrafo dettaglia la metodologia seguita nel corso della ricerca ed analizza il campione di dati attualmente a disposizione. Nel quarto e nel quinto paragrafo vengono quindi illustrati i risultati raggiunti nel corso dell'analisi, a cui fanno seguito da ultimo le conclusioni e alcuni spunti per ulteriori ricerche future.

2. Analisi della letteratura

Una *break option* (denominata anche *break clause*) o clausola di interruzione è un vincolo contrattuale che permette la rescissione del contratto prima della sua scadenza originaria o naturale.

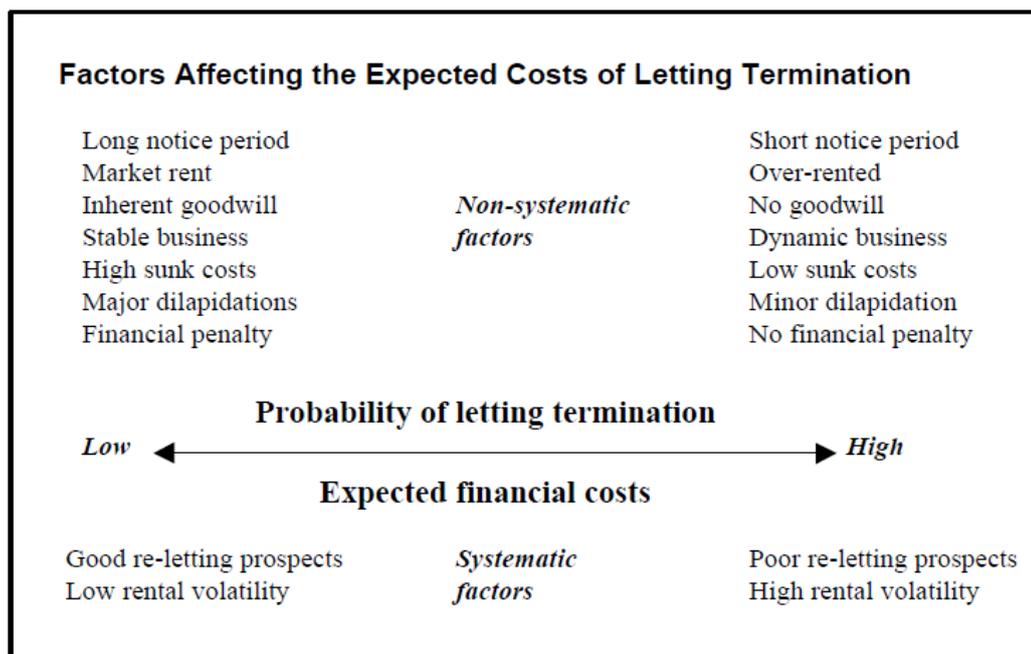
Non esiste una forma standard ed universalmente riconosciuta ed utilizzata di tali tipologie di clausole contrattuali (McAllister 2001); diversità possono per esempio derivare da una differente tempistica e frequenza nell'esercizio dell'opzione, dalla previsione o meno di una sanzione per la parte richiedente l'esercizio, oppure dalla controparte che la può esercitare; sotto quest'ultimo aspetto, è possibile suddividere le *break clauses* in tre famiglie, a seconda che il richiedente sia l'affittuario, il locatore oppure entrambi i contraenti. Nella pratica, tuttavia, si riscontra che nella maggior parte dei casi tale facoltà è in capo esclusivamente al locatario. Da un punto di vista temporale, invece, è possibile suddividere tali vincoli fra *short term breaks* e *rent review breaks* (Driver Jonas 1997). Le prime possono essere esercitate entro i primi tre anni di contratto e permettono al locatario di rescindere l'accordo; le seconde invece vengono esercitate in concomitanza delle revisioni delle condizioni contrattuali.

Uno dei problemi cui deve fare fronte la proprietà è quindi strettamente correlato alla presenza di clausole di interruzione all'interno del contratto ed in particolare alla possibilità che il locatario abbandoni l'immobile prima della scadenza naturale dell'accordo, aumentando quindi il livello di rischio dell'investimento rispetto a quanto stimato ex-ante. Tale componente aleatoria è sia funzione diretta degli elementi contrattuali (ad esempio la presenza di penali a carico dell'affittuario disincentiva l'esercizio dell'opzione, mentre la presenza di preavvisi relativamente brevi ne aumenta le possibilità), sia delle condizioni di mercato alla data di esercizio, sia ancora delle caratteristiche dell'attività del locatario. Ogni volta che vi è la possibilità di esercitare tali opzioni di rescissione contrattuale, l'affittuario si trova a dover effettuare una valutazione di costi e benefici al fine di prendere la decisione economicamente a lui più conveniente. Oltre alla presenza di eventuali penali rescissorie, altri aspetti che l'affittuario valuta prima di chiudere anticipatamente l'accordo riguardano anzitutto la

disponibilità di immobili sfitti locabili a costi inferiori, sia nella stessa area geografica, sia in altre zone idonee nel caso in cui vi sia la possibilità di poter traslocare senza subire ingenti danni economici o di immagine (McAllister, O’Roarty, 1999).

Per contro, anche il locatore alle varie scadenze di esercizio delle opzioni si trova a dover valutare una serie di alternative, a seconda che l’affittuario decida di rinnovare o rescindere l’accordo, a cui corrispondono una serie di costi sia fissi, quali i costi legali e di transazione che la proprietà deve sostenere per rimpiazzare il locatario uscente, che variabili, relativi per esempio al periodo di *vacancy* dell’immobile oppure al periodo di grazia che la proprietà concede al nuovo locatario subentrante, durante i quali il locatore non percepisce alcun canone (figura 1).

Figura 1 – Fattori che impattano sul costo della terminazione del contratto (Fonte: McAllister, O’Roarty, 1999)



Nelle date di esercizio dell’opzione sorge quindi il problema per entrambe le parti di valutare l’effettiva probabilità di messa in atto della clausola rescissoria; in tali circostanze vi è spesso divergenza di interessi tra le controparti, anche se vi

è la consapevolezza da parte di entrambi che il fallimento della negoziazione comporta dei costi per tutti i soggetti interessati.

Le modalità per cercare di allineare quanto più possibile gli obiettivi finali delle due controparti possono essere le più svariate (Hendershott 2002). Una modalità tipicamente utilizzata nel *commercial real estate* negli Stati Uniti riguarda la possibilità che l'affittuario paghi al locatore, oltre al canone fisso prestabilito, anche una quota variabile, in funzione del giro di affari. Se a livello di singolo esercizio la definizione di un simile contratto permette di conciliare gli obiettivi della proprietà con quelli dell'affittuario creando una sorta di "collaborazione" fra le parti, dove quest'ultimo paga un canone superiore se gli affari stanno andando bene, mentre si limitava a pagare il canone base nei periodi di crisi, facendo quindi perdere al locatario l'incentivo ad abbandonare l'immobile locato nei momenti difficili, dato che l'affitto si adegua ai nuovi livelli di mercato sia nelle fasi di crescita, che in quelle di recessione (McAllister, O'Roarty 1999), a livello di gestione di centri commerciali la proprietà non può agire in alcun modo in maniera opportunistica, ma deve tenere sempre in considerazione l'interesse degli attuali locatari, in sede di variazione o riallocazione degli spazi commerciali. Ciò è dovuto essenzialmente al fatto che gli esercizi presenti all'interno di un centro commerciale generano esternalità positive gli uni con gli altri: studi recenti dimostrano infatti che il cliente che si reca in un centro commerciale per acquistare in un determinato negozio è incentivato a proseguire le compere all'interno dello stesso centro presso anche altri esercizi, piuttosto che spostarsi in altre *location*, in quanto ha già sostenuto un costo irrecuperabile per raggiungere il centro stesso. Secondo tale principio, accade spesso che i negozi che richiamano la clientela paghino quindi una percentuale inferiore di quota variabile sul loro giro di affari, rispetto a negozi meno conosciuti, i quali invece sfruttano già le esternalità positive generate dai primi (Wheaton, 2000).

Se la modalità di allineamento in precedenza illustrata riguarda soprattutto aspetti di natura economica, ne esistono altre a carattere più strettamente contrattuale.

In caso di periodi di difficoltà, infatti, il locatario ha di fronte a sé tre opzioni per gestire gli spazi affittati che risultano ora essere per lui sovrabbondanti:

sublocazione degli spazi in eccesso, riduzione degli spazi locati oppure rescissione anticipata del contratto nel suo complesso (Mooradian e Yang 2000).

Mentre la sublocazione a terzi locatari degli spazi eccedenti l'effettiva necessità risulta abbastanza complessa, soprattutto a causa delle difficoltà che l'attuale affittuario può riscontrare nel corso della fase di ricerca di potenziali interessati, la possibilità di esercizio di clausole di ridimensionamento o di rescissione anticipata del contratto sembrano essere quelle preferite dai conduttori.

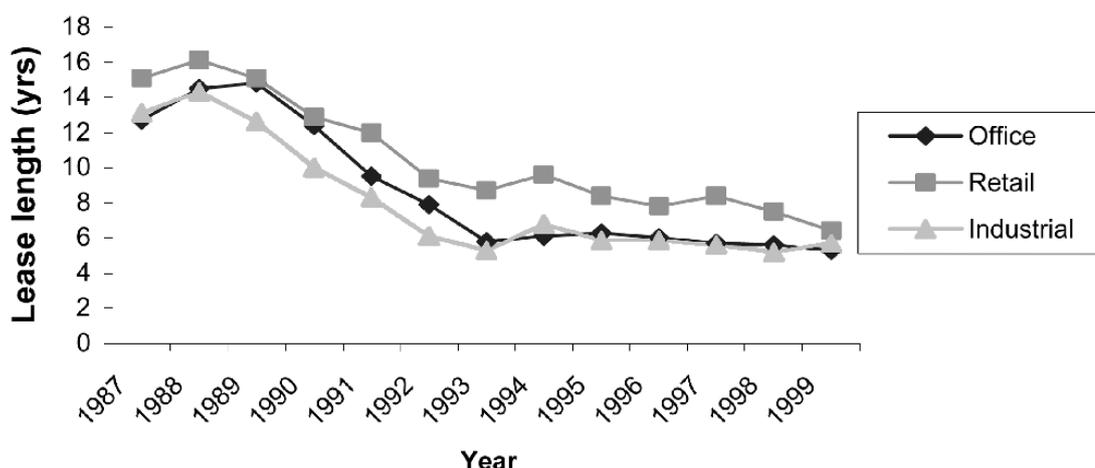
Per quanto riguarda le prime, le clausole di ridimensionamento riguardano la possibilità per il locatario di ridurre gli spazi affittati, se questi risultano essere diventati sovrabbondanti rispetto alle mutate condizioni di business. Studi in merito (McAllister e Tarbert 1999) hanno dimostrato che, nei contratti dove sono presenti tali tipologia di clausole, i canoni corrisposti dai locatari risultano essere maggiori rispetto a situazioni in cui tali opzioni non sono invece previste contrattualmente. La preferenza da parte del locatario per l'inserimento nel contratto di tale clausola sembra infatti trasmettere al locatore la convinzione che l'affittuario con elevata probabilità eserciterà tale opzione e quindi sarà disposto a concederla in locazione solo a condizione di percepire dei canoni maggiorati rispetto agli standard. Inoltre l'esercizio di tale clausola sarà attuato molto probabilmente in periodi di crisi, quando cioè anche il mercato immobiliare nel suo complesso registra una flessione e quindi risulta ancora più difficile e complicato per la proprietà attirare nuovi locatari interessati all'affitto degli spazi lasciati vacanti.

L'inserimento nel contratto di clausole di rescissione anticipata fanno invece riferimento alla possibilità da parte del locatario di chiudere il contratto di affitto prima della sua scadenza originaria o naturale; tali opzioni hanno riscosso un successo superiore a qualsiasi altro Paese soprattutto nel mercato inglese, in quanto questo mercato è stato storicamente caratterizzato prevalentemente da contratti di locazione di lunga durata la cui principale caratteristica era la possibilità di revisione del canone esclusivamente al rialzo rispetto a quanto pattuito inizialmente, in funzioni delle più favorevoli condizioni di mercato che si fossero venute a creare (*upward-only lease*). Alle varie date di revisione, solitamente ogni cinque anni, il canone attualmente pagato dal locatario veniva

confrontato con il canone di mercato previsto per i nuovi contratti: se il canone corrente risultava superiore a quello pagato dall'affittuario negli anni passati, quest'ultimo veniva automaticamente aggiornato ai nuovi livelli; in caso contrario permaneva invece il livello precedente. La stessa metodologia di calcolo era adottata anche alle date di revisione successive alla prima. Ne derivava di conseguenza un aggravio di costi per il locatario, anche in condizioni di mercato per lui più favorevoli, caratterizzati ad esempio da una discesa dei canoni di affitto dovuta ad un periodo di recessione.

Fu proprio nel corso di uno di questi momenti di crisi (agli inizi degli anni Novanta) caratterizzati da una scarsa domanda e da un eccesso di offerta (specie nel settore *commercial*, ossia degli immobili adibiti alla vendita al dettaglio) che si venne a creare una frattura rispetto al passato: si verificarono infatti contemporaneamente una brusca caduta sia dei canoni di affitto che delle quotazioni degli immobili. In una situazione di mercato così delicata la forza contrattuale dei locatari permise loro di ottenere condizioni di affitto favorevoli, caratterizzati non solo da periodi di grazia prolungati, ma soprattutto da una ridotta durata degli stessi contratti di locazione: è importante sottolineare come mentre gli accordi di durata ventennale rappresentavano circa il 70% del mercato negli anni Ottanta, nella metà del decennio successivo tale percentuale si era ridotta a circa il 30% (McAllister e Tarbert, 1999). Inoltre nuovi vincoli furono inseriti a livello contrattuale, primi fra tutti le clausole di *break option*, facendo quindi perdere mano a mano di importanza i classici contratti *upward-only* e rendendo ancor più ridotta la durata effettiva dei contratti di affitto: uno studio sul comparto uffici dimostra che sul totale dei contratti analizzati circa il 35% era stato risolto utilizzando la *break clause*; tale percentuale non dovrebbe tuttavia impressionare in modo particolare, considerando la facilità per le società che affittano tali spazi a muoversi in altri edifici eventualmente anche in altre zone della città, pur di sfruttare le più convenienti condizioni di mercato. Negli ultimi 15 anni quindi la presenza all'interno dei contratti delle *break option* è diventata la normalità nel mercato inglese delle locazioni.

Figura 2 – Evoluzione della durata (in anni) dei contratti di affitto nel mercato inglese (Fonte: Crosby et al., 2000)



Le ricerche realizzate inerenti l'analisi e gli impatti prodotti dalle clausole di *break option* sull'effettiva durata dei contratti riguardano prevalentemente studi condotti nel Regno Unito soprattutto per due ordini di motivi: il primo è che tali vincoli hanno riscosso particolare successo specie nel mercato inglese proprio per lo storico beneficio di cui godevano i locatori (*upward-only lease*); il secondo deriva invece dalla presenza fin dalla metà degli anni Ottanta di una società che il cui *business* è stato fin dall'inizio la raccolta e l'elaborazione di dati circa l'andamento e le negoziazioni siglate sul mercato.

In merito al primo aspetto può essere interessante osservare come negli Stati Uniti, paese molto simile al Regno Unito, tali clausole non hanno avuto invece una così larga diffusione come avvenuto sul mercato inglese: rispetto ai contratti di tipo *upward-only* a beneficio pressoché esclusivo del locatore, che come abbiamo visto hanno favorito agli inizi degli anni Novanta la diffusione delle clausole di rescissione anticipata, il mercato americano era caratterizzato da tipologie contrattuali definite *turnover lease*: tali accordi, tipici del comparto *retail*, stabilivano infatti un livello fisso di canone minimo (definito *base rent*) ed una quota variabile di affitto (detta *turnover rent*) funzione dell'andamento del giro di affari del locatario, come già in precedenza analizzato.

Per quanto riguarda invece il secondo fattore che ha favorito le ricerche soprattutto sul mercato inglese, fin dal 1985 è presente nel Regno Unito, prima

che in ogni altra nazione, Investment Property Databank (IPD), società leader a livello internazionale nella raccolta e l'elaborazione di dati relativi alle dimensioni di tale mercato immobiliare (operatori coinvolti, numero e caratteristiche dei contratti, ...). Data l'opacità del mercato del *real estate*, la presenza di una società indipendente ha favorito la raccolta delle informazioni fornite direttamente dagli operatori su base volontaria. La maggior parte dei lavori oggi prodotti si basa proprio sul database di IPD, che rappresenta un ottimo campione di riferimento per le varie analisi, vista la copertura di mercato che questa offre. Attualmente IPD opera in oltre 20 paesi; gli stessi report e le stesse metodologie di analisi sono state quindi replicate anche in mercati immobiliari diversi da quello inglese. Studi sulla durata media dei contratti di locazione e sulle clausole di *break option* possono essere infatti oggi reperiti sul mercato francese, tedesco o portoghese, solo per citare alcuni esempi.

3. Metodologia

Dal punto di vista metodologico, la ricerca si articola in due step di analisi.

Il primo mira ad analizzare la situazione del mercato italiano così come si è evoluta nel corso degli anni 2007-2009, al fine identificare un'eventuale tendenza di fondo di breve periodo del mercato immobiliare domestico, con particolare attenzione all'utilizzo delle clausole di rescissione anticipata da parte dei locatari. Lo scopo dell'analisi è quello di mettere in luce le prime evidenze circa la numerosità e l'esercizio delle *break option*, nonché gli effetti correlati alla scadenza naturale dei contratti siglati negli anni passati, non solo in termini di impatti sul monte canoni corrente (valutato alla fine dell'anno 2007), ma anche in termini di rischi ed opportunità di dover rinegoziare/stipulare nuovi contratti alle mutate condizioni di mercato.

Le tecniche utilizzate in questa parte dello studio riguardano prevalentemente strumenti di statistica descrittiva applicati al campione oggetto d'esame.

Nella seconda parte della ricerca, invece, l'obiettivo è quello di valutare l'effettiva probabilità che il locatario abbandoni l'immobile nel corso dell'anno successivo, a causa dell'esercizio dell'opzione di rescissione anticipata. A tale scopo viene presentato un modello che permette di identificare in via anticipata possibili situazioni di tensione per cause afferenti direttamente al locatario, in particolar modo per quanto riguarda la necessità di subentro di un nuovo affittuario. Proprio per la dicotomia dei possibili eventi attesi (abbandono o meno dell'immobile da parte dell'attuale locatario), il modello che viene utilizzato è di tipo logit, dove i parametri utilizzati riguardano soprattutto fattori di natura economica e contrattuale (es. presenza di *break option*, canone attuale, location, destinazione d'uso, ...).

3.1 Analisi del campione

Con riferimento alla prima parte dell'analisi, questa è basata su un campione di dati fornito direttamente da Investment Property Databank (IPD): attualmente il suo database certificato, ossia al netto di eventuali campi incompleti od incongruenti, è considerato essere particolarmente rappresentativo del mercato immobiliare nazionale, in quanto copre circa il 30%³ degli investimenti immobiliari, con oltre 1.600 proprietà all'attivo, per un valore globale di circa 19 miliardi di euro (Fonte: IPD).

La raccolta dei dati utili all'analisi è svolta direttamente da IPD con cadenza annuale: gli investitori coinvolti volontariamente nel processo (principalmente fondi chiusi, fondi pensione e società immobiliari)⁴ inviano entro la prima metà di marzo di ogni anno tutte le informazioni riguardanti le spese correnti ed in conto capitale inerenti agli asset gestiti, nonché le informazioni a carattere più generale circa i locatari e le clausole contrattuali concordate fra le parti. Una volta ricevute tutte le notizie da parte delle società interessate, IPD procede con una prima verifica dei dati e solo dopo la loro validazione inizia il processo di analisi vera e propria dei dati, al fine di giungere alla produzione e pubblicazione di un indicatore generale dell'andamento del mercato italiano delle locazioni (benchmark, meglio conosciuto come *IPD Italy Annual Property Index*), largamente condiviso ed utilizzato nella pratica dai singoli operatori.

Vista l'elevata importanza delle informazioni raccolte da IPD e la loro stretta confidenzialità, nonché la presenza di vincoli contrattuali che impediscono alla stessa società di consulenza di diffondere tali informazioni a soggetti terzi, i dati utilizzati nel corso del presente studio risultano essere in formato aggregato ed anonimi, mancando quindi di dettagli circa i dati dei singoli immobili e le generalità dei proprietari e dei locatari.

³ Stima dell'autore su dati IPD.

⁴ Al 31 dicembre 2009 i clienti IPD coinvolti nel processo risultano essere: Aedes BPM Real Estate Sgr, Amundi Italia Sgr, AEW Europe, AXA REIM, BNP Paribas, REIM Sgr, British Land, Carrefour Property, Corio Italia, First Atlantic Real Estate, Sgr, Generali Immobiliare Italia Sgr, GROMA - Cassa dei Geometri, IGD SIIQ, ING RE Investment Management, LaSalle Investment Management, Morgan Stanley, Pirelli & C. Real Estate Sgr, Polis Fondi Sgr, Pradera, Prologis, SEGRO, Sonae Sierra, UBS Global Asset Management.

I dati forniti da IPD coprono essenzialmente i seguenti aspetti:

- dati riguardanti l'immobile (metratura, area geografica dove è ubicato, ...);
- destinazione d'uso dello stesso;
- vincoli contrattuali (data di stipula, durata prevista, ...);
- presenza di eventuali clausole di *break option*;
- esercizio o meno della clausola di interruzione anticipata.

Sebbene non esista nel panorama italiano un contratto di locazione standardizzato per tipologia di immobile/destinazione d'uso, la tabella seguente (tabella 1), sintetizza le principali caratteristiche che contraddistinguono il mercato domestico, rispetto ad altri contesti europei.

Tabella 1 – Panel A: Caratteristiche dei principali mercati immobiliari europei: “Strutture contrattuali” (Fonte: Elaborazioni dell’autore su dati DTZ Research)

	Standard lease document	Rent payable every	Deposit	Typical lease length	Statutory right to renew the lease	Frequency of rent reviews
France	Yes	Quarter	3 months	3/6/9 years or fixed term of 6, 9 or 12 years (offices), 9 years (shops)	Yes	None
Germany	Yes	Month	3 months	5+5 years	No	Rare
Greece	No	Month	2-3 months	12+4 years	Yes	None
ITALY	Yes	Quarter	3 months	6+6 years	Right to renew after first term, but not subsequently, if noticed	None
Netherlands	Yes	Quarter	3 months	5-10 years (trend towards shorter period)	No (office & industrial) Yes (shops)	Office & industrial: by agreement; shops: 5 years
Poland	No	Month	3 months	3-7 years	No	Rare
Russia	No	Month/quarter	3 months	3-5 years (trend towards longer leases)	No	By agreement (law provision - not more than once a year)
Spain	No	Month	2 months	3-5 years	No	3-5 years
Sweden	Yes	Quarter	0-12 months	3-5 years	Yes	None
UK	No	Quarter	3-18 months	10-15 years	Yes	5 years (upwards only)

Tabella 1 – Panel B: Caratteristiche dei principali mercati immobiliari europei: “Strutture contrattuali” (Fonte: Elaborazioni dell’autore su dati DTZ Research)

	Lease disposal			Frequency and basis of indexation of rent
	i Subletting / assignment rights	ii Early termination rights	iii Reinstatement to original condition on termination	
France	Subject to landlord's reasonable consent	Via break clause only	By agreement but typically yes	Annual by agreement (cost of construction index)
Germany	Subject to landlord's reasonable consent	Via break clause only	Yes. Removal of tenant's fixtures & fittings	Triggered by changes in cost of living index
Greece	Subject to landlord's reasonable consent	Tenant has right to vacate after 2 years with 4 month rent penalty	Yes	Annual (CPI+1-2%)
ITALY	Subject to landlord's reasonable consent	Via break clause only	Yes unless specific works agreed in advance. Landlord has option to ask for reinstatement or accept completed improvements	Annual (75% of index)
Netherlands	Subject to landlord's reasonable consent (although not typically permitted by standard contract ROZ)	Via break clause only	Yes. Removal of tenant's fixtures & fittings. Fair wear & tear excepted	Annual
Poland	Subject to landlord's reasonable consent	Via break clause or lease buy-out	Yes. Removal of tenant's fixtures & fittings	Annual (US or Eurozone index depending on denomination of rent)
Russia	Subject to landlord's reasonable consent	Subject to agreement	No	CPI (if rent in agreement is indicated in USD)
Spain	Subject to landlord's consent	Via break clause only	Yes. Removal of tenant's fixtures & fittings. Fair wear & tear excepted	Annual
Sweden	Yes	Via break clause only	Yes. Removal of tenant's fixtures & fittings. Fair wear & tear excepted	Annual (75-100% of index)
UK	Subject to landlord's reasonable consent	Via break clause only	Yes. Removal of tenant's fixtures & fittings. Fair wear & tear excepted	Annual (but indexation rare)

Tabella 1 – Panel C: Caratteristiche dei principali mercati immobiliari europei: “Strutture contrattuali” (Fonte: Elaborazioni dell’autore su dati DTZ Research)

	Rents			
	i Basis of measurement	ii Unit of measurement	iii Inclusions	iv Exclusions
France	Gross lettable area	EUR per sqm	None	Service charge, utilities, parking, on site corporate restaurant
Germany	Gross lettable area	EUR per sqm per month	None	Service charge, parking, VAT
Greece	Gross internal area	EUR per sqm	None	Service charge, utilities
ITALY	Gross internal area	EUR per sqm	None	Service charge, utilities
Netherlands	Lettable floor area	EUR per sqm	None	Service charge, VAT, fitting out
Poland	Gross rentable area (incl. add-on factor)	EUR per sqm	None	Service charge, utilities
Russia	Based on BOMA	USD per sqm	None	Service charge, utilities, VAT, parking
Spain	Gross internal area	EUR per sqm	None	Service charge, utilities, property tax
Sweden	Net internal area	SEK per sqm	Sometimes heating/cooling	Service charge, utilities, taxes
UK	Net internal area	GBP per sqft/sqm	None	Service charge, utilities, taxes

Tabella 1 – Panel D: Caratteristiche dei principali mercati immobiliari europei: “Responsabilità contrattuali” (Fonte: Elaborazioni dell’autore su dati DTZ Research)

	Structural repairs	Internal repairs	Normal maintenance	Landlord insures and recovers cost from tenant
France	Landlord	Tenant	Tenant	No, tenant usually insures directly
Germany	Landlord	Tenant	Tenant	Yes
Greece	Landlord	Tenant	Tenant	Typically, the landlord insures and does not recover cost from tenant
ITALY	Landlord	Tenant	Tenant	Structural building insurance paid by landlord and tenant insures for damage caused by activities on site
Netherlands	Landlord	Tenant	Tenant	Typically, the landlord insures and does not recover cost from tenant
Poland	Landlord	Tenant	Tenant	Yes
Russia	Landlord	Tenant	Tenant	Typically, the landlord insures and recovers cost from tenant
Spain	Landlord	Landlord	Tenant	Yes
Sweden	Landlord	Tenant	Landlord	Landlord insures external building and tenant takes partial insurance
UK	Tenant	Tenant	Tenant	Yes

Dalla tabella presentata è possibile quindi evincere quali sono le caratteristiche chiave della maggior parte dei contratti siglati in Italia; in particolare può essere utile evidenziare i seguenti aspetti:

- la durata dei contratti è solitamente pari a 6 anni, rinnovabile per ulteriori 6 anni (6+6), se il locatario notifica tale volontà al proprietario nei tempi pattuiti;
- il canone non può essere rivisto durante la vita del contratto; al fine di tutelare il locatore da possibili rialzi di mercato degli affitti, il canone viene indicizzato al 75% del tasso di inflazione calcolato su base annua;
- le clausole di interruzione anticipata possono essere esercitate in via pressoché esclusiva dal locatario;
- le spese di natura straordinaria sono a carico della proprietà, quelle ordinarie invece vengono sostenute dell'affittuario.

Al momento della stipula, quindi, la maggior parte dei contratti nascono con una durata intermedia, sebbene la possibilità di rinnovo permetta all'affittuario di usare l'immobile per un numero elevato di anni. A parziale copertura del rischio che la proprietà si assume siglando contratti di durate medio-lunghe, il canone contrattuale viene periodicamente rivisto al rialzo in funzione dell'andamento del tasso di inflazione, al fine di cercare di mantenere allineato il canone percepito con quello corrente di mercato. Tuttavia, considerato il fatto che la maggior parte dei contratti può essere risolta in via anticipata quasi esclusivamente dagli affittuari, il rischio locatario deve essere valutato accuratamente dalla proprietà, al fine del calcolo del reale rischio complessivo dell'investimento, poiché la forza contrattuale del locatore si riduce sensibilmente una volta siglato il contratto, anche in virtù di una normativa domestica che avvantaggia l'affittuario rispetto al locatore.

A livello internazionale, invece, sembra non esistano caratteristiche contrattuali simili che accomunano i principali mercati europei: la durata standard, infatti, varia dai 3-5 anni in paesi quali la Spagna e la Svezia ai 10-15 anni del

Regno Unito; la possibilità di rinnovare il contratto inoltre muta da un mercato all'altro, così come la frequenza di revisione del canone pattuito contrattualmente. Solo una variabile sembra invece accumunare i vari mercati, ossia la presenza di clausole di rescissione anticipata all'interno dei contratti, che nella maggior parte dei casi, possono essere esercitate in via pressoché esclusiva da parte del locatario, a sottolineare ancora una volta l'importanza che tali vincoli hanno assunto nel tempo all'interno dei principali mercati immobiliari internazionali.

In merito alla ripartizione delle spese inerenti l'immobile, nella quasi totalità dei casi la proprietà si accolla le spese di natura straordinaria, mentre all'affittuario spettano quelle ordinarie e per le riparazioni interne; fanno eccezione il Regno Unito, dove è il locatario a sostenere ogni costo afferente all'immobile locato, e la Spagna, dove la legge impone invece il sostenimento dei costi per riparazioni esterne ed interne a carico del proprietario, lasciando all'affittuario le sole spese di gestione ordinaria.

Come anticipato in precedenza, sebbene il database certificato IPD raccolga circa 1.600 unità immobiliari, a livello complessivo, il database generale sintetizza la storia di quasi 13.000 immobili. Poiché la raccolta delle informazioni avviene su base volontaria, il numero degli immobili che annualmente vengono censiti può variare anche in misura considerevole, non solo in relazione al numero delle transazioni in acquisto o vendita di immobili effettuate dai singoli operatori coinvolti, ma anche in funzione del numero di clienti IPD che decidono di partecipare o meno a tale rilevazione e delle informazioni che questi intendono fornire.

Tuttavia, considerato l'elevato numero di immobili in esso contenuti e l'alta partecipazione all'attività di rilevazione annua dei principali attori del mercato immobiliare italiano, anche se tale base dati è incompleta in alcune sue parti, essa rappresenta la miglior fotografia del mercato immobiliare italiano e alcuni dati di sintesi degli anni più recenti (2006, 2007 e 2008) sono riportati nelle seguenti tabelle (tabelle 2, 3 e 4).

**Tabella 2 – Panel A: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2006
– Area Centro (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	3,059	100.00%	5,145,011	100%	331.01	1,806.35
Centro	979	32.00%	1,876,334	36.47%	352.36	1,076.42
Abruzzo	40	1.31%	53,063	1.03%	292.08	168.46
Hospitality & Other	1	0.03%	11,854	0.23%	26.67	n.a.
Industrial	2	0.07%	3,494	0.07%	50.93	23.54
Office	1	0.03%	61	0.00%	170.64	n.a.
Retail	36	1.18%	37,654	0.73%	316.23	158.90
Bologna	12	0.39%	60,898	1.18%	153.91	48.75
Office	10	0.33%	42,355	0.82%	138.86	29.68
Retail	2	0.07%	18,543	0.36%	229.17	67.97
Emilia-Romagna	114	3.73%	329,021	6.39%	289.13	159.56
Hospitality & Other	1	0.03%	16,283	0.32%	62.03	n.a.
Industrial	2	0.07%	7,231	0.14%	73.12	42.63
Office	13	0.42%	61,311	1.19%	199.24	153.97
Retail	98	3.20%	244,196	4.75%	307.77	154.21
Lazio	31	1.01%	79,256	1.54%	482.35	442.44
Industrial	2	0.07%	42,623	0.83%	37.79	0.30
Retail	29	0.95%	36,633	0.71%	513.01	441.19
Marche	82	2.68%	142,561	2.77%	302.54	159.33
Hospitality & Other	3	0.10%	24,635	0.48%	48.20	9.66
Industrial	5	0.16%	43,093	0.84%	72.38	20.01
Retail	74	2.42%	74,833	1.45%	328.40	145.53
Molise	5	0.16%	14,444	0.28%	79.96	57.90
Industrial	3	0.10%	9,603	0.19%	40.65	24.80
Office	1	0.03%	4,118	0.08%	121.79	n.a.
Retail	1	0.03%	723	0.01%	156.06	n.a.
Roma	334	10.92%	234,548	4.56%	445.32	1,451.71
Hospitality & Other	7	0.23%	28,074	0.55%	194.57	72.49
Industrial	5	0.16%	26,653	0.52%	750.99	1,296.51
Office	107	3.50%	159,440	3.10%	322.16	361.83
Residential	200	6.54%	17,466	0.34%	524.85	1,843.35
Retail	15	0.49%	2,915	0.06%	278.49	231.76
Roma Altro	209	6.83%	549,043	10.67%	305.79	1,396.89
Hospitality & Other	12	0.39%	35,566	0.69%	83.66	65.98
Industrial	9	0.29%	82,493	1.60%	59.96	21.68
Office	89	2.91%	342,280	6.65%	470.74	2,130.59
Retail	99	3.24%	88,704	1.72%	206.77	136.37
Roma EUR	33	1.08%	152,570	2.97%	236.20	214.77
Office	32	1.05%	152,210	2.96%	228.89	214.00
Retail	1	0.03%	360	0.01%	469.98	n.a.
Toscana	115	3.76%	245,902	4.78%	325.10	226.20
Hospitality & Other	4	0.13%	32,815	0.64%	105.36	44.05
Industrial	16	0.52%	109,902	2.14%	50.91	33.19
Office	33	1.08%	57,945	1.13%	190.19	121.38
Retail	62	2.03%	45,240	0.88%	481.84	172.69
Umbria	4	0.13%	15,028	0.29%	120.88	49.46
Industrial	1	0.03%	1,633	0.03%	74.61	n.a.
Retail	3	0.10%	13,395	0.26%	136.30	47.36

Tabella 2 – Panel B: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2006
– Area Nord-est (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	3,059	100.00%	5,145,011	100%	331.01	1,806.35
Nord-est	344	11.25%	363,483	7.06%	176.69	178.53
Friuli-Venezia Giulia	26	0.85%	130,975	2.55%	99.29	49.96
Hospitality & Other	11	0.36%	42,934	0.83%	92.66	39.13
Industrial	3	0.10%	14,480	0.28%	55.37	3.96
Office	5	0.16%	25,748	0.50%	101.18	22.46
Retail	7	0.23%	47,813	0.93%	127.19	74.49
Trentino-Alto Adige	1	0.03%	13,408	0.26%	86.52	n.a.
Hospitality & Other	1	0.03%	13,408	0.26%	86.52	n.a.
Veneto	317	10.36%	219,100	4.26%	183.33	183.95
Hospitality & Other	32	1.05%	36,999	0.72%	127.38	195.57
Industrial	18	0.59%	6,017	0.12%	95.75	87.28
Office	76	2.48%	62,807	1.22%	82.25	85.09
Residential	51	1.67%	6,830	0.13%	69.96	25.04
Retail	140	4.58%	106,447	2.07%	303.54	191.73

Tabella 2 – Panel C: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2006
– Area Nord-ovest (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	3,059	100.00%	5,145,011	100%	331.01	1,806.35
Nord-ovest	1,419	46.39%	2,326,902	45.23%	395.03	2,490.67
Liguria	29	0.95%	103,744	2.02%	112.19	110.90
Hospitality & Other	2	0.07%	16,549	0.32%	104.88	40.61
Industrial	4	0.13%	26,553	0.52%	52.54	6.36
Office	23	0.75%	60,642	1.18%	123.20	121.63
Lombardia	223	7.29%	527,071	10.24%	169.63	120.59
Hospitality & Other	9	0.29%	56,101	1.09%	106.25	50.95
Industrial	13	0.42%	211,156	4.10%	64.62	33.49
Office	137	4.48%	154,998	3.01%	131.79	49.04
Retail	64	2.09%	104,816	2.04%	280.87	164.23
Milano Centro	218	7.13%	115,200	2.24%	1,014.12	5,600.62
Hospitality & Other	9	0.29%	1,757	0.03%	184.50	106.80
Office	154	5.03%	104,613	2.03%	1,382.47	6,634.86
Residential	54	1.77%	6,999	0.14%	117.73	37.11
Retail	1	0.03%	1,831	0.04%	159.14	n.a.
Milano Comune	317	10.36%	519,508	10.10%	348.36	1,360.78
Hospitality & Other	10	0.33%	37,339	0.73%	124.03	45.87
Industrial	6	0.20%	21,006	0.41%	76.55	58.66
Office	239	7.81%	399,670	7.77%	367.57	1,563.75
Retail	62	2.03%	61,493	1.20%	336.77	184.77
Milano Periferia	405	13.24%	655,758	12.75%	343.57	1,720.37
Hospitality & Other	3	0.10%	15,102	0.29%	95.97	48.95
Industrial	7	0.23%	169,633	3.30%	61.85	17.05
Office	309	10.10%	444,406	8.64%	309.88	1,954.71
Retail	86	2.81%	26,617	0.52%	496.19	430.78
Milano Semi Centro	20	0.65%	39,044	0.76%	445.50	471.06
Office	17	0.56%	37,540	0.73%	496.47	494.31
Residential	1	0.03%	1,200	0.02%	82.46	n.a.
Retail	2	0.07%	304	0.01%	193.81	62.56
Piemonte	199	6.51%	338,831	6.59%	195.90	687.63
Hospitality & Other	7	0.23%	53,113	1.03%	65.63	17.21
Industrial	7	0.23%	69,593	1.35%	50.89	26.32
Office	81	2.65%	102,993	2.00%	272.36	1,033.55
Residential	61	1.99%	4,765	0.09%	124.56	321.36
Retail	43	1.41%	108,367	2.11%	197.90	147.35
Torino	8	0.26%	27,746	0.54%	115.49	27.07
Office	8	0.26%	27,746	0.54%	115.49	27.07

**Tabella 2 – Panel D: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2006
– Area Sud (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	3,059	100.00%	5,145,011	100%	331.01	1,806.35
Sud	317	10.36%	578,292	11.24%	145.95	195.82
Calabria	2	0.07%	20,299	0.39%	59.82	0.25
Hospitality & Other	1	0.03%	19,450	0.38%	59.64	n.a.
Industrial	1	0.03%	849	0.02%	60.00	n.a.
Campania	162	5.30%	218,924	4.26%	222.86	242.09
Industrial	6	0.20%	28,313	0.55%	70.22	41.63
Office	26	0.85%	135,628	2.64%	98.16	48.96
Residential	62	2.03%	10,046	0.20%	37.06	19.15
Retail	68	2.22%	44,937	0.87%	453.41	213.21
Puglia	117	3.82%	160,915	3.13%	60.81	70.93
Hospitality & Other	2	0.07%	17,511	0.34%	65.42	35.75
Industrial	9	0.29%	45,661	0.89%	69.89	24.65
Office	16	0.52%	49,401	0.96%	116.00	84.99
Residential	85	2.78%	8,414	0.16%	42.34	55.08
Retail	5	0.16%	39,928	0.78%	179.93	127.35
Sardegna	18	0.59%	84,752	1.65%	82.42	39.40
Hospitality & Other	2	0.07%	18,525	0.36%	115.67	78.32
Industrial	8	0.26%	19,569	0.38%	53.00	9.43
Office	3	0.10%	22,201	0.43%	108.48	24.53
Retail	5	0.16%	24,457	0.48%	100.54	37.45
Sicilia	18	0.59%	93,402	1.82%	80.27	76.67
Hospitality & Other	1	0.03%	5,036	0.10%	34.04	n.a.
Industrial	11	0.36%	32,662	0.63%	43.51	14.99
Office	5	0.16%	32,004	0.62%	157.20	108.11
Retail	1	0.03%	23,700	0.46%	146.20	n.a.

**Tabella 3 – Panel A: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2007
– Area Centro (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	3,626	100.00%	6,065,342	100.00%	325.40	1,472.01
Centro	1,216	33.54%	2,039,642	33.63%	311.87	222.99
Abruzzo	44	0.01213	55,406	0.00913	295.78	172.86
Hospitality & Other	1	0.03%	11,854	0.20%	99.33	n.a.
Industrial	3	0.08%	4,511	0.07%	45.88	18.80
Retail	40	1.10%	39,041	0.64%	319.44	162.97
Bologna	4	0.11%	34,076	0.56%	168.25	94.74
Industrial	1	0.03%	4,419	0.07%	50.17	n.a.
Office	1	0.03%	11,114	0.18%	158.67	n.a.
Retail	2	0.06%	18,543	0.31%	232.09	68.84
Emilia-Romagna	232	6.40%	493,570	8.14%	274.72	163.42
Hospitality & Other	1	0.03%	16,283	0.27%	91.01	n.a.
Industrial	10	0.28%	67,986	1.12%	46.99	25.43
Office	11	0.30%	52,733	0.87%	224.76	247.54
Retail	210	5.79%	356,568	5.88%	289.06	153.55
Lazio	117	3.23%	184,802	3.05%	213.84	191.23
Industrial	45	1.24%	122,491	2.02%	42.10	19.42
Retail	72	1.99%	62,311	1.03%	321.17	170.70
Marche	91	2.51%	157,331	2.59%	293.98	172.49
Hospitality & Other	3	0.08%	24,635	0.41%	62.56	17.94
Industrial	13	0.36%	58,161	0.96%	53.54	24.58
Office	1	0.03%	61	0.00%	375.69	n.a.
Retail	74	2.04%	74,474	1.23%	344.50	146.28
Molise	5	0.14%	15,543	0.26%	62.65	39.75
Industrial	4	0.11%	11,425	0.19%	47.55	24.21
Office	1	0.03%	4,118	0.07%	123.07	n.a.
Roma	91	2.51%	125,407	2.07%	300.99	368.09
Hospitality & Other	1	0.03%	2,265	0.04%	243.28	n.a.
Industrial	4	0.11%	10,879	0.18%	50.82	32.24
Office	78	2.15%	110,976	1.83%	320.98	385.98
Retail	8	0.22%	1,287	0.02%	238.37	239.98
Roma Altro	492	13.57%	621,938	10.25%	370.30	217.75
Hospitality & Other	12	0.33%	35,566	0.59%	85.38	67.91
Industrial	11	0.30%	84,826	1.40%	60.73	20.75
Office	82	2.26%	305,542	5.04%	176.37	80.93
Retail	387	10.67%	196,004	3.23%	429.03	205.16
Roma EUR	21	0.58%	91,414	1.51%	196.12	120.51
Office	20	0.55%	91,054	1.50%	182.14	104.74
Retail	1	0.03%	360	0.01%	475.62	n.a.
Toscana	111	3.06%	234,799	3.87%	318.67	232.54
Hospitality & Other	1	0.03%	5,858	0.10%	82.81	n.a.
Industrial	25	0.69%	129,020	2.13%	50.20	27.96
Office	14	0.39%	42,076	0.69%	152.02	78.79
Retail	71	1.96%	57,845	0.95%	449.38	184.75
Umbria	8	0.22%	25,356	0.42%	82.64	56.88
Industrial	5	0.14%	11,961	0.20%	48.50	23.51
Retail	3	0.08%	13,395	0.22%	139.54	49.49

**Tabella 3 – Panel B: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2007
– Area Nort-est (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	3,626	100.00%	6,065,342	100.00%	325.40	1,472.01
Nord-est	171	4.72%	381,407	6.29%	142.62	283.77
Friuli-Venezia Giulia	17	0.47%	147,212	2.43%	91.68	61.72
Hospitality & Other	2	0.06%	32,993	0.54%	66.29	8.35
Industrial	5	0.14%	47,228	0.78%	42.14	20.16
Office	2	0.06%	11,833	0.20%	108.01	36.17
Retail	8	0.22%	55,158	0.91%	124.91	70.72
Trentino-Alto Adige	34	0.94%	19,962	0.33%	304.07	120.71
Hospitality & Other	1	0.03%	13,408	0.22%	84.93	n.a.
Retail	33	0.91%	6,554	0.11%	310.72	116.10
Veneto	120	3.31%	214,233	3.53%	104.09	318.06
Hospitality & Other	7	0.19%	36,566	0.60%	70.45	20.45
Industrial	8	0.22%	56,169	0.93%	45.36	22.69
Office	56	1.54%	56,799	0.94%	133.05	462.36
Residential	41	1.13%	5,512	0.09%	72.11	26.83
Retail	8	0.22%	59,187	0.98%	153.41	120.83

**Tabella 3 – Panel C: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2007
– Area Nort-ovest (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	3,626	100.00%	6,065,342	100.00%	325.40	1,472.01
Nord-ovest	1,593	43.93%	2,386,661	39.35%	405.17	2,203.57
Liguria	32	0.88%	114,929	1.89%	84.59	51.91
Hospitality & Other	2	0.06%	16,549	0.27%	81.71	6.23
Industrial	11	0.30%	37,589	0.62%	51.46	16.44
Office	19	0.52%	60,791	1.00%	104.07	58.45
Lombardia	261	7.20%	622,719	10.27%	278.07	171.78
Hospitality & Other	15	0.41%	72,070	1.19%	118.67	72.76
Industrial	26	0.72%	298,830	4.93%	62.17	21.13
Office	43	1.19%	121,787	2.01%	112.70	42.61
Retail	177	4.88%	130,032	2.14%	363.46	140.02
Milano Centro	109	3.01%	59,195	0.98%	1,426.73	7,364.06
Hospitality & Other	9	0.25%	1,757	0.03%	153.29	91.63
Office	100	2.76%	57,438	0.95%	1,541.34	7,681.01
Milano Comune	360	9.93%	645,719	10.65%	273.53	1,024.76
Hospitality & Other	24	0.66%	74,101	1.22%	106.53	60.11
Industrial	10	0.28%	36,951	0.61%	112.34	63.76
Office	255	7.03%	479,180	7.90%	282.99	1,210.83
Residential	11	0.30%	1,558	0.03%	115.96	32.13
Retail	60	1.65%	53,929	0.89%	355.84	219.64
Milano Periferia	385	10.62%	447,733	7.38%	475.59	1,793.52
Hospitality & Other	2	0.06%	10,977	0.18%	102.59	72.92
Industrial	10	0.28%	102,024	1.68%	52.99	21.39
Office	189	5.21%	286,235	4.72%	383.81	2,532.93
Retail	184	5.07%	48,497	0.80%	596.89	352.12
Milano Semi Centro	11	0.30%	25,382	0.42%	222.56	122.02
Hospitality & Other	3	0.08%	14,646	0.24%	126.53	66.85
Office	7	0.19%	10,580	0.17%	261.06	130.10
Retail	1	0.03%	156	0.00%	241.08	n.a.
Piemonte	426	11.75%	441,888	7.29%	304.38	527.96
Hospitality & Other	6	0.17%	45,500	0.75%	61.87	13.26
Industrial	45	1.24%	160,704	2.65%	37.36	16.64
Office	83	2.29%	92,983	1.53%	284.10	1,037.70
Retail	292	8.05%	142,701	2.35%	356.28	297.58
Torino	9	0.25%	29,096	0.48%	105.59	46.08
Office	9	0.25%	29,096	0.48%	105.59	46.08

Tabella 3 – Panel D: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2007
– Area Sud (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	3,626	100.00%	6,065,342	100.00%	325.40	1,472.01
Sud	646	17.82%	1,257,632	20.73%	202.55	194.71
Basilicata	34	0.94%	21,065	0.35%	140.93	88.45
Industrial	10	0.28%	14,021	0.23%	24.42	11.78
Retail	24	0.66%	7,044	0.12%	189.47	53.01
Calabria	35	0.97%	76,529	1.26%	42.95	14.71
Hospitality & Other	1	0.03%	19,450	0.32%	52.71	n.a.
Industrial	34	0.94%	57,079	0.94%	42.66	14.84
Campania	203	5.60%	304,160	5.01%	272.17	209.62
Industrial	61	1.68%	144,636	2.38%	45.76	36.55
Office	16	0.44%	92,427	1.52%	89.06	34.41
Retail	126	3.47%	67,097	1.11%	405.03	152.07
Puglia	82	2.26%	228,897	3.77%	76.37	87.11
Hospitality & Other	2	0.06%	17,511	0.29%	60.83	28.40
Industrial	58	1.60%	127,579	2.10%	42.55	20.16
Office	6	0.17%	19,533	0.32%	144.13	135.24
Retail	16	0.44%	64,274	1.06%	175.52	128.48
Sardegna	80	2.21%	143,723	2.37%	143.61	108.38
Hospitality & Other	2	0.06%	18,525	0.31%	132.88	101.38
Industrial	25	0.69%	46,579	0.77%	53.12	39.64
Office	2	0.06%	20,356	0.34%	100.87	26.87
Retail	51	1.41%	58,263	0.96%	190.06	105.89
Sicilia	212	5.85%	483,258	7.97%	243.16	215.85
Hospitality & Other	12	0.33%	98,219	1.62%	200.22	437.43
Industrial	51	1.41%	102,556	1.69%	41.48	18.15
Office	35	0.97%	253,571	4.18%	99.31	108.12
Residential	2	0.06%	2,827	0.05%	37.93	49.30
Retail	112	3.09%	26,085	0.43%	388.21	135.84

**Tabella 4 – Panel A: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2008
– Area Centro (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	6,175	100.00%	7,467,592	100.00%	306.96	2,605.68
Centro	2,014	32.62%	2,450,417	32.81%	283.69	1,090.35
Abruzzo	42	0.68%	65,624	0.88%	294.53	181.90
Hospitality & Other	1	0.02%	11,854	0.16%	100.52	n.a.
Industrial	3	0.05%	4,511	0.06%	41.34	24.82
Office	1	0.02%	141	0.00%	110.15	n.a.
Retail	37	0.60%	49,118	0.66%	325.29	171.30
Bologna	5	0.08%	53,995	0.72%	131.28	92.40
Industrial	1	0.02%	4,419	0.06%	5.41	n.a.
Office	2	0.03%	31,033	0.42%	107.11	0.99
Retail	2	0.03%	18,543	0.25%	218.38	44.39
Emilia-Romagna	389	6.30%	600,572	8.04%	236.61	165.44
Hospitality & Other	1	0.02%	16,283	0.22%	92.10	n.a.
Industrial	11	0.18%	72,416	0.97%	40.76	24.84
Office	57	0.92%	114,385	1.53%	147.10	132.83
Residential	33	0.53%	3,857	0.05%	83.63	43.68
Retail	287	4.65%	393,631	5.27%	279.98	160.34
Lazio	167	2.70%	195,101	2.61%	303.82	281.18
Industrial	43	0.70%	120,983	1.62%	42.35	19.38
Office	1	0.02%	198	0.00%	115.49	n.a.
Retail	123	1.99%	73,920	0.99%	396.77	272.67
Marche	91	1.47%	157,828	2.11%	294.72	175.72
Hospitality & Other	3	0.05%	24,635	0.33%	63.79	17.81
Industrial	13	0.21%	58,161	0.78%	52.36	23.89
Office	3	0.05%	687	0.01%	101.03	24.32
Retail	72	1.17%	74,345	1.00%	356.16	143.52
Molise	5	0.08%	11,510	0.15%	42.67	29.67
Industrial	4	0.06%	11,425	0.15%	33.91	25.73
Office	1	0.02%	85	0.00%	77.72	n.a.
Roma	477	7.72%	187,514	2.51%	129.44	373.89
Hospitality & Other	2	0.03%	8,660	0.12%	225.11	29.82
Industrial	5	0.08%	14,998	0.20%	79.43	41.32
Office	45	0.73%	120,805	1.62%	449.66	1,162.03
Residential	422	6.83%	40,183	0.54%	91.08	34.89
Retail	3	0.05%	2,868	0.04%	741.02	330.58
Roma Altro	549	8.89%	731,847	9.80%	482.61	2,026.80
Hospitality & Other	12	0.19%	35,566	0.48%	87.49	68.81
Industrial	11	0.18%	84,826	1.14%	57.13	21.96
Office	102	1.65%	394,001	5.28%	711.94	3,700.73
Residential	88	1.43%	5,081	0.07%	129.47	22.16
Retail	336	5.44%	212,373	2.84%	533.51	1,589.82
Roma EUR	29	0.47%	148,990	2.00%	215.37	122.01
Office	28	0.45%	148,630	1.99%	205.58	112.04
Retail	1	0.02%	360	0.00%	489.53	n.a.
Toscana	223	3.61%	268,908	3.60%	234.51	218.64
Hospitality & Other	3	0.05%	30,742	0.41%	93.18	7.81
Industrial	25	0.40%	120,186	1.61%	45.37	29.66
Office	123	1.99%	60,661	0.81%	147.53	130.78
Retail	72	1.17%	57,319	0.77%	454.68	209.93
Umbria	37	0.60%	28,528	0.38%	88.76	32.81
Industrial	5	0.08%	11,961	0.16%	52.95	19.32
Office	1	0.02%	305	0.00%	69.33	n.a.
Residential	28	0.45%	2,867	0.04%	89.96	23.64
Retail	3	0.05%	13,395	0.18%	143.75	55.97

Tabella 4 – Panel B: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2008
 – Area Nort-est (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	6,175	100.00%	7,467,592	100.00%	306.96	2,605.68
Nord-est	255	4.13%	465,584	6.23%	142.99	104.51
Friuli-Venezia Giulia	26	0.42%	163,648	2.19%	107.71	60.89
Hospitality & Other	2	0.03%	32,993	0.44%	67.57	9.14
Industrial	5	0.08%	47,228	0.63%	48.87	11.33
Office	9	0.15%	25,727	0.34%	109.16	35.04
Retail	10	0.16%	57,700	0.77%	143.87	73.52
Trentino-Alto Adige	35	0.57%	20,557	0.28%	304.52	130.43
Hospitality & Other	1	0.02%	13,408	0.18%	85.95	n.a.
Retail	34	0.55%	7,149	0.10%	310.95	126.64
Veneto	194	3.14%	281,379	3.77%	118.57	73.47
Hospitality & Other	8	0.13%	40,126	0.54%	89.11	36.69
Industrial	8	0.13%	58,120	0.78%	50.30	27.95
Office	98	1.59%	99,284	1.33%	104.50	76.94
Residential	7	0.11%	1,260	0.02%	94.01	33.68
Retail	73	1.18%	82,589	1.11%	150.54	64.92

**Tabella 4 – Panel C: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2008
– Area Nord-ovest (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	6,175	100.00%	7,467,592	100.00%	306.96	2,605.68
Nord-ovest	3,151	51.03%	3,254,641	43.58%	368.94	3,539.19
Liguria	224	3.63%	189,021	2.53%	344.23	200.70
Hospitality & Other	2	0.03%	16,549	0.22%	83.21	5.56
Industrial	12	0.19%	39,556	0.53%	59.96	25.30
Office	29	0.47%	66,413	0.89%	89.98	56.19
Residential	1	0.02%	110	0.00%	64.06	n.a.
Retail	180	2.91%	66,393	0.89%	408.60	168.50
Lombardia	312	5.05%	741,676	9.93%	160.19	116.03
Hospitality & Other	17	0.28%	85,363	1.14%	108.25	67.92
Industrial	25	0.40%	294,927	3.95%	59.25	25.90
Office	130	2.11%	174,524	2.34%	140.13	50.33
Retail	140	2.27%	186,862	2.50%	203.15	150.75
Milano Centro	195	3.16%	107,367	1.44%	1,809.43	12,706.53
Hospitality & Other	8	0.13%	1,343	0.02%	206.38	113.34
Office	186	3.01%	104,193	1.40%	1,887.21	13,006.85
Retail	1	0.02%	1,831	0.02%	165.64	n.a.
Milano Comune	747	12.10%	735,806	9.85%	308.88	2,454.52
Hospitality & Other	27	0.44%	104,379	1.40%	98.14	51.72
Industrial	7	0.11%	66,838	0.90%	65.51	49.15
Office	475	7.69%	482,400	6.46%	417.95	3,070.56
Residential	172	2.79%	14,006	0.19%	26.92	36.69
Retail	66	1.07%	68,183	0.91%	370.75	244.62
Milano Periferia	836	13.54%	740,802	9.92%	256.93	1,305.79
Hospitality & Other	4	0.06%	19,218	0.26%	87.87	70.72
Industrial	12	0.19%	163,027	2.18%	48.88	33.47
Office	255	4.13%	465,281	6.23%	366.70	2,320.09
Residential	371	6.01%	41,183	0.55%	26.84	20.09
Retail	194	3.14%	52,093	0.70%	568.99	270.17
Milano Semi Centro	106	1.72%	109,124	1.46%	846.17	3,914.41
Hospitality & Other	3	0.05%	14,646	0.20%	133.33	68.69
Industrial	1	0.02%	19,891	0.27%	45.25	n.a.
Office	94	1.52%	69,052	0.92%	924.86	4,152.41
Residential	1	0.02%	1,200	0.02%	85.20	n.a.
Retail	7	0.11%	4,335	0.06%	318.09	67.83
Piemonte	583	9.44%	593,305	7.95%	234.91	443.00
Hospitality & Other	6	0.10%	45,500	0.61%	63.08	13.40
Industrial	48	0.78%	155,405	2.08%	38.40	27.56
Office	88	1.43%	107,963	1.45%	287.58	1,033.95
Retail	441	7.14%	284,437	3.81%	248.12	206.81
Torino	144	2.33%	36,553	0.49%	66.20	19.05
Office	7	0.11%	21,116	0.28%	112.95	23.37
Residential	137	2.22%	15,437	0.21%	63.81	15.47
Valle D'Aosta	4	0.06%	987	0.01%	226.51	197.53
Retail	4	0.06%	987	0.01%	226.51	197.53

**Tabella 4 – Panel D: Statistiche descrittive del database al 31 dicembre 2008
– Area Sud (Fonte: Elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Numero di immobili	%	Mq totali	%	Media canone annuo per mq (in euro)	Dev. standard canone medio per mq
Totale complessivo	6,175	100.00%	7,467,592	100.00%	306.96	2,605.68
Sud	755	12.23%	1,296,950	17.37%	165.73	203.81
Basilicata	35	0.57%	22,529	0.30%	143.22	84.26
Industrial	10	0.16%	14,021	0.19%	31.86	12.52
Retail	25	0.40%	8,508	0.11%	187.76	52.59
Calabria	38	0.62%	76,913	1.03%	46.74	27.74
Hospitality & Other	1	0.02%	19,450	0.26%	53.34	n.a.
Industrial	34	0.55%	57,079	0.76%	41.40	16.64
Office	3	0.05%	384	0.01%	105.14	63.62
Campania	276	4.47%	335,136	4.49%	217.73	213.12
Industrial	59	0.96%	139,089	1.86%	45.11	27.91
Office	17	0.28%	114,251	1.53%	173.08	241.34
Residential	72	1.17%	13,300	0.18%	41.33	19.75
Retail	128	2.07%	68,496	0.92%	402.45	155.86
Puglia	150	2.43%	240,055	3.21%	87.73	239.89
Hospitality & Other	2	0.03%	17,511	0.23%	61.83	28.35
Industrial	58	0.94%	128,282	1.72%	47.54	20.83
Office	15	0.24%	28,952	0.39%	320.31	712.90
Residential	58	0.94%	6,191	0.08%	42.23	3.46
Retail	17	0.28%	59,119	0.79%	177.92	129.49
Sardegna	85	1.38%	149,932	2.01%	134.92	109.51
Hospitality & Other	2	0.03%	18,525	0.25%	137.53	105.74
Industrial	27	0.44%	53,068	0.71%	45.43	18.32
Office	5	0.08%	21,066	0.28%	97.80	28.38
Retail	51	0.83%	57,273	0.77%	185.83	112.15
Sicilia	171	2.77%	472,385	6.33%	196.57	195.83
Hospitality & Other	12	0.19%	98,219	1.32%	61.68	45.61
Industrial	52	0.84%	105,894	1.42%	41.17	15.83
Office	37	0.60%	250,522	3.35%	81.98	55.74
Residential	2	0.03%	2,827	0.04%	90.21	3.17
Retail	68	1.10%	14,923	0.20%	404.68	146.81

Dall'analisi delle tabelle sopra riportate è possibile notare in maniera immediata come il numero degli immobili censiti ogni anno sia cresciuto nel tempo, in termini di numerosità (da 3.059 unità immobiliari del 2006 a 6.175 nel 2008) e di metri quadri (da oltre 5 milioni nel 2006 a circa 7,5 milioni nel 2008). Risulta interessante notare come il canone medio annuo per metro quadro sia invece sceso (di circa il 7,3% nel triennio in questione), rispecchiando quanto effettivamente si è verificato sul mercato immobiliare domestico nel periodo considerato. La deviazione standard della canone medio per metro quadro registra invece valori particolarmente elevati a testimonianza della incompletezza/incongruenza di parte dei valori presenti nel database, dati che non è possibile correggere in autonomia, se non grazie all'aiuto dei soggetti proprietari di tali informazioni, ossia gli stessi locatori degli immobili.

A livello di distribuzione geografica, invece, in media la metà del database è costituito da immobili presenti nell'area nord-ovest del Paese, ed in particolare nella regione Lombardia, dove solo la zona di Milano e provincia rappresenta

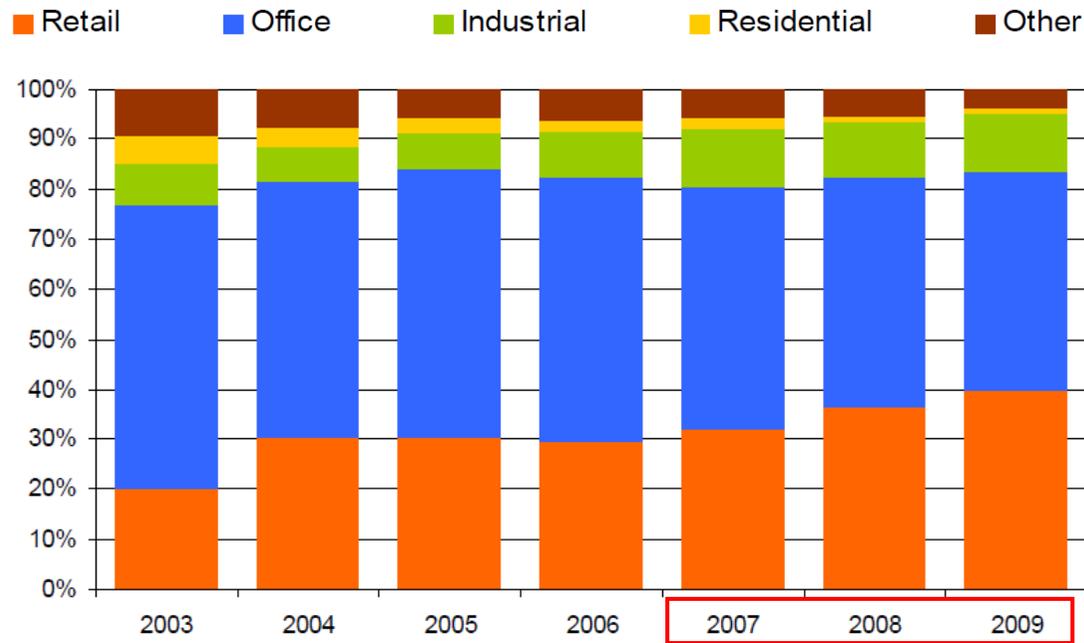
oltre il 30% del totale del patrimonio immobiliare censito. Segue quindi l'area centrale dell'Italia, dove la regione Lazio raccoglie circa il 20% degli immobili censiti, seguita a distanza da Emilia Romagna e Toscana (mediamente il 10% complessivamente). L'area sud e quella nord-est del Paese rappresentano invece aree di interesse marginale per gli investitori istituzionali nel mercato immobiliare domestico.

A livello di destinazione d'uso, infine, circa il 40% degli immobili è adibito ad uso retail (centri commerciali e supermercati in primo luogo), situati al nord-ovest ed al centro, in prossimità delle grandi aree urbane (Milano e Roma). Gli uffici rappresentano invece circa un terzo del database con una concentrazione quasi esclusiva nell'area milanese, mentre gli immobili ad uso residenziale ricoprono il 20% del mercato immobiliare domestico, ancora una volta con forti concentrazioni in prossimità delle città di Milano e Roma. Immobili adibiti ad uso industriale ed assistenziale ricoprono invece una parte limitata all'interno del portafoglio degli investitori.

Sebbene il database generale possa dare indicazioni utili circa l'evoluzione del mercato immobiliare domestico, tenuto conto delle imprecisioni descritte in precedenza, le analisi illustrate nel corso del lavoro, ove non diversamente specificato, sono state tuttavia svolte sulle consistenze di una parte certificata di tale database, ossia su immobili le cui informazioni risultano complete in ogni sua parte.

In particolare la tabella 5 mostra graficamente l'evoluzione storica della composizione del database nel corso del tempo per destinazione d'uso, mentre la tabella 6 analizza nel dettaglio gli anni 2007, 2008 e 2009, evidenziando alcuni dati di sintesi, quali la numerosità ed il valore degli immobili facenti parte del campione, nonché la loro destinazione d'uso.

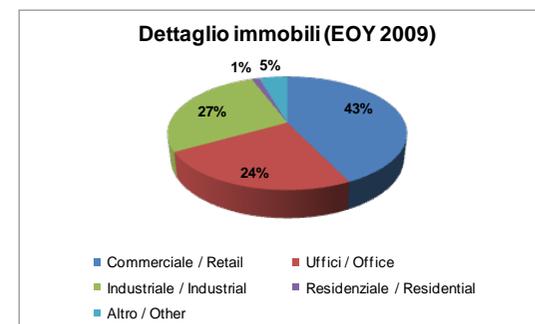
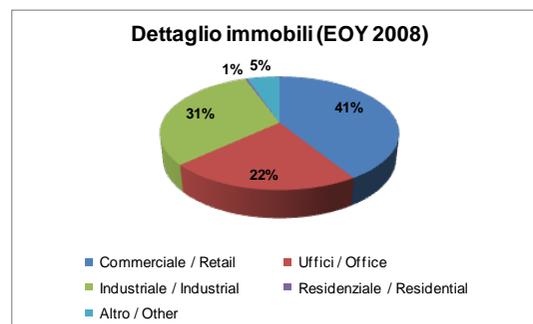
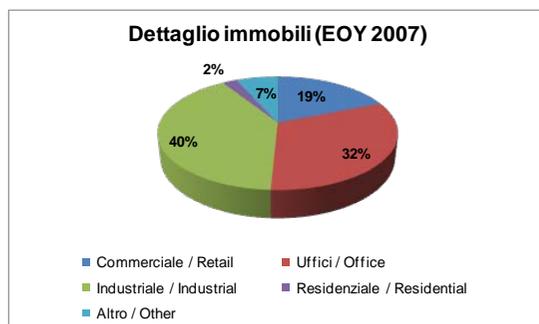
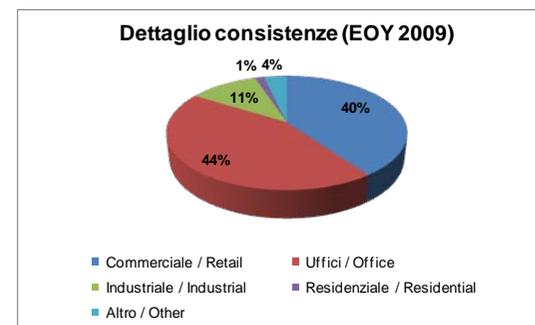
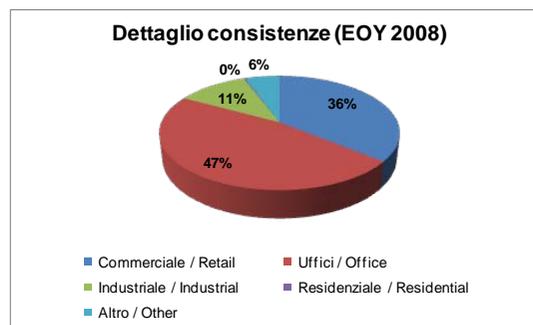
Tabella 5 – Composizione storica del database per destinazione d'uso dalla sua costituzione ad oggi (Fonte: IPD)



Maggiori dettagli in tabella 6

Tabella 6 – Dati di sintesi dei database alla fine degli anni 2007, 2008 e 2009 (Fonte: elaborazioni dell'autore su dati IPD)

	Dicembre 2007			Dicembre 2008			Dicembre 2009		
	Consistenza		Immobili	Consistenza		Immobili	Consistenza		Immobili
	€/mln	%	Unità	€/mln	%	Unità	€/mln	%	Unità
Tutti gli immobili / All Property	16,974	100.0%	1,225	18160	100.0%	1,557	18,979	100.0%	1,658
Commerciale / Retail	5,948	35.0%	232	6507	35.8%	640	7609	40.1%	709
Uffici / Office	7,781	45.8%	390	8539	47.0%	344	8295	43.7%	400
Industriale / Industrial	1,888	11.1%	492	2058	11.3%	486	2101	11.1%	453
Residenziale / Residential	360	2.1%	28	40	0.2%	5	271	1.4%	20
Altro / Other	997	5.9%	83	1016	5.6%	82	702	3.7%	76



Per quanto riguarda l'evoluzione storica della composizione del database nel corso del tempo per destinazione d'uso, è possibile notare come la componente retail sia raddoppiata nel tempo (dal 20% del totale investimenti nel 2003, al 40% alla fine del 2009), grazie soprattutto all'ingresso di operatori stranieri specializzati in shopping center, a scapito della quota destinata ad uso ufficio, che ha visto scendere il suo peso al di sotto del 50% del database. Con un trend discendente pressoché costante, gli immobili residenziali e quelli destinati ad altri utilizzi hanno visto ridurre il proprio peso complessivo al di sotto del 5%, mentre la quota destinata ad uso industriale si è consolidata intorno ai dieci punti percentuali.

Passando ora ad analizzare nel dettaglio gli anni più recenti, la base dati al 31 dicembre 2009, riflette nella sostanza le dinamiche descritte nel paragrafo precedente riguardanti il periodo 2003-2009: scomponendo infatti il database per il valore capitale degli immobili, emerge come il comparto uffici si stia attestando intorno al 45% del portafoglio in analisi, seguito a brevissima distanza dal segmento commerciale (40%), che ha visto salire il proprio peso di circa 5 punti percentuali solo nell'ultimo anno. Giocano un ruolo sempre più marginale le altre componenti, quali l'*industrial* e l'*hospitality* con il restante 15% del campione.

3.2 Regressione logistica

La seconda parte della ricerca è volta ad individuare anticipatamente situazioni di tensioni che potrebbero sfociare in un abbandono o meno dell'immobile da parte del locatario.

Tra i modelli econometrici utilizzabili, il modello logit combina alla facilità di costruzione l'immediatezza dell'interpretazione dei risultati.

Il modello di regressione logistica è un modello non parametrico che spiega la probabilità di possesso di un attributo o di un evento; in questi casi la variabile dipendente è dicotomica, ossia assume valori 1 e 0, a seconda che l'evento si sia verificato o meno. Nella realtà questa tipologia di regressione è ampiamente utilizzata per la stima delle probabilità di appartenenza o la ricerca delle determinanti di specifici rischi: proprio quest'ultimo utilizzo potrebbe aiutarci a

capire i fattori principali che motivano l'affittuario ad abbandonare l'immobile (rischio locatario), grazie all'individuazione di variabili discriminanti, dette regressori.

In estrema sintesi la costruzione del modello si articola nelle quattro fasi seguenti:

- definizione delle relazioni tra le variabili,
- stima dei parametri,
- valutazione della bontà del modello,
- calcolo della significatività dello stesso.

Sebbene le motivazioni che spingono ad abbandonare un immobile possano essere molto variegate, nel modello verranno indagate principalmente variabili di natura economica e contrattuale. Poiché non è possibile prevedere con certezza la probabilità di abbandono, considerato il set limitato di informazioni a nostra disposizione, i risultati del modello possono comunque aiutare il locatore ad individuare le variabili più significative che impattano sulla probabilità di abbandono dell'unità locata da parte dell'affittuario.

Da un punto di vista formale, il modello logit può essere così sintetizzato: dato che la variabile è binaria, il valore atteso, π_i , è pari alla probabilità che l'evento di interesse accada; poiché si tratta di una probabilità, il suo valore deve essere ovviamente compreso tra 0 ed 1 (inclusi). Inoltre i valori osservati di y_i non seguono una distribuzione normale con media π_i , ma una distribuzione binomiale $(1, \pi_i)$. Per garantire la prima condizione ($0 \leq \pi_i \leq 1$), allora la probabilità $\pi_i = E(y_i | x_i)$ è sostituita dal *logit* della probabilità, ossia:

$$\text{logit}(\pi_i) = \log\left(\frac{\pi_i}{1 - \pi_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \dots + \beta_p x_{pi} \quad (1)$$

Il *logit* della probabilità è quindi il logaritmo degli *odds* dell'evento oggetto dello studio, dal quale è possibile ricavare π_i come:

$$\pi_i = \frac{\exp(\beta' x_i)}{1 + \exp(\beta' x_i)} \quad (2)$$

4. Risultati

Le analisi riportate nella prima parte del corrente paragrafo mirano a fotografare nel contesto italiano la numerosità e l'effettivo esercizio delle clausole di rescissione anticipata, per tipologia di immobile locato ed area geografica. La seconda parte della sezione riporta invece alcune analisi sulle opportunità ed i rischi impliciti nelle attuali strategie attuate dai principali investitori italiani (fondi chiusi, società immobiliari, fondi pensione ed assicurativi), salvo poi chiudere il paragrafo con un confronto delle allocazioni da parte dei vari investitori. I dati utilizzati sono stati forniti, salvo diversa indicazione, da Investment Property Databank (IPD).

4.1 Le clausole di rescissione: numerosità ed effettivo esercizio

La tabella 7 descrive l'utilizzo delle clausole di rescissione nel panorama italiano nell'anno 2008, in termini di numero di locatari coinvolti.

**Tabella 7 - Utilizzo delle clausole di rescissione nel 2008 in valori assoluti –
Numero di locatari (Fonte: elaborazioni dell'autore su dati IPD)**

	Totale		Break not exercised		Exercised - Relet		Exercised - Vacant	
	Numero locatari	Numero locatari	%	Numero locatari	%	Numero locatari	%	
Hospitality & Other	41	41	6.18%					
Centro	1	1	0.15%					
<i>Roma Altro</i>	1	1	0.15%					
Nord-est	36	36	5.43%					
Nord-ovest	4	4	0.60%					
<i>Milano Centro</i>	1	1	0.15%					
Industrial	8	8	1.21%					
Nord-ovest	1	1	0.15%					
Sud	7	7	1.06%					
Office	447	374	56.41%	66	9.95%	7	1.06%	
Centro	57	50	7.54%	7	1.06%			
<i>Bologna</i>	2	2	0.30%					
<i>Roma</i>	2			2	0.30%			
<i>Roma Altro</i>	13	13	1.96%					
<i>Roma EUR</i>	7	7	1.06%					
Nord-est	10	6	0.90%	3	0.45%	1	0.15%	
Nord-ovest	361	299	45.10%	56	8.45%	6	0.90%	
<i>Milano Centro</i>	11	4	0.60%	5	0.75%	2	0.30%	
<i>Milano Comune</i>	16	13	1.96%	2	0.30%	1	0.15%	
<i>Milano Periferia</i>	269	223	33.63%	43	6.49%	3	0.45%	
<i>Milano Semi Centro</i>	1	1	0.15%					
Sud	19	19	2.87%					
Residential	119	103	15.54%	14	2.11%	2	0.30%	
Centro	44	38	5.73%	6	0.90%			
<i>Roma</i>	43	38	5.73%	5	0.75%			
Nord-ovest	30	29	4.37%			1	0.15%	
<i>Milano Centro</i>	11	11	1.66%					
<i>Torino</i>	1					1	0.15%	
Sud	45	36	5.43%	8	1.21%	1	0.15%	
Retail	48	30	4.52%	18	2.71%			
Centro	24	14	2.11%	10	1.51%			
<i>Roma Altro</i>	8	3	0.45%	5	0.75%			
Nord-est	11	11	1.66%					
Nord-ovest	7	1	0.15%	6	0.90%			
<i>Milano Comune</i>	1			1	0.15%			
<i>Milano Periferia</i>	1	1	0.15%					
Sud	6	4	0.60%	2	0.30%			
<i>Campania</i>	6	4	0.60%	2	0.30%			
Totale complessivo	663	556	83.86%	98	14.78%	9	1.36%	

Alla fine del 2008 il numero di locatari che potevano esercitare il diritto di rescissione era pari a 663; tuttavia solo una parte di questi (107) hanno effettivamente risolto anticipatamente il contratto. Di questa parte, la quasi totalità di immobili è stata riaffittata entro l'esercizio 2008, mentre solo una quota residua risultava ancora sfitta al 31 dicembre dell'anno in questione (9 unità immobiliari).

Una caratteristica interessante del mercato italiano può essere estrapolata dalla tabella 8, che riporta i risultati dell'analisi riguardante i periodi di *vacancy* di un immobile. Sebbene la tabella sia stata elaborata con i dati presenti nel database al 31 dicembre 2007, le considerazioni che possono essere estrapolate sono valide anche per gli esercizi seguenti. Come è possibile vedere, infatti, quasi il 90% degli

immobili vacanti viene riaffittato entro il semestre successivo e la totalità degli spazi entro un periodo massimo di 18 mesi. La tabella mostra inoltre la durata temporale per la quale gli immobili risultano sfitti in funzione di differenti criteri (area geografica o tipologia) a seconda che la destinazione d'uso dei locali sia uffici o retail. Infine l'ultima colonna (denominata "Void Rate") riporta i tassi di *vacancy* per ciascuna categoria analizzata in precedenza: come prevedibile, elevati tassi di *vacancy* sono registrati in aree periferiche delle principali città, come Milano (7,37) e Roma (6,35).

Tabella 8 – Periodi di *vacancy* (per numero di unità e mesi vacanti) – Dicembre 2007 (Fonte: IPD)

	Total	0-6	%	6-12	%	13-18	%	19-24	%	Void Rate
Retail	163	136	83,4%	27	16,6%	0	0,0%	0	0,0%	2,90
Standard Units	123	105	1800,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	2,00
Shopping Centres	40	31	900,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	2,70
Office	393	333	84,7%	60	15,3%	0	0,0%	0	0,0%	5,50
Offices - Milano	156	134	85,9%	22	14,1%	0	0,0%	0	0,0%	4,01
Offices - Milano Hinterland	39	28	71,8%	11	28,2%	0	0,0%	0	0,0%	7,37
Offices - Roma Central	9	9	100,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	4,27
Offices - Roma Other	110	106	96,4%	4	3,6%	0	0,0%	0	0,0%	6,35
Offices - North West	35	29	82,9%	6	17,1%	0	0,0%	0	0,0%	3,68
Offices - North East	26	17	65,4%	9	34,6%	0	0,0%	0	0,0%	3,38
Offices - Centre and South	18	10	55,6%	8	44,4%	0	0,0%	0	0,0%	3,61
Other	156	151	96,8%	4	2,6%	0	0,0%	1	0,6%	
All Property	712	620	87,1%	91	12,8%	0	0,0%	1	0,1%	3,80

4.2 Analisi delle strategie dei principali investitori italiani

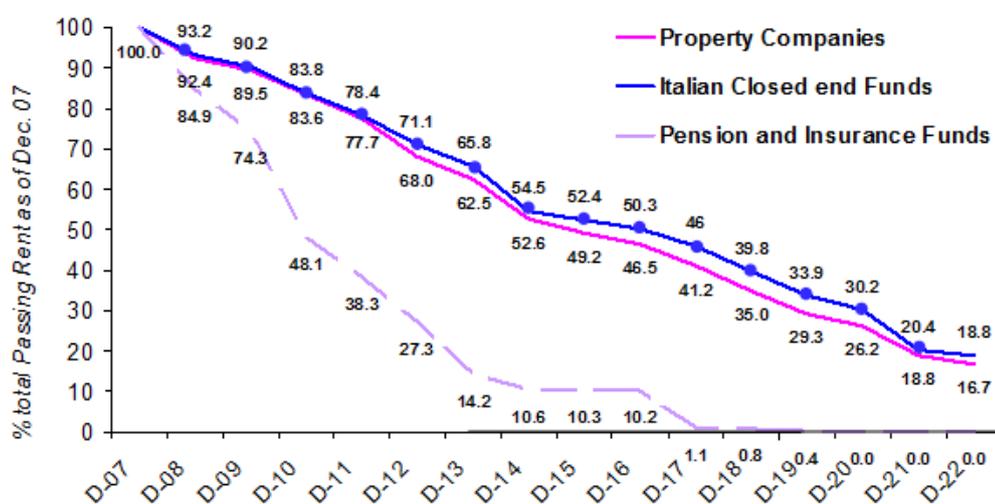
4.2.1. Analisi "Risk and Reversion"

Il presente paragrafo descrive inizialmente gli impatti sul monte canoni al 31 dicembre 2007 dei contratti di locazione siglati negli anni passati una volta che questi giungeranno a scadenza. La seconda parte, invece, è dedicata all'individuazione di eventuali opportunità o rischi dovuti alla stipula di nuovi contratti a valori di mercato, in funzione del valore dei canoni attualmente percepiti dal locatore. Tuttavia, sebbene lo studio sia stato pubblicato nel 2008 e utilizzi i dati al 31 dicembre 2007, visto l'orizzonte di lungo termine dell'analisi, le conclusioni

possono essere considerate valide anche alla fine dell'esercizio 2009, tenendo in dovuta considerazione come il mercato si è mosso negli ultimi due anni.

La figura 3 mostra l'erosione delle entrate dovuta alla scadenza dei contratti di locazioni più datati: se infatti si considera il monte dei canoni al 31 dicembre 2007 pari a 100, mano a mano che il tempo scorre è possibile stimare l'ammontare di affitti iniziali che saranno ancora pagati nel corso di prossimi anni dai locatari alle varie tipologie di investitori, e quindi per differenza l'impatto che la scadenza dei contratti genera sul monte canoni al 31 dicembre 2007.

Figura 3 – Erosione delle entrate dovuta alla scadenza dei contratti per tipologia di investitori (Fonte: IPD)



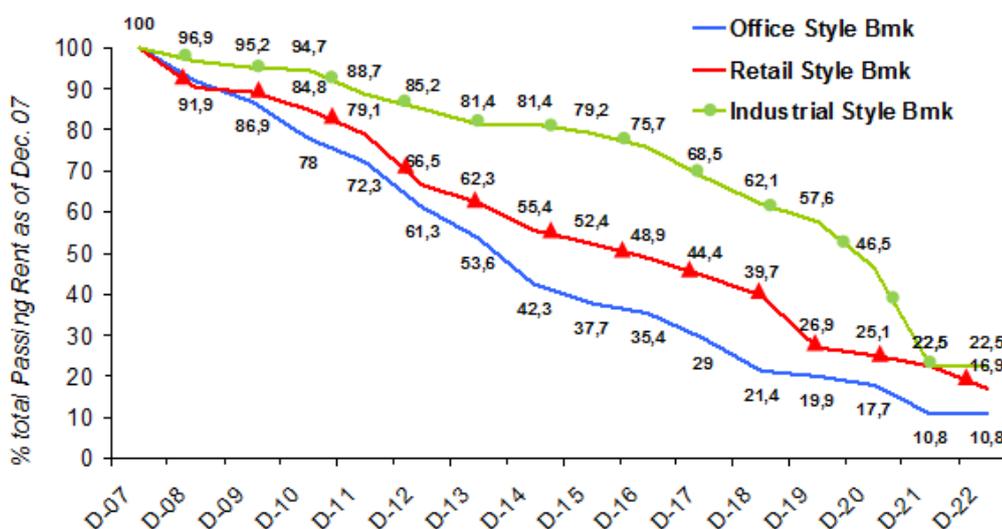
Dalla figura precedente possono essere tratte alcune importanti conclusioni. In particolare, da un lato è possibile vedere come le società immobiliari (linea continua) ed i fondi chiusi (linea con cerchietti) mostrino una struttura contrattuale molto simile in termini di scadenze: infatti le due linee corrono per lo più sovrapposte nel corso dei prossimi 10 anni ed entrambe mostrano un'erosione graduale e costante nel tempo.

Dall'altro lato invece, i fondi pensione e quelli previdenziali (linea tratteggiata) registrano un'erosione molto più marcata delle entrate: entro la fine del 2017 infatti quasi tutto il valore dei canoni percepiti al 31 dicembre 2007 scomparirà, con una riduzione più accentuata a partire dall'esercizio 2010. Questa differenza rispetto alle altre due tipologie di investitori considerati in precedenza

(società immobiliari e fondi chiusi) è principalmente spiegata in modo particolare da contratti in portafoglio più datati da parte dei fondi pensione rispetto alle altre categorie; ciò significa che nei prossimi anni i fondi pensioni e quelli previdenziali registreranno un più elevato livello di rischio (inteso in senso finanziario) se comparati alle altre tipologie di investitori, dovuto in misura preponderante ad una più elevata incertezza circa le future condizioni di mercato a cui saranno siglati i nuovi accordi.

La figura 4 analizza ancora l'erosione delle entrate correnti dovuta alla scadenza dei contratti meno recenti, questa volta sotto un profilo settoriale. In particolare:

Figura 4 - Erosione delle entrate dovuta alla scadenza dei contratti per settore di attività (Fonte: IPD)



Anche in questo caso, se consideriamo il monte cumulato degli affitti alla fine del 2007 pari a 100, mano a mano che il tempo scorre è possibile stimare l'ammontare dei canoni iniziali che saranno ancora pagati nel corso degli anni, in funzione del settore di attività del locatario.

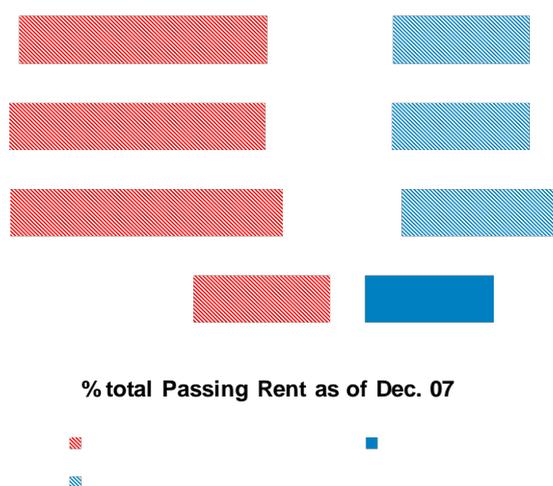
Dal grafico è possibile vedere come il comparto industriale (linea con cerchietti) mostri una tendenza a preferire contratti di locazione di durate più lunghe rispetto ai segmenti *retail* ed uffici (rispettivamente linea con triangoli e

linea continua): ciò sembra ragionevole in virtù delle difficoltà che le imprese industriali incontrano nel momento in cui decidono di traslocare da un immobile all'altro in tempi stretti e soprattutto senza incorrere in alcuna sorta di danno (come per esempio quello economico, di immagine, ...), a differenza di altre tipologie di imprenditori che invece possono trasferirsi più facilmente (basti pensare per esempio ad un call center che decida di traslocare da un immobile ad un altro).

Inoltre sembra sia possibile concludere che il comparto uffici sia quello più pericolosamente esposto alle condizioni di mercato correnti, dove una crescita nei valori degli affitti stimati non può essere garantita anche nel corso degli anni futuri.

Le figure 5 e 6 evidenziano invece in maniera abbastanza immediate i potenziali rischi e le opportunità per le diverse tipologie di investitori (figura 5) e per i differenti settori di attività (figura 6).

Figura 5 – Rischi ed opportunità per tipologie di investitori (Fonte: IPD)



Prima di trarre alcuni spunti di discussione, è opportuno anzitutto dettagliare in maniera sintetica le linee guida per la corretta interpretazione dei grafici. Le aree denominate “*Top Slice*” (in rosso e sulla sinistra del grafico) si riferiscono ad immobili i cui canoni percepiti dal locatore al 31 dicembre 2007 risultavano essere superiori ai canoni di mercato stimati (Estimated Rented Value, ERV) alla

stessa data; dall'altro lato, invece, le aree in blu (sulla destra del grafico) definite con il termine "*Reversion*" indicano immobili il cui canone di locazione percepito dal proprietario alla fine del 2007 era inferiore al canone di mercato ipotetico valutate le condizioni di mercato sempre alla fine dello stesso esercizio. Infine il termine *vacancy* (sempre sulla destra del grafico) si riferisce all'ipotetico impatto sul monte canoni al 2007 della riscossione degli affitti a valori di mercato su parte delle unità immobiliari allora sfitte, dovute alla partenza anticipata del locatario.

Poiché i grafici utilizzano dati a dicembre 2007 e tenendo in considerazione l'andamento negativo del mercato delle locazioni nel periodo 2008 e 2009, i grafici dovrebbero essere "corretti" riducendo per tutti i soggetti le aree di *vacancy* di *reversion* di breve periodo ed ampliando quelle di rischio sullo stesso orizzonte temporale.

Anche alla luce di queste considerazioni, è immediato notare che i fondi pensione e quelli previdenziali mostrano un andamento completamente differente rispetto alle società immobiliari ed ai fondi chiusi: infatti, sebbene le opportunità potenziali (*reversion* e *vacancy*) siano a livello cumulato sostanzialmente uguali per tutte e tre le tipologie di investitori, i fondi pensioni e previdenziali potrebbero stipulare nuovi contratti di locazioni con canoni maggiorati, rispetto a quelli scaduti già nei prossimi anni (entro il 2012), mentre gli altri investitori (fondi chiusi e property company) devono attendere un periodo di tempo maggiore, prima di rinnovare/stipulare nuovi contratti di locazione in linea con le mutate condizioni di mercato.

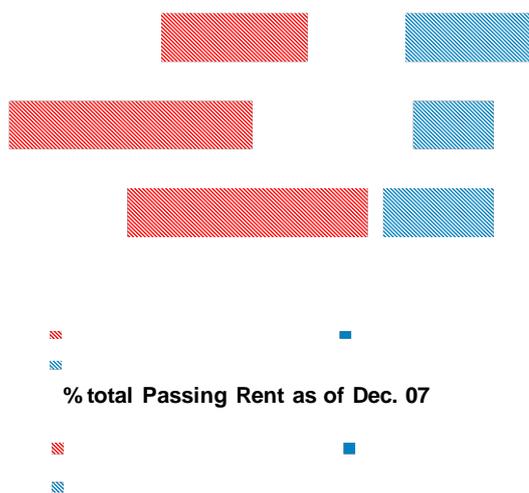
Inoltre, il livello di rischio sopportato dai fondi pensioni e da quelli previdenziali è circa la metà di quello dei fondi chiusi e delle società immobiliari nel lungo periodo. In particolare, anche con un mercato immobiliare ribassista il rischio derivante dai contratti in scadenza nel breve termine, stipulati a canoni superiori rispetto a quelli ipotetici attuali, rappresenta solo una riduzione marginale rispetto ai livelli correnti di entrate, mentre per gli altri investitori la stessa tipologia di rischio risulta essere maggiore in rapporto al monte canoni 2007.

Ciò significa che i fondi previdenziali e pensionistici potrebbero ottenere delle performance più elevate negli anni seguenti rispetto agli altri investitori, dato che

beneficerebbero da un lato di un più elevato tasso di *reversion* nel breve periodo (stipula di nuovi contratti a canoni di mercato oppure allineamento dei contratti con canoni al di sotto del valore di mercato con il livello corrente dei prezzi), dall'altro lato di un livello di rischio inferiore (inteso come rinegoziazione di contratti i cui canoni sono superiori a quelli di mercato, riallineandoli alle condizioni attuali oppure stipula di contratti ex-novo sempre a canoni inferiori rispetto ai precedenti) sia nel breve che nel lungo periodo.

Naturalmente, visto che il mercato immobiliare ha registrato una flessione nel corso degli anni 2008 e 2009, gli effetti benefici complessivi stimati alla fine del 2007 si sono ridotti, ma non annullati; solo con un'inversione del ciclo immobiliare nei prossimi due-tre anni, i fondi previdenziali e pensionistici potrebbero godere almeno in parte dei benefici ipotizzati alla fine del 2007.

Figura 6 - Rischi ed opportunità per settore di attività (Fonte: IPD)



Le stesse linee guida interpretative della figura 5 possono essere usate anche per trarre alcune considerazioni dal grafico precedente (figura 6): le aree denominate “*Top Slice*” possono essere interpretate come fattori di rischio, dato che rappresentano immobili i cui canoni di locazione al 31 dicembre 2007 erano superiori a quelli che sarebbero stati concordati alle condizioni di mercato sempre alla fine di quell'anno; quelle identificate con il termine “*Reversion*” mostrano invece elementi di opportunità, dato che i canoni dei contratti in portafoglio alla

fine del 2007 erano inferiori a quelli che sarebbero stati stipulati alle condizioni di mercato dello stesso periodo.

E' immediato constatare come il settore *retail* incorpori un più elevato livello di rischio (inteso come possibile riduzione futura dei canoni di locazione rispetto al monte canoni 2007), sia nel breve periodo, che nel lungo termine; in aggiunta, tale componente rischiosa non è compensata da una percentuale simile di opportunità dovuta alla scadenza di contratti di locazione siglati a prezzi inferiori rispetto a quelli di mercato (vedere fronte *reversion*).

Per quanto riguarda invece il settore uffici, esso mostra un potenziale di inversione nel lungo periodo abbastanza elevato; tuttavia tali opportunità sono controbilanciate da un livello molto simile di rischio.

Per ciò che concerne infine l'ultimo comparto, l'*industrial* è caratterizzato dal minor rischio settoriale di breve termine, ma da un importante componente aleatoria nel lungo periodo, più che doppia rispetto al potenziale di *reversion* nello stesso orizzonte temporale.

Anche in questo caso è opportuno tenere in dovuta considerazione la riduzione dei canoni di locazione di mercato verificatasi negli anni 2008 e 2009. Quindi, analizzando i due grafici in maniera congiunta, è possibile constatare come la maggior parte degli investitori registrano una riduzione ancor più marcata del proprio monte canoni rispetto al 2007, dovuta sostanzialmente alla stipula nel recente passato di contratti di locazione caratterizzati da canoni superiori rispetto alle condizioni attuali di mercato. In modo particolare, gli investitori che sono prevalentemente esposti a tale tipologia di rischio sembrano essere le *property company* ed i fondi chiusi, il cui fattore di rischio ha un impatto molto consistente sul monte canoni cumulato al 31 dicembre 2007.

Completamente differente rispetto ai casi precedenti, sembra invece essere la posizione dei fondi pensione e previdenziali, i quali nei prossimi anni potrebbero veder crescere, anche se in misura più contenuta rispetto alle aspettative, le loro entrate se confrontate con la situazione a fine 2007, semplicemente per il fatto che parte dei loro contratti che giungeranno a scadenza sono stati stipulati in date oramai lontane nel passato, e saranno quindi rinnovati o stipulati ex-novo a condizioni più favorevoli per la proprietà.

Sempre da un punto di vista settoriale, infine, è possibile aspettarsi una riduzione generalizzata ancor più marcata dei canoni soprattutto nel lungo periodo; tale aspettativa sembra essere inoltre particolarmente evidente nel settore *retail*, dove il monte canoni futuro potrebbe quasi dimezzarsi rispetto a quello 2007. Solo il comparto uffici sembrerebbe essere in grado di attenuare tale discesa, grazie ad un discreto tasso di *reversion* previsto nel lungo termine.

4.2.2. *Analisi delle performance*

Da alcuni anni viene pubblicato anche per il mercato italiano l'indice IPD Italy Annual Property Index, che rappresenta un punto (o meglio un benchmark) di riferimento per gli operatori del settore per la valutazione della performance. L'indice è un indicatore c.d. *total return*, che include quindi sia le componenti positive derivanti dalle locazioni degli immobili, sia le poste positive o negative in conto capitale che impattano sulle strutture detenute in portafoglio.

La metodologia di calcolo, può essere così sintetizzata. Per calcolare il rendimento annuo total return, IPD procede anzitutto con il calcolo delle varie performance su base mensile (TR_t); queste vengono poi capitalizzate su dodici mesi. Per ogni singolo mese, il rendimento total return viene determinato secondo la seguente formula (3):

$$TR_t = \frac{CV_t - CV_{t-1} - C_{\text{exp } t} + C_{\text{rev } t} + NI_t}{CV_{t-1} + C_{\text{exp } t}} \quad (3)$$

Dove:

TR_t = *rendimento total return nel mese t*

CV_t = *valore capitale alla fine del mese t*

$C_{\text{exp } t}$ = *totale delle spese in conto capitale sostenute durante il mese t (include gli acquisti, lo sviluppo ed altre spese in conto capitale);*

$C_{\text{rev } t}$ = *totale dei flussi in conto capitale percepiti durante il mese t (include le vendite)*

NI_t = *rendimento derivante dalle locazioni calcolato su base periodale, in relazione ai*

giorni del mese considerato, al netto dei costi di gestione, ad eventuali canoni di affitto passivi ed altre spese irrecuperabili

La formula ipotizza inoltre che le spese in conto capitale vengano sostenute all'inizio del mese, mentre i flussi in entrata vengono riscossi alla fine del periodo. Una volta calcolati i rendimenti periodali per tutti e 12 i mesi, questi vengono infine capitalizzati per determinare il rendimento *total return* annuo, come indicato nella seguente formula (4):

$$TR_{12\text{mesi}} = (1 + TR_1) + (1 + TR_2) + \dots + (1 + TR_{12}) - 1 \quad (4)$$

Nel corso del periodo dal 31 dicembre 2007 alla stessa data dell'anno 2009, l'IPD Italy Annual Property Index ha registrato una brusca frenata, passando dall'11,4% all'1,0% su base annua. Se escludiamo le transazioni verificatesi nel corso degli esercizi considerati sia in acquisto, che in vendita, nonché altri lavori di sviluppo, la performance dello stesso indice si è ridotta dal 9,2% del 2007 allo 0,8% del 2009, sembra su base annua.

La tabella 9 paragona l'andamento delle performance dell'indice IPD nel triennio considerato (2007-2009), con i rendimenti annualizzati dello stesso benchmark registrati negli anni precedenti (dal 2002 al 2009):

Tabella 9 – Confronto delle performance (valori in %) nel triennio 2007-2009 (Fonte: elaborazione dell'autore su dati IPD)

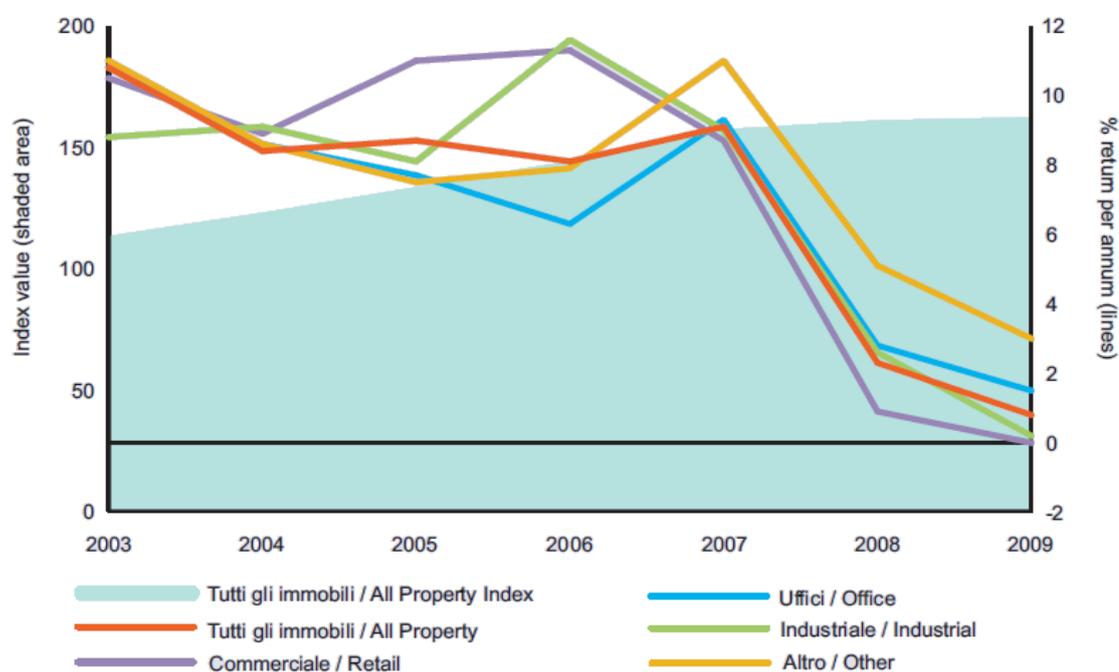
	Dic. 2007		Dic. 2008		Dic. 2009	
	2007	2003-07	2008	2002-08	2009	2003-09
Benchmark TR	11,4		2,6		1,0%	
<i>Escludendo operazioni in acquisto, vendita e sviluppo immobiliare ...</i>						
Total Return	9,2	9,0	2,0	7,8	0,8	6,8
Capital Growth	3,8	3,1	-3,3	2,1	-4,6	1,1
Income Return	5,3	5,7	5,4	5,7	5,7	5,7

A livello di rendimento al netto delle operazioni di acquisto, vendita e sviluppo, la performance *total return* ha registrato un crollo di oltre sette punti

percentuali nell'esercizio 2008: tale frenata è stata pesantemente condizionata soprattutto da un risultato negativo del rendimento in conto capitale, che per la prima volta ha registrato il segno meno, con una perdita pari al -3,3%; a questo risultato si è aggiunta inoltre una leggera flessione nei ricavi derivanti da affitti, scesi al 5,4% contro una media del 5,7% degli anni precedenti. La riduzione delle componente capitale (-4,6%) ha inoltre accelerato la discesa dell'indice nel corso dell'esercizio 2009, comprimendo ancor di più il *total return*, che si è attestato nell'ultimo anno allo 0,8%.

La figura 7 e la tabella 10 sintetizzano l'evoluzione storica delle performance generali e settoriali nel corso degli anni:

Figura 7 – Performance storica dell'IPD Italy Annual Property Index (Fonte: IPD)



È possibile notare come i *total return* annui degli indici IPD settoriali abbiamo attraversato una fase laterale nei primi anni Duemila, oscillando all'interno di una banda caratterizzata da rendimenti positivi compresi fra l'8% ed il 12% annuo.

La crisi iniziata sui mercati finanziari nel 2007 ha avuto impatti devastanti sull'andamento delle performance degli indici settoriali nel corso dell'anno

seguinte: come è immediato notare dal grafico, tutte le performance settoriali hanno registrato una discesa pressoché verticale nel corso del 2008, attestandosi alla fine dell'esercizio ad un livello medio del 2% circa. Tale fase ribassista, inoltre, ha registrato un'ulteriore discesa anche nel corso del periodo 2009, esercizio in cui molti indici hanno segnato rendimenti prossimi allo zero.

A livello di confronto con possibili investimenti alternativi, il mercato immobiliare è riuscito a contenere le forti discese delle asset class concorrenti (specie azioni di società immobiliari) nel periodo 2007-2008, mentre non è stato capace di beneficiare del rialzo dei mercati finanziari nell'esercizio 2009.

A livello di andamento su orizzonti di breve e medio termine (3 e 5 anni) il mercato immobiliare registra tuttavia le performance medie più interessanti se confrontate con quelle degli investimenti alternativi; anche se, come accennato in precedenza, i rendimenti medi sui vari periodi hanno registrato una discesa a causa dei risultati deludenti negli anni 2008 e 2009.

Tabella 10 – Rendimenti dell’Indice Immobiliare Italiano Annuale IPD 2009 – Panel A

(Fonte: elaborazioni dell’autore su dati IPD)

	Total return index (2002=100)			Total return* % (1 yr)			Income return % (1 yr)			Capital growth % (1 yr)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Tutti gli immobili / All Property	154.1	157.4	158.8	9.2	2.0	0.8	5.3	5.4	5.7	3.8	-3.3	-4.6
Commerciale / Retail	162.7	163.6	162.9	9.7	0.0	0.0	5.4	5.4	5.7	4.1	-5.1	-5.4
Uffici / Office	150.1	154.6	157.1	9.1	2.9	1.5	4.9	5.0	5.2	3.9	-2.0	-3.5
Industriale / Industrial	156.1	160.4	160.3	9.0	2.9	0.2	7.0	6.6	7.1	1.9	-3.5	-6.4
Residenziale / Residential	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Altro / Other	154.7	162.4	168.0	10.8	5.0	3.0	6.0	6.0	5.4	4.6	-0.9	-2.3

* sono esclusi gli acquisti, le vendite e le operazioni di riqualificazione

Dati di confronto	Total return index (2002=100)			Total return % (1 yr)			Income return % (1 yr)			Capital growth % (1 yr)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Azioni / Equities	199.6	107.6	130.3	-4.7	-46.1	24.8	-	-	-	-	-	-
Azioni settore immobiliare / Property Equities	199.9	95.1	107.6	-45.2	-52.4	13.1	-	-	-	-	-	-
Obbligazioni / Bonds	123.3	132.4	144.5	2.0	7.4	9.2	-	-	-	-	-	-
Inflazione / Inflation	112.5	115.2	116.4	2.8	2.4	1.1	-	-	-	-	-	-

Tabella 10 – Rendimenti dell'Indice Immobiliare Italiano Annuale IPD 2009 – Panel B

(Fonte: elaborazioni dell'autore su dati IPD)

	Annualised total return % (3 yr)			Annualised total return % (5 yr)			Annualised total return %	
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2008 (6 yr)	2009 (7 yr)
Tutti gli immobili / All Property	8.7	6.4	4.0	9.0	7.3	5.7	7.8	6.8
Commerciale / Retail	10.8	6.9	3.1	10.2	8.2	6.3	8.6	7.2
Uffici / Office	7.6	6.1	4.5	8.5	6.9	5.5	7.5	6.7
Industriale / Industrial	9.6	7.7	3.8	9.3	8.1	6.2	8.2	7.0
Residenziale / Residential	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Altro / Other	8.7	7.9	6.3	9.1	7.9	6.9	8.4	7.7

Dati di confronto	Annualised total return % (3 yr)			Annualised total return % (5 yr)			Annualised total return %	
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2008 (6 yr)	2009 (7 yr)
Azioni / Equities	11.5	-14.1	-13.6	14.8	-1.8	-1.5	1.2	3.9
Azioni settore immobiliare / Property Equities	1.5	-27.9	-33.4	14.9	-5.5	-10.9	-0.8	1.0
Obbligazioni / Bonds	2.4	2.9	6.2	4.3	4.8	4.7	4.8	5.4
Inflazione / Inflation	2.3	2.4	2.1	2.4	2.3	2.1	2.4	2.2

Passando ora ad un'analisi settoriale, le figure 8, 9 e 10 schematizzano i risultati del comparto *retail*, *office* ed *industrial* negli anni 2007, 2008 e 2009. È immediato notare come le performance settoriali siano radicalmente mutate nel corso degli anni: in particolare, mentre nel 2007 tutti i settori presentavano rendimenti positivi sia in termini di *capital growth* che di *income return*, a partire dall'esercizio 2008 i vari settori hanno registrato perdite in conto capitale. Come era facile attendersi, ad essere penalizzati sono stati soprattutto il comparto *retail* con una discesa media della componente capitale superiore ai cinque punti percentuali, ed il comparto *industrial*, con un picco negativo della *capital growth* nel 2009 pari a -6,4%. A differenza dei due comparti appena analizzati (commerciale ed industriale) fortemente correlati all'andamento dell'economia, il settore uffici meno legato al ciclo economico è riuscito invece a contenere le perdite in conto capitale intorno al 3% nel periodo 2008-2009, vista la maggiore facilità di rilocalizzazione/conversione di tali immobili, rispetto a quelli adibiti ad usi più specifici.

Per quanto riguarda invece il fronte *income return*, il settore industriale registra come negli anni pregressi i più alti livelli di canoni, in quanto il comparto è caratterizzato da contratti di lunga durata siglati in passato con importi di affitto più elevati rispetto alle media attuale, visto l'andamento positivo che il mercato ha avuto negli anni trascorsi. Per quanto concerne invece gli altri due settori (*retail* ed *office*), il rendimento da affitti è pressoché identico: in entrambi i casi, infatti, gli affittuari hanno un potere maggiore nei confronti della proprietà che permette loro di spuntare canoni inferiori rispetto al comparto *industrial*.

Figura 8 – Dettaglio delle performance settoriali – Anno 2007 (Fonte: IPD)

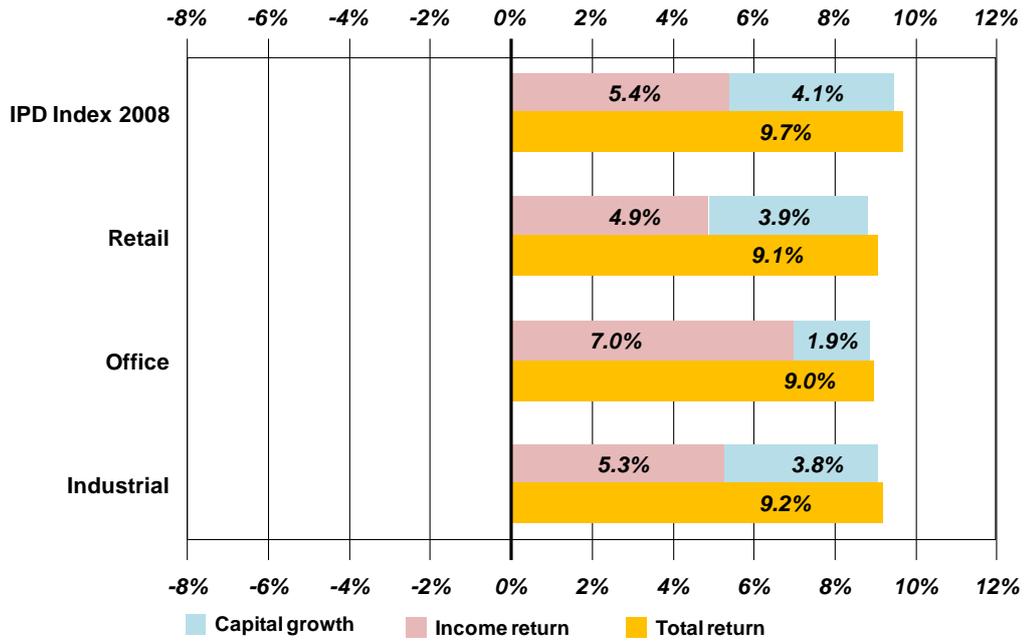


Figura 9 – Dettaglio delle performance settoriali – Anno 2008 (Fonte: IPD)

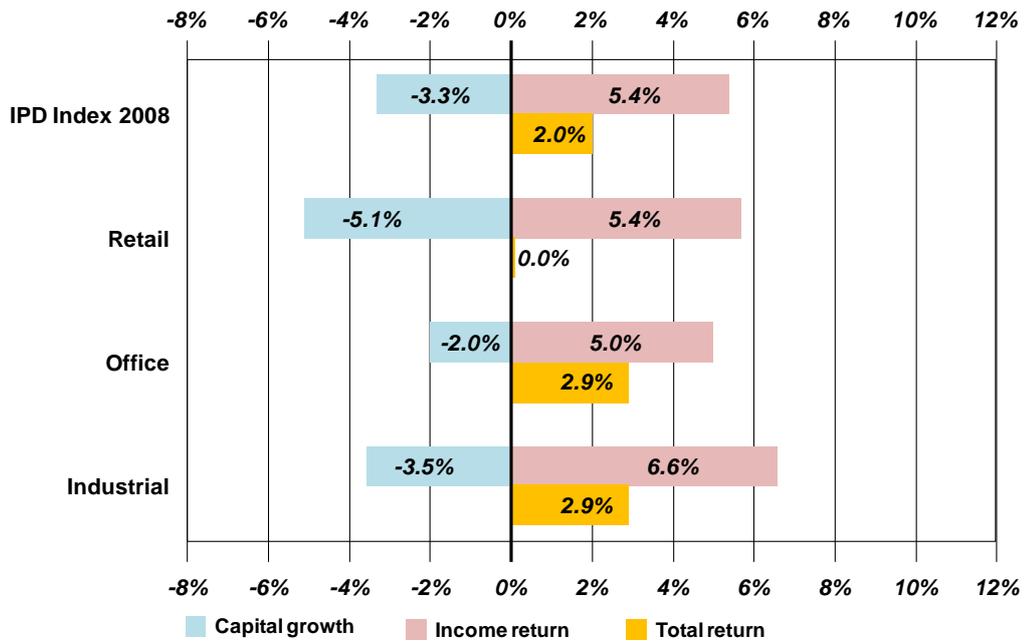
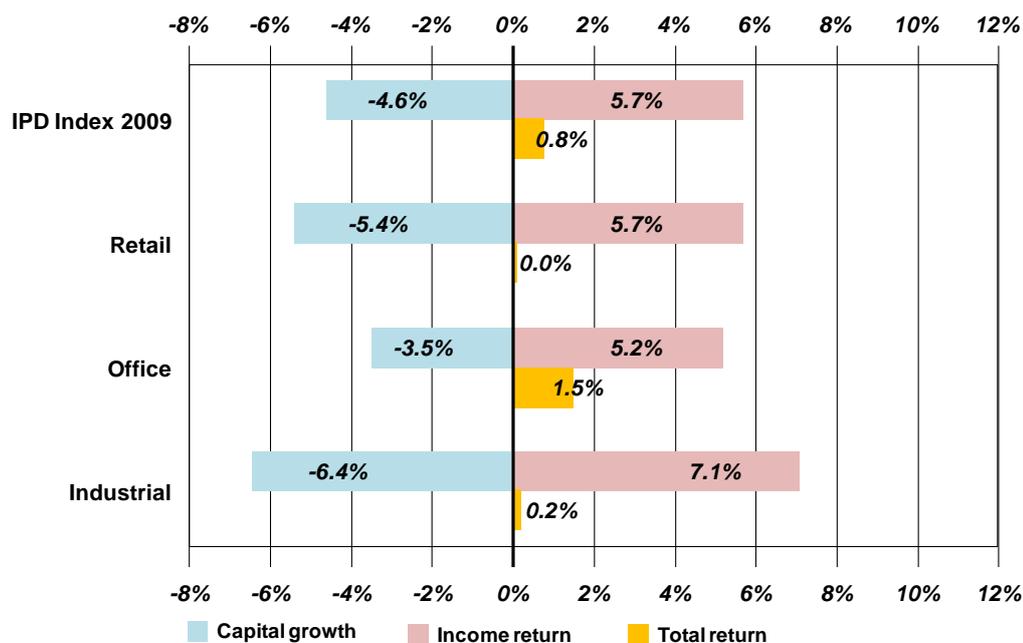


Figura 10 – Dettaglio delle performance settoriali – Anno 2009 (Fonte: IPD)



Le figure 11, 12 e 13 illustrano l'evoluzione storica dei comparti *retail*, *office* ed *industrial* non solo analizzandone le performance, ma anche l'andamento degli investimenti, degli affitti per metro quadro e del tasso di vacancy.

Come era facile aspettarsi, il settore che ha risentito maggiormente del periodo delicato del comparto immobiliare è stato quello *retail*, in quanto più sensibile al ciclo economico visto che comprende in larga misura immobili dedicati alla vendita al dettaglio: le performance annuali del settore hanno infatti registrato una brusca discesa a partire dal 2006, fino ad azzerarsi nell'esercizio 2009. Tale calo è stato accentuato da una perdita media in conto capitale a livello di comparto superiore al 5%, a causa di una riduzione della *capital growth* del 6,5% dei centri commerciali, che rappresentano oltre la metà degli investimenti nel settore. La discesa è stata in parte compensata dai ricavi derivanti dalle locazioni che hanno mostrato un leggero trend positivo nel corso degli ultimi anni e da tassi di *vacancy* ridotti che hanno garantito dei ritorni periodali abbastanza stabili nel corso degli ultimi esercizi. A livello di investimenti netti, infine, questi sono stati sempre positivi per tutti i comparti nel corso degli anni, anche se hanno registrato una

drastica riduzione nel corso del 2009: al 31 dicembre di tale anno, infatti, la quasi totalità degli investimenti netti è rappresentata da impieghi in shopping center (circa 400 mln/euro).

Il settore uffici, fortemente concentrato nelle aree di Roma e Milano (insieme coprono il 75% del database) ha registrato nel corso del 2009 la migliore performance a livello settoriale, anche se il rendimento è fortemente differenziato per area geografica (dallo 0,1% dell'area milanese ad oltre il 4% nelle aree del centro e del sud Italia). Il rendimento pressoché nullo degli immobili nell'area di Milano ha favorito una riduzione degli investimenti netti di oltre 200 mln/euro in tale zona, mentre l'area romana è riuscita a contenere i deflussi intorno ai 50 mln/euro. In termini di canoni di locazione, gli affitti hanno mantenuto un andamento stabile nel corso degli ultimi anni, mentre il tasso di *vacancy* mostra un trend crescente di medio termine.

Il settore industriale, dal canto suo, registra come in passato i più alti livelli di canoni (+7,1%), in quanto il comparto è caratterizzato da contratti di lunga durata siglati in passato con importi di affitto elevati, ma allo stesso tempo evidenzia la discesa più marcata della quota in conto capitale (-6,4%), in virtù della più difficile rilocalizzazione/conversione degli immobili industriali rispetto a quelli adibiti ad altri usi. A livello di investimenti netti, il 2009 ha registrato l'assenza di nuovi impieghi, confermando la divisione del database in parti uguali fra strutture a scopo di logistica e quelle a fini di produzione. Sebbene il rendimento delle locazioni sia stabile nel tempo, quello che maggiormente preoccupa è l'aumento marcato del tasso di *vacancy*, che ha avuto un impatto consistente sulla riduzione della quota capitale.

Figura 11 – Dettaglio delle performance settoriali – Retail (Fonte: IPD)

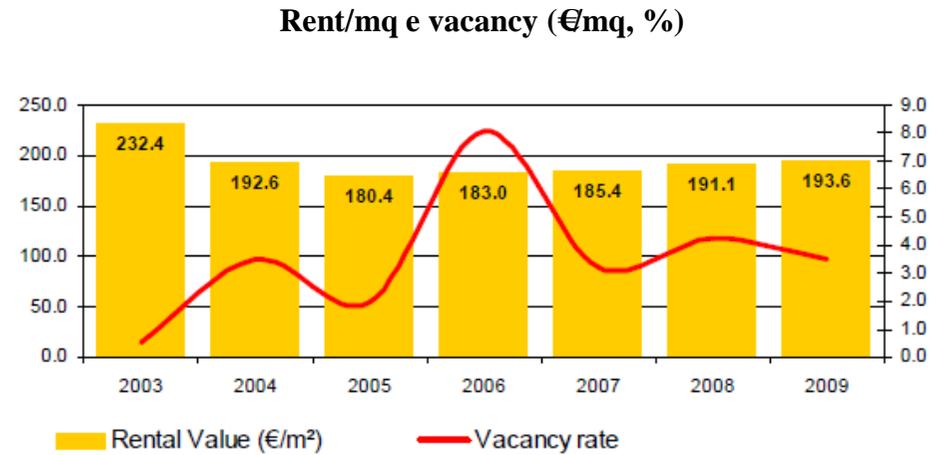
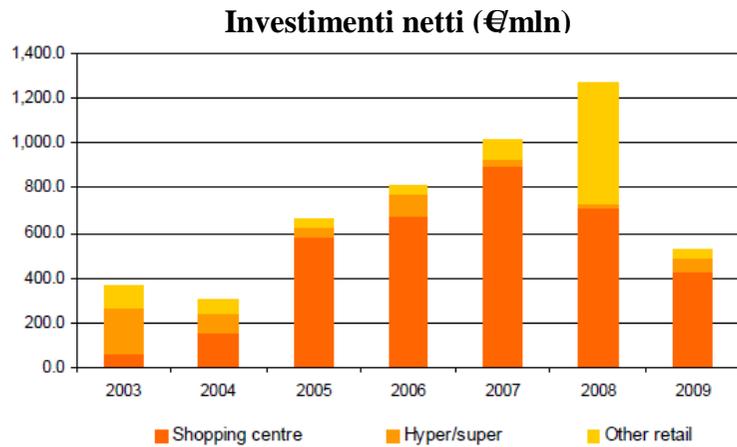
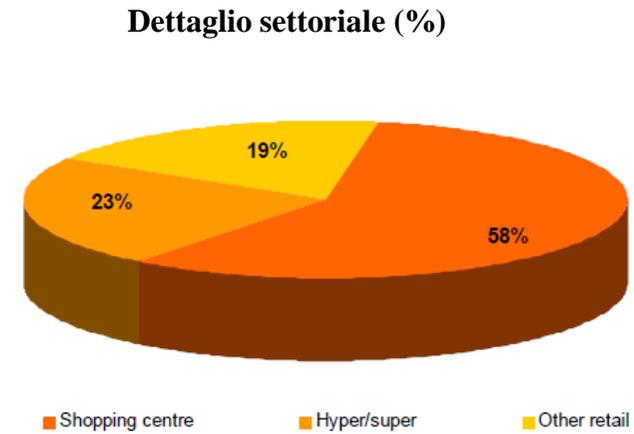
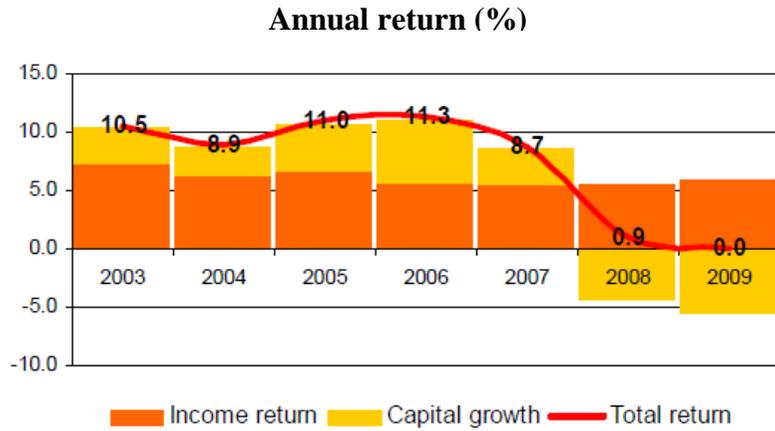


Figura 12 – Dettaglio delle performance settoriali – Office (Fonte: IPD)

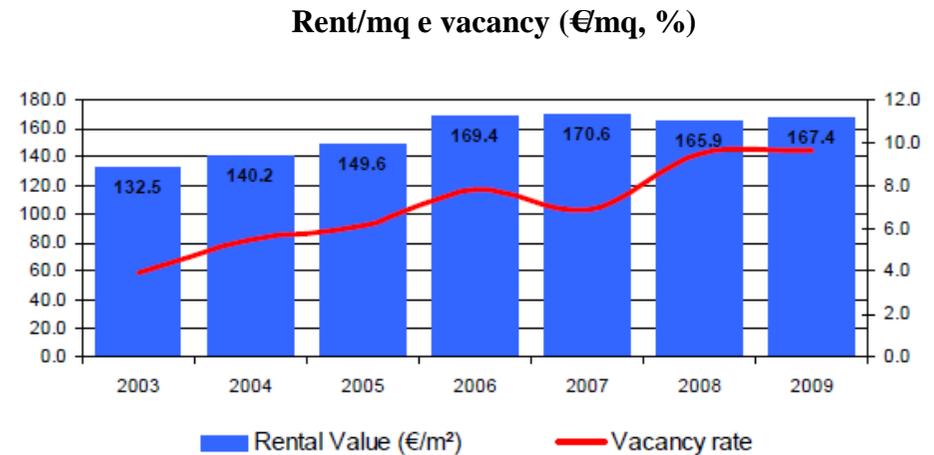
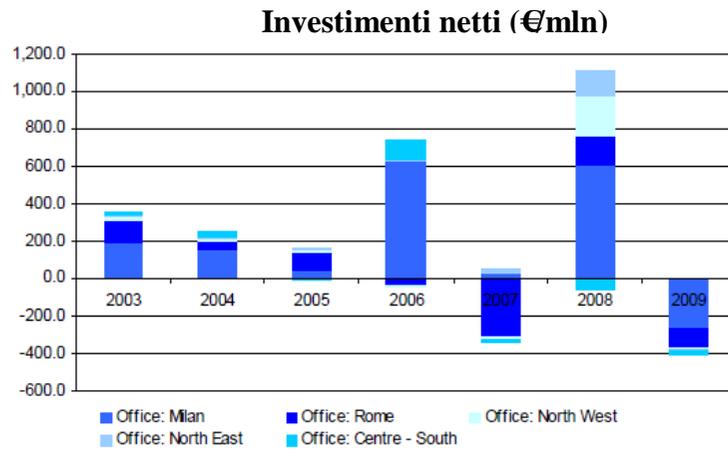
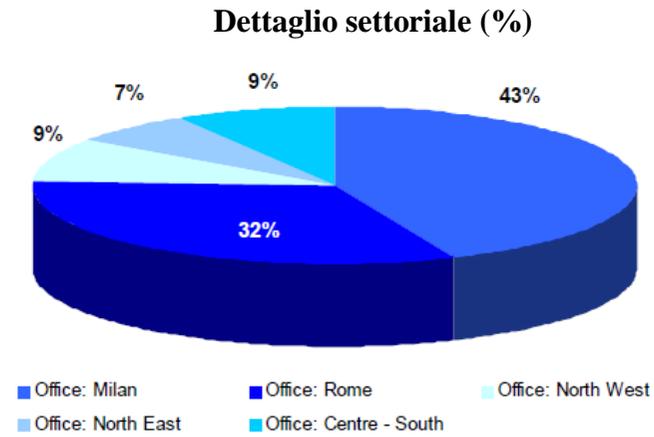
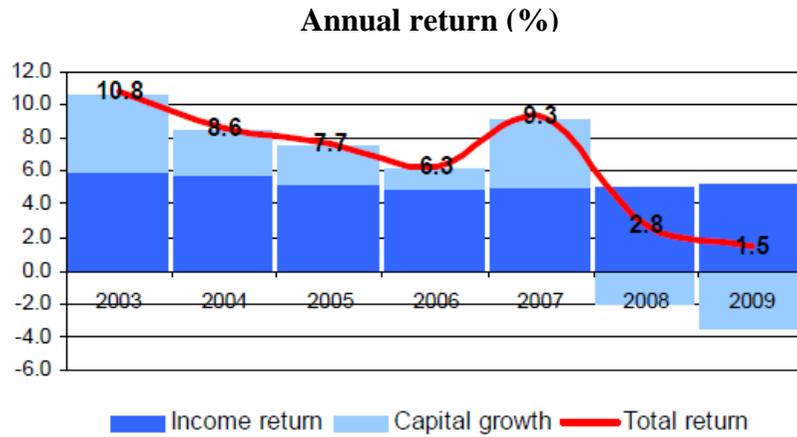
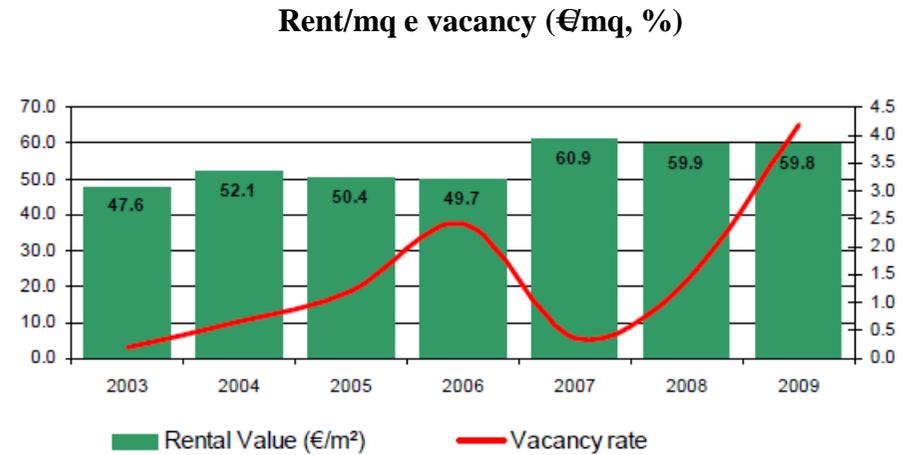
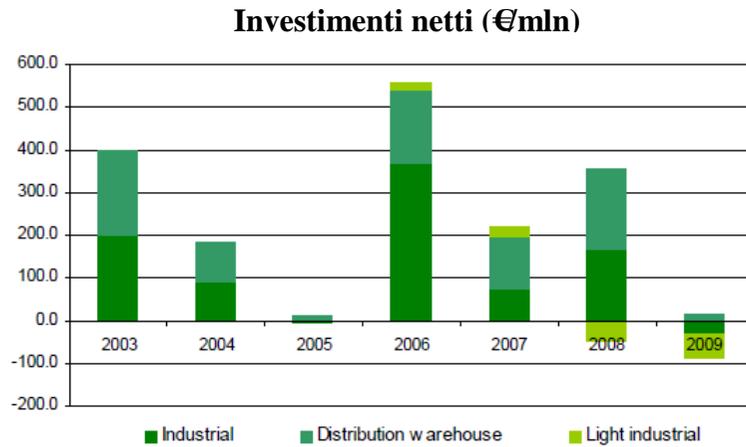
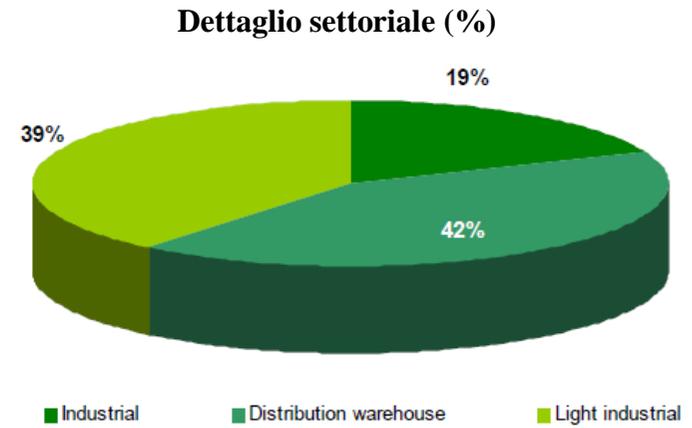
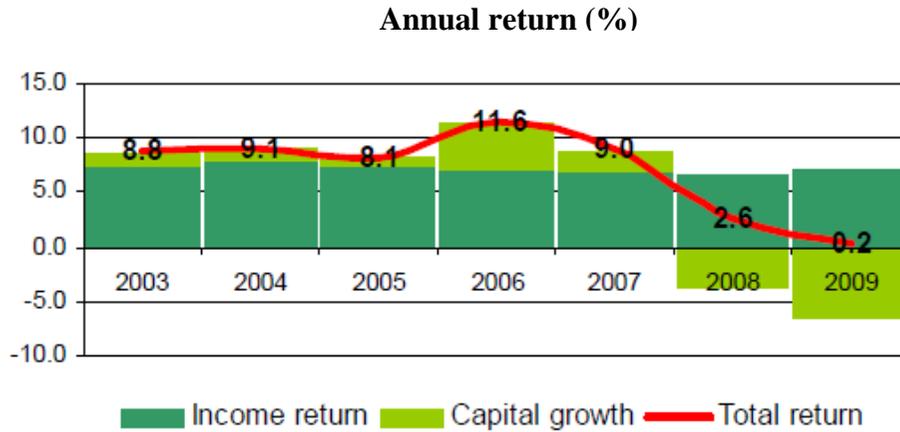


Figura 13 – Dettaglio delle performance settoriali – Industrial (Fonte: IPD)



Passando ora ad analizzare nello specifico le performance per tipologia di investitore (figure 14, 15 e 16), risulta evidente come i rendimenti degli investitori istituzionali si siano ridotti drasticamente nel corso degli anni più recenti. In particolare, solo la categoria dei fondi chiusi è stata l'unica a registrare una performance positiva significativa (+2,1%) anche nell'anno 2009, mentre altri soggetti, quali ad esempio le società immobiliari o i fondi pensione, che bene avevano performato negli anni addietro, hanno invece chiuso l'esercizio con rendimenti sostanzialmente nulli. Accentua invece le perdite la categoria "Altri fondi", che raggruppa soggetti quali fondazioni e casse di previdenza, che mostrano una variazione reddituale negativa pari al -3,4% alla fine del 2009.

Estendendo l'orizzonte temporale di analisi (figura 17) fino alla data di costituzione ufficiale del database, è possibile notare come gli investitori istituzionali mostrino andamenti molto diversi nelle performance storiche annuali. I fondi pensione, ad esempio, registrano una volatilità più marcata rispetto agli altri investitori: ai repentini crolli nei rendimenti, fanno seguito periodi di crescita lenta e stabile. Ben diversi sono i casi delle società immobiliari e dei fondi pensione ed assicurativi: le prime hanno infatti evidenziato trend crescenti marcati fino all'esercizio 2007, dopo di che nell'anno successivo le performance sono crollate di circa quindici punti percentuali, fino ad annullarsi nel 2009; per quanto riguarda i secondi, invece, i rendimenti sono subito scesi in maniera marcata fin dall'esercizio 2003, stabilizzandosi intorno al 6%, salvo poi ridursi ulteriormente fino ad annullarsi negli anni più recenti. Per quanto riguarda infine la categoria altri fondi, questi investitori sebbene abbiano beneficiato inizialmente del trend positivo del mercato immobiliare domestico, portandosi su una performance media superiore ai nove punti percentuali, non sono riusciti negli anni recenti a gestire in maniera ottimale la fase ribassista dello stesso: tali soggetti, infatti, sono stati gli unici investitori che negli anni 2008 e 2009 hanno registrato delle performance negative, rispettivamente pari a -2,1% e -3,4%.

Figura 14 – Dettaglio delle performance per tipologia di investitori – Anno 2007 (Fonte: IPD)

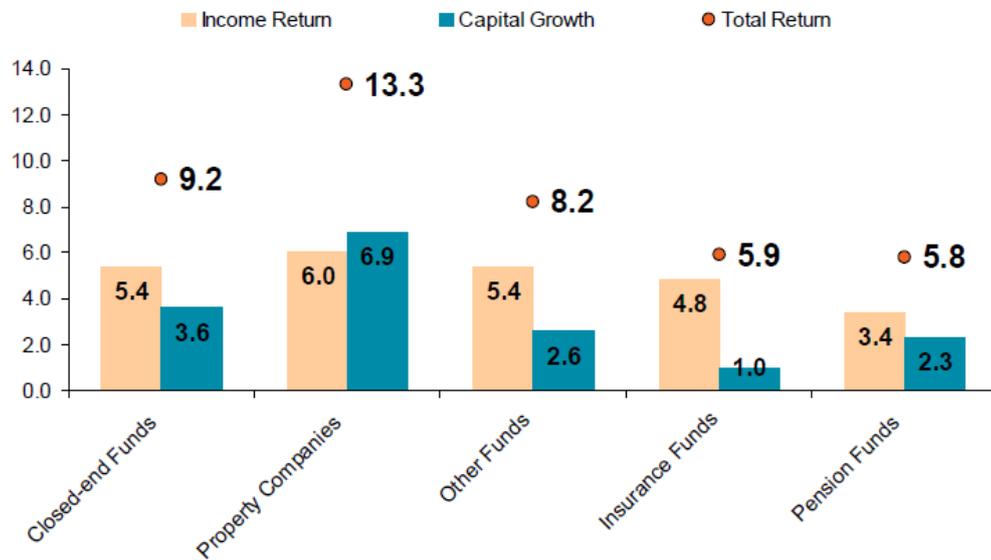


Figura 15 – Dettaglio delle performance per tipologia di investitori – Anno 2008 (Fonte: IPD)

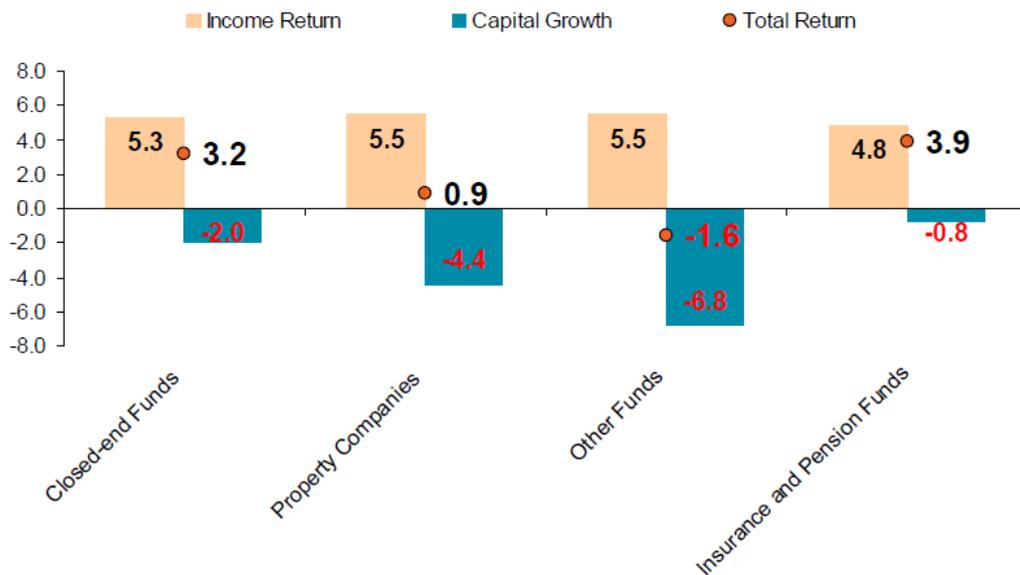


Figura 16 – Dettaglio delle performance per tipologia di investitori – Anno 2009 (Fonte: IPD)

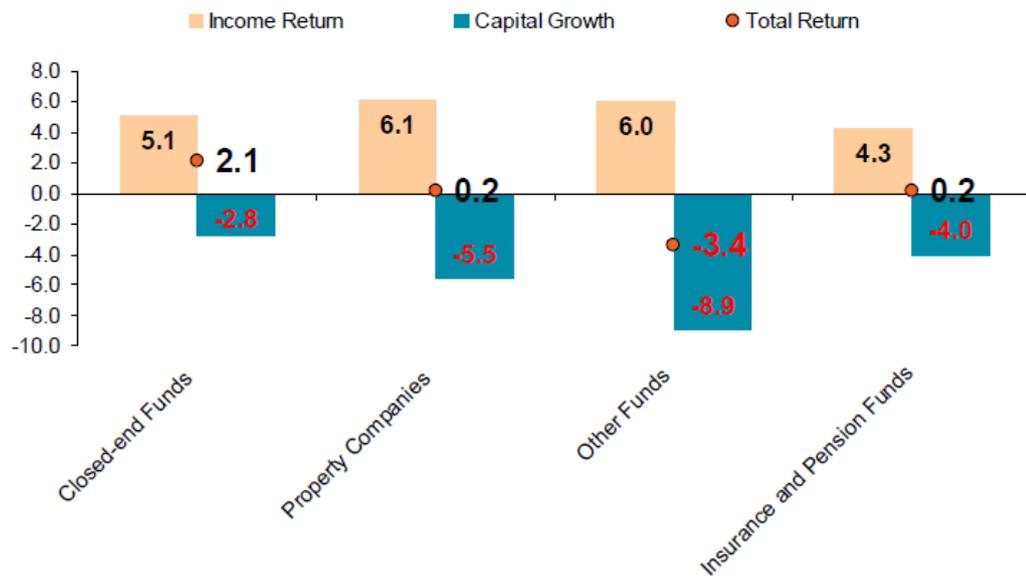
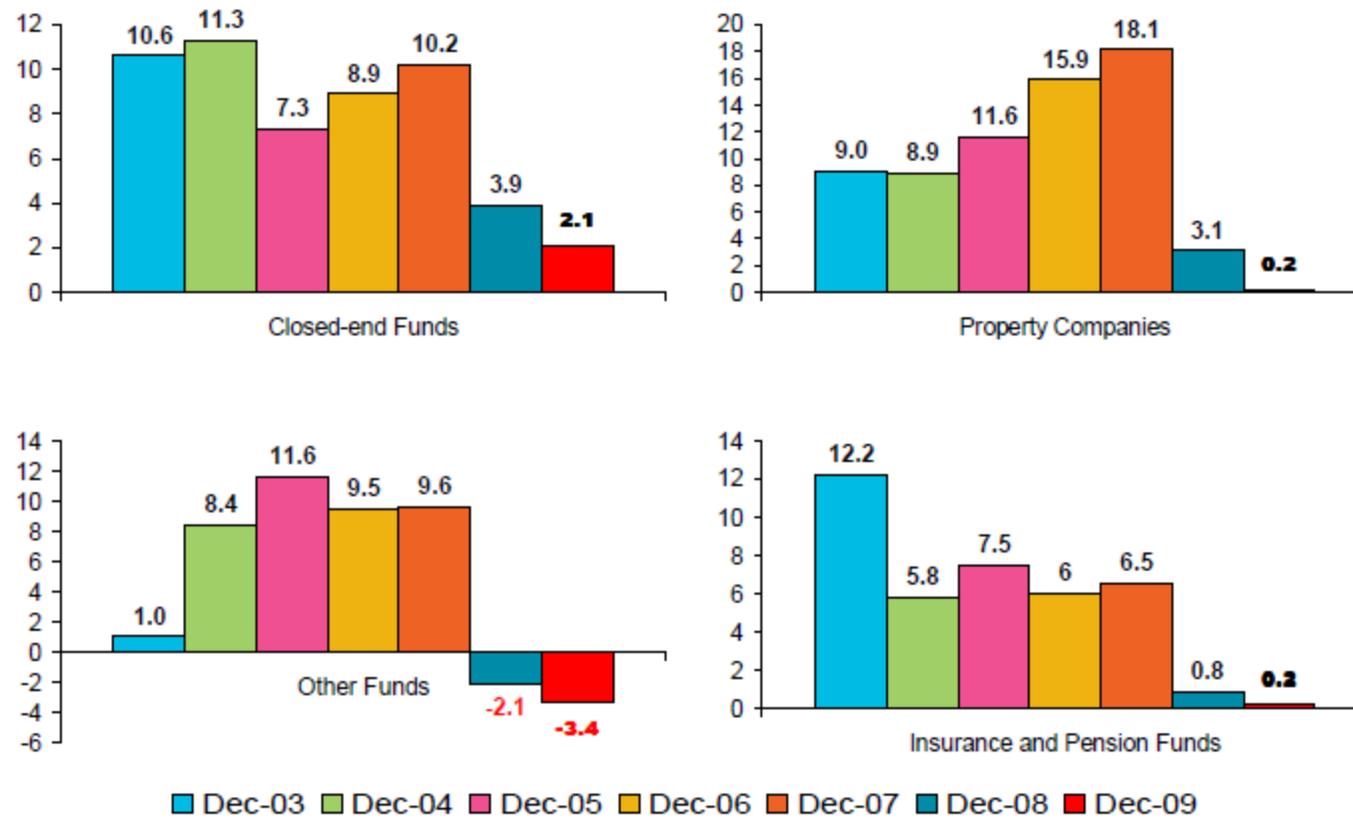


Figura 17 – Andamento annuo del *total return* per tipologia di investitori (Fonte: IPD)



Performance così diverse realizzate dai principali investitori istituzionali possono essere spiegate almeno in parte analizzando con attenzione l'evoluzione nel tempo dell'asset allocation di tali soggetti; in particolare la figura 18 pone a confronto l'allocation di portafoglio dei fondi chiusi, delle società immobiliari e dei fondi pensione ed assicurativi negli anni dal 2007 al 2009.

Con riferimento alle *property companies*, queste sono stati gli unici soggetti ad aver allocato su immobili ad uso commerciale oltre la metà del loro portafoglio; anzi da un confronto tra gli anni in esame emerge chiaramente come questi soggetti abbiano ulteriormente incrementato la quota *retail* a scapito della componente uffici, passando da un 68% di fine 2007 ad un 87% al 31 dicembre 2009. Risulta quindi evidente che le società immobiliari hanno risentito più di altri investitori della crisi attraversata dal segmento *retail* nel corso degli esercizi 2008 e 2009, a causa della debolezza del ciclo economico.

Per quanto riguarda le performance delle altre due tipologie di investitori, fondi chiusi e fondi pensione ed assicurativi, questi registrano un risultato percentuale differente gli uni dagli altri, sebbene la principale asset class di investimento sia la medesima per entrambi i soggetti, ossia il settore uffici.

Risultati differenti possono quindi essere spiegati analizzando più nel dettaglio le logiche di asset allocation utilizzate per la costruzione dei portafogli. Per quanto riguarda i fondi chiusi, questi soggetti sembrano infatti mirare soprattutto ad una politica di portafoglio incentrata sulla diversificazione del rischio, in quanto le principali asset class (*retail, office, industrial e residential & hospitality*⁵) sono sostanzialmente bilanciate fra loro, eccezion fatta per il comparto uffici che in tutti gli anni rappresenta l'investimento principale rispetto alle altre categorie. Tale logica di riduzione del rischio mediante politiche di diversificazione ha permesso ai fondi chiusi di coprire parte delle perdite generate dal settore *retail*, con performance positive degli altri comparti.

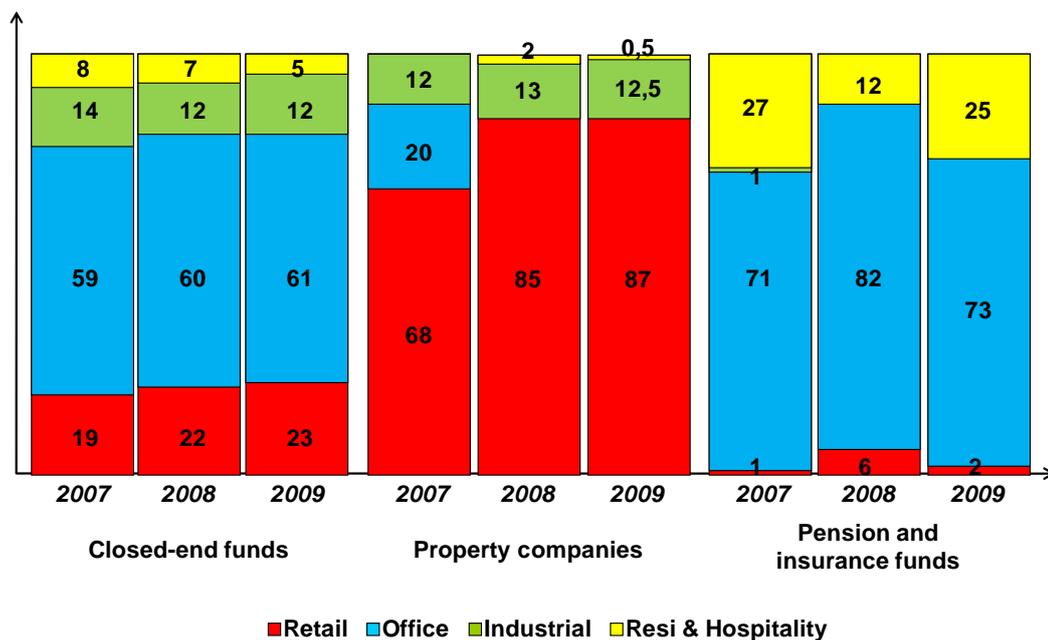
Per quanto concerne infine i fondi pensione e quelli assicurativi, questi soggetti hanno adottato invece una politica di concentrazione degli investimenti, al fine della massimizzare il rendimento di portafoglio. In particolare, nel periodo considerato i fondi hanno pressoché escluso dai loro investimenti immobili ad uso

⁵ La categoria comprende al proprio interno non solo strutture turistiche, ma anche sanitarie, quali case di riposo e di cura.

retail ed industriale, focalizzandosi invece su quelli adibiti ad uffici e ad uso residenziale/ricettivo.

Inoltre, in merito a quest'ultima *asset class*, tale componente ha mostrato un andamento non ben definito nel triennio considerato, passando dal 27% al 12% del portafoglio complessivo nel periodo 2007-2008, per poi tornare sostanzialmente ai livelli iniziali nell'anno 2009. La scelta di reinvestire nuovamente nel comparto *residential & hospitality* sembra non aver prodotto i risultati sperati, soprattutto in termini di *capital growth* (-4,0%), provocando un conseguente annullamento nel *total return* complessivo.

Figura 18 – Confronto della composizione dei portafogli per tipologia di investitori
(Fonte: elaborazione dell'autore su dati IPD)

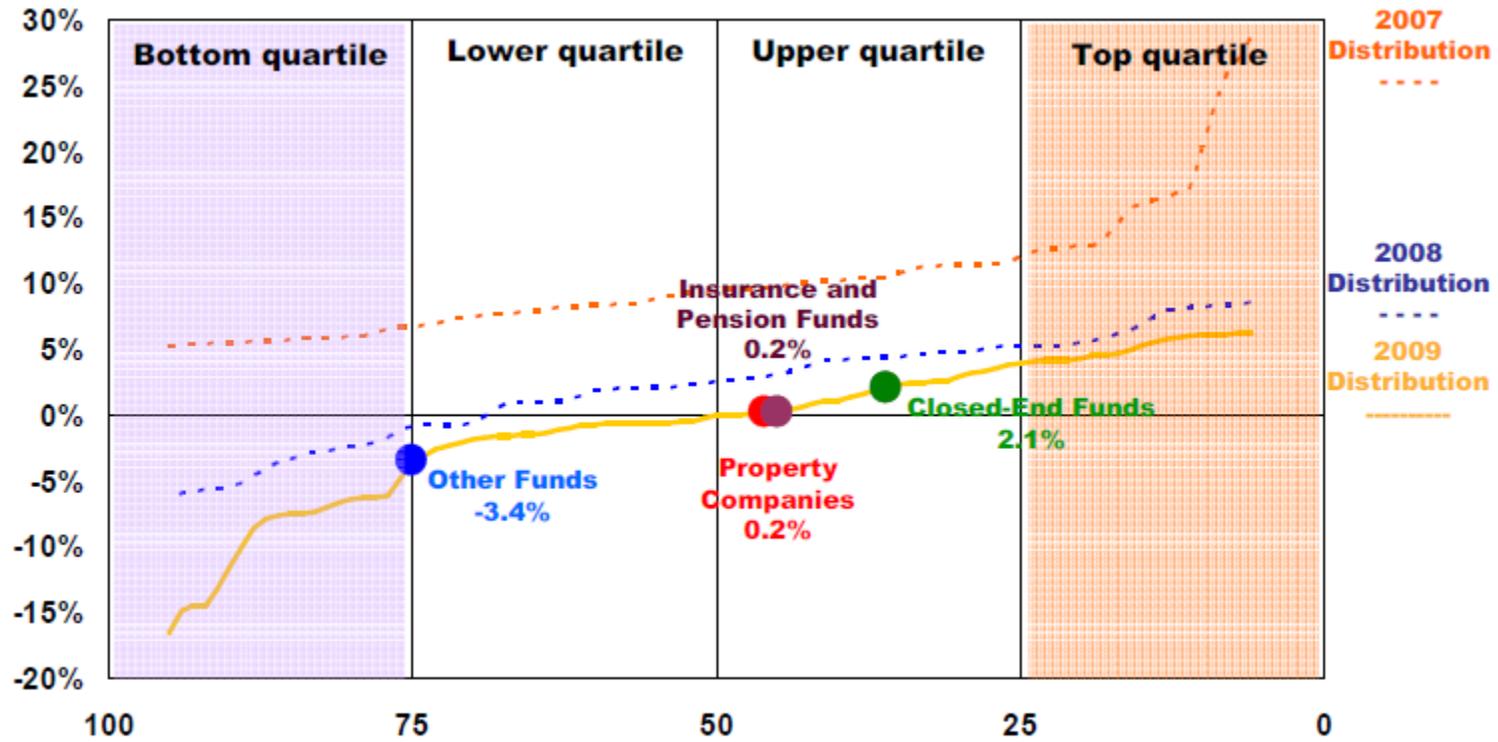


La figura 19 mostra infine la suddivisione dei fondi analizzati da IPD, in funzione del *total return* realizzato nel corso del periodo 2007-2009. Oltre a visualizzare da un punto di vista grafico la suddivisione dei vari investitori fra i *top performer* e quelli rientranti all'interno dell'ultimo quartile nell'anno 2009 (linea gialla continua), l'osservazione più interessante da riportare riguarda il differenziale sempre in termini di performance che gli investitori hanno fatto

registrare nel corso degli anni. In particolare, emerge in maniera chiara il crollo dei rendimenti del mercato immobiliare che mediamente sono calati nel giro di un paio di anni di oltre cinque punti percentuali, toccando un picco di circa il 20%, dato dal differenziale fra i rendimenti dei fondi top performer rientranti nell'ultimo quartile del 2007 e quelli del facenti parte sempre del *top quartile* nel 2009.

Inoltre, tale discesa ha fatto sì che sul mercato si creasse una sorta di divisione netta tra operatori performanti e soggetti in perdita: mentre nel 2007 non erano presenti (se non in maniera del tutto marginale) investitori che mostravano rendimenti negativi, già nel 2008 oltre un quarto degli operatori riportava perdite, seppur contenute entro i cinque punti percentuali. Tale trend si è accentuato ancor più nel corso dell'esercizio 2009: come evidenzia il grafico, infatti, metà degli operatori mostrano un rendimento positivo e contenuto al di sotto del 7%, mentre l'altra metà riporta delle perdite anche consistenti, fino ad arrivare ad oltre quindici punti percentuali.

Figura 19 – Confronto della composizione dei portafogli per tipologia di investitori (Fonte: IPD)



4.3 Stima della probabilità di abbandono dell'immobile

La seconda parte della ricerca è volta ad individuare alcune delle variabili chiave che permettano di anticipare situazioni di tensioni fra proprietà ed affittuario, che potrebbero sfociare in un successivo abbandono dell'immobile da parte del locatario. Sebbene le motivazioni che spingono a lasciare degli spazi affittati possono essere molto variegata, nel modello verranno indagate le seguenti variabili di natura economica e contrattuale (tabella 11):

Tabella 11 – Definizione delle variabili del modello

<i>Nome variabile</i>	<i>Descrizione</i>
sibreak	Dummy con valore 1 se l'immobile è stato abbandonato nell'anno da parte del locatario; 0 se l'affittuario non ha esercitato la clausola di rescissione anticipata
location	Variabile qualitativa che identifica il luogo dove è situato l'immobile. Può assumere i seguenti valori: Abruzzo, Campania, Emiliaromagna, Friuli-Venezia Giulia, Lazio, Liguria, Lombardia, Marche, Milano Centro, Milano Comune, Milano Periferia, Molise, Piemonte, Puglia, Roma, Roma Altro, Roma EUR, Sardegna, Sicilia, Toscana, Umbria, Veneto
sector	Variabile qualitativa che indica la destinazione d'uso dell'immobile. Può assumere i seguenti valori: Hospitality & Other, Industrial, Office, Residential, Retail
mq10	Grandezza dell'immobile locato in mq (espresso in decine)
effmkt100	Differenza fra il canone di locazione effettivamente pagato dal locatario ed il canone medio di mercato pagato nella stessa zona per una superficie di 100 mq (su base annua)
efferv100	Differenza fra il canone di locazione effettivamente pagato dal locatario ed il canone di mercato percepibile sull'immobile nel caso in cui lo spazio fosse sfitto per una superficie di 100 mq (su base annua)
area	Variabile qualitativa che indica la macro-localizzazione dell'immobile. Può assumere i seguenti valori: Centro, Nord-est, Nord-ovest, Sud
citta	Variabile qualitativa che indica se l'immobile è situato in una grande città. Può assumere i seguenti valori: Roma, Milano, Altro
ristr	Dummy che assume il valore 1 se l'immobile è stato ristrutturato recentemente, 0 se invece l'immobile non è stato ristrutturato di recente
anno	Variabile qualitativa che indica l'anno in cui la facoltà di rescissione del contratto poteva essere esercitata. Può assumere i seguenti valori: 2007, 2008

Al fine di verificare la significatività delle variabili in esame, nel discriminare fra situazioni in cui è stata esercitata l'opzione di rescissione anticipata del contratto rispetto a quelle in cui la clausola è stata abbandonata, viene utilizzata una regressione di tipo logit. La variabile indipendente è rappresentata da "sibreak", ossia la break option è stata esercitata (valore 1), l'opzione non è stata esercitata (valore 0).

Il modello può essere sintetizzato dalla seguente funzione (5):

$$sibreak = \beta_0 + \beta_1*location + \beta_2*sector + \beta_3*mq10 + \beta_4*effmkt100 + \beta_5*efferv100 + \beta_7*area + \beta_8*citta + \beta_9*ristr + \beta_{10}*anno \quad (5)$$

La regressione logit viene sviluppata attraverso una metodologia *backward elimination*, ossia dapprima si inseriscono tutte le variabili indipendenti per poi eliminare una ad una quelle che mostrano il p-value più elevato oltre una certa soglia (nel nostro caso un p-value accettabile è minore od uguale a 0,1); in altre parole le variabili escluse sono variabili "non statisticamente significative" in quanto poco correlate con la variabile dipendente. Dopo ogni eliminazione delle variabili non importanti, si procede nuovamente al ricalcolo della regressione. Una volta che le variabili residue mostrano una significatività statistica minore di 0,1, viene quindi verificato lo pseudo-R², che assume valori compresi tra 0 e 1, al fine di testare la bontà di adattamento del modello ai dati utilizzati. Per la regressione è stato utilizzato il software statistico Stata 10.

Prima di analizzare i risultati è opportuno dare un breve sguardo al processo che ha portato a tali valori; in particolare molte delle regioni sono state escluse o per problemi legati alla collinearità con altri termini o per impossibilità di stima, in quanto negli anni considerati per esempio non si sono verificati casi di rescissione anticipata dei contratti di locazioni in tali aree. Un problema simile si è verificato anche nei settori *hospitality* e *industrial*, che quindi sono stati esclusi automaticamente dal software durante il calcolo dei coefficienti della regressione.

La tabella 12 riporta i risultati della regressione logit: tutte la variabili utilizzate sono state definite nella tabella 11. I simboli *** e ** denotano livelli di significatività statistica rispettivamente all'1% e al 5%.

Tabella 12 – Risultati del modello logit

Variabile indipendente: **sibreak**

	Coeff.	Dev. St.	z	P> z
residential	4.3048	1.2381	3.4800	0.0010***
anno08	3.4861	0.5600	6.2300	0.0000***
efferv100	0.0000	0.0000	2.4400	0.0150**
nordovest	0.8973	0.4374	2.0500	0.0400**
toscana	2.0391	0.9028	2.2600	0.0240**
_cons	-4.2340	0.6268	-6.7500	0.0000***
<i>Osservazioni</i>	275			
<i>Pseudo-R²</i>	0.4034			

Passando ora ad analizzare nel dettaglio i risultati più significativi del modello è immediato notare come le chance di abbandono di un immobile ad uso residenziale (e non la probabilità) siano decisamente più elevate rispetto alla rescissione di un contratto per l'affitto di un edificio ad uso non residenziale. Tale conclusione è in linea con le previsioni, in quanto ad esempio le possibilità di lasciare vacante un immobile ad uso abitativo sono decisamente più elevate rispetto alle chance di abbandono di un edificio ad uso industriale, visti i costi più elevati che l'affittuario deve sostenere in quest'ultimo caso per spostare la sua attività in un nuovo edificio.

Le possibilità di abbandono sono inoltre maggiori nell'anno 2008, rispetto all'esercizio precedente; questo risultato può essere spiegato da due motivi principali, strettamente correlati l'un l'altro: il primo è caratterizzato dal ciclo economico negativo registrato nel periodo in esame, che ha accentuato la discesa proprio nell'esercizio 2008. La fase debole dell'economia ha causato di conseguenza un abbassamento generalizzato dei ricavi in tutti i settori, rendendo quindi più difficoltoso per gli affittuari non solo il pagamento del canone di

locazione per gli spazi locati, ma anche la sopravvivenza della stessa impresa/esercizio commerciale.

A quest'ultimo aspetto è strettamente legata la seconda motivazione che spiega l'aumento delle possibilità di abbandono degli immobili nel corso dell'anno 2008: proprio le difficoltà di pagamento dei canoni di locazione degli spazi affittati hanno favorito l'abbandono degli immobili da parte dei locatari anche prima della scadenza contrattuale, comportando quindi un aumento nei tassi di vacancy, come confermano anche le figure 11, 12 e 13 riportate nel capitolo 4 del presente lavoro. La presenza di numerosi immobili sfitti ha incentivato gli affittuari ad esercitare le clausole di rescissione anticipata, non tanto per abbandonare gli immobili locati, quanto piuttosto per richiedere alla proprietà una revisione delle condizioni economiche contrattualmente pattuite anni addietro.

Per quanto riguarda infine la localizzazione geografica degli immobili, i fabbricati situati nel nord-ovest presentano chance di abbandono maggiori, rispetto a quelli situati in altre zone d'Italia, vista la presenza di un numero più elevato di immobili fra i quali gli affittuari possono scegliere. Ciò è dovuto alla presenza di Milano in tale area, città nella quale sono concentrati buona parte degli investimenti immobiliari a livello nazionale.

Ovviamente, poiché non è possibile prevedere con certezza la probabilità di abbandono, considerato il set limitato di informazioni a nostra disposizione, i risultati del modello devono essere interpretati come delle "soglie di allarme": in questo senso, ad esempio, locatori che hanno portafogli caratterizzati da elevati investimenti nel comparto *residential*, quali sono i fondi pensione e quelli assicurativi, dovranno valutare con maggior attenzione la componente rischio locatario del loro portafoglio.

5. Conclusioni

Il presente studio, sebbene con i limiti presentati in precedenza e che verranno ripresi nel presente paragrafo, costituisce un elemento di novità nel mercato italiano delle locazioni, che con il tempo sembra essere sempre più aperto e trasparente nei confronti degli investitori e degli stessi operatori, grazie all'ingresso sul mercato di investitori istituzionali in maniera sempre più consistente e alla presenza di società specializzate dedite alla produzione di analisi e benchmark di riferimento.

La ricerca mira anzitutto a valutare l'effettiva durata dei contratti di locazione siglati nel panorama italiano: dallo studio dei dati si evince un'attività limitata per l'anno 2008 per ciò che concerne l'esercizio delle opzioni di rescissione anticipata presenti all'interno dei contratti di locazione siglati negli anni passati. Anche nel mercato italiano, così come in molti contesti esteri, viene confermato che la facoltà di esercitare la *break option* è nella maggior parte dei casi in mano esclusiva ai locatari, che fino ad oggi, non hanno quindi avuto alcun incentivo ad esercitare tale facoltà, visto il trend crescente dei canoni di locazione, sebbene il numero di rescissioni sia in leggero aumento rispetto al 2007 e si stima che tale tendenza positiva possa accentuare la crescita nel corso dei prossimi anni, in relazione sia all'andamento negativo del mercato immobiliare nel suo complesso, che del mercato delle locazioni nello specifico.

In termini di asset allocation a livello di singola tipologia di investitori (fondi chiusi, società immobiliari, fondi pensione ed assicurativi) le analisi condotte evidenziano risultati interessanti; in particolare ogni categoria sembra essere guidata da una diversa politica di portafoglio rispetto alle altre. Nello specifico, le società immobiliari hanno registrato nel corso degli anni più recenti una discesa della redditività, a causa della forte esposizione nei confronti del comparto *retail* del mercato, settore altamente correlato al ciclo economico, che quindi premia soltanto nelle fasi di crescita dell'economia. Discorso ben diverso vale invece per le altre due categorie di investitori: i fondi pensioni ed assicurati e quelli chiusi, che viceversa investono prevalentemente nel comparto uffici. Tuttavia sebbene l'asset class principale sia la medesima, diverse sono le logiche di gestione del

portafoglio. Mentre i fondi pensione ed assicurativi concentrano la parte residuale del portafoglio su immobili destinati ad uso esclusivamente *residential & hospitality*, riportando delle perdite di valore dai loro investimenti, i fondi chiusi registrano invece la performance più elevata nell'ultimo anno, grazie ad una politica classica di diversificazione di portafoglio, che ha abbassato in maniera considerevole il rischio a carico di questi investitori.

Un dato importante da sottolineare riguarda la percentuale di portafogli che nel corso degli anni hanno registrato performance negative: nel 2007 tale valore era pressoché nullo, per giungere tuttavia in soli due esercizi a circa il 50% del totale dei portafogli monitorati da IPD; tale dato evidenzia in maniera immediata come il mercato immobiliare italiano, apprezzato storicamente per una bassa volatilità, sia diventato invece negli ultimi anni molto rischioso, in relazione non solo al ciclo economico negativo, ma anche all'ingresso sul mercato di investitori con finalità più speculative.

L'incremento della volatilità del mercato immobiliare domestico, quindi, ha riportato l'attenzione sui fattori di rischio che caratterizzano gli investimenti nel *real estate* ed in modo particolare sulla componente di rischio locatario, fattore principale che differenzia gli investimenti immobiliari dalle altre tipologie di impiego di denaro.

Purtroppo la quantificazione del rischio locatario, ossia la possibilità di abbandono dell'immobile prima della scadenza naturale del contratto, è complessa da stimare: oltre a fattori puramente economici, influiscono sulle decisioni dell'affittuario anche numerosi altri fattori di varia natura difficilmente stimabili.

Per quanto riguarda il mercato domestico, il limite principale riscontrato fino a pochi anni fa da parte dei ricercatori è stata l'assenza di un database ampio che rappresentasse l'andamento del mercato nel suo complesso. L'ingresso di IPD anche nel mercato italiano ha fatto sì che questo limite fosse in parte superato, anche se è opportuno ribadire nuovamente che il censimento delle operazioni avvenute sul mercato nei vari anni vengono effettuate su base volontaria da parte dei clienti IPD, che comunque rappresentano un ottimo campione degli investitori istituzionali operanti sul nostro territorio.

Proprio grazie all'utilizzo di tale database, si è cercato di impostare un modello statistico che riuscisse a prevedere la probabilità di abbandono anticipato dell'immobile da parte dei locatari.

Purtroppo, a causa del ritardo nella fornitura di tali dati, non è stato possibile affinare fino in fondo il modello, inserendo ad esempio dati di tipo macroeconomico (es. andamento PIL nazionale); gli unici dati presi in considerazione dal modello riguardano variabili economiche e qualitative di tipo micro, come ad esempio la superficie locata, il canone di affitto, la location, ...

Il modello utilizzato nell'analisi è una regressione di tipo logit, modello robusto soprattutto in quelle situazioni (come la nostra) dove la variabile dipendente (rappresentata in questo caso dal fatto che l'affittuario lasci l'immobile prima della scadenza) è dicotomica, ossia assume valori 1 (il locatario esercita l'opzione di rescissione anticipata) e 0 (l'opzione non viene esercitata).

I primi risultati che emergono sono comunque interessanti: il modello logit non definisce la probabilità di abbandono, ma si limita a valutare le possibilità, le chance di abbandono di un immobile, rispetto ad un altro preso come riferimento, quest'ultimo è rappresentato nella ricerca da un ufficio situato a Roma. Come è immediato notare, le variabili che impattano positivamente sulle possibilità di abbandono di un immobile sono sostanzialmente due: la destinazione d'uso dell'immobile e l'anno in cui è possibile esercitare tale opzione. Poiché il primo fattore è influenzato dai costi fissi/variabili che il locatario deve sostenere per spostare l'attività su un'altra sede, è intuitivo comprendere come per nel settore *residential* le possibilità di abbandono aumentino notevolmente rispetto agli altri comparti, in quanto i costi di trasloco sono pressoché nulli. L'anno di esercizio dell'opzione invece è influenzato in maniera diretta dall'andamento del mercato delle locazioni in tale periodo: in fase di rialzo dei canoni di affitto i locatari non troveranno conveniente esercitare la loro opzione, mentre le probabilità di esercizio aumenteranno a seguito di una discesa delle locazioni. Variabili non discriminanti sembrano invece essere quelli riferiti alla *location* dell'immobile, infatti, anche nel caso in cui fosse conveniente economicamente spostare l'attività su una diversa sede, questo trasferimento deve avvenire all'interno di un'area circoscritta, per motivi che ben possiamo immaginare.

Per quanto riguarda infine i possibili sviluppi futuri della ricerca, poiché la componente rischio assumerà sempre più importanza all'interno delle politiche di asset allocation degli investitori, ed in modo particolare la componente di rischio locatario, credo possa essere interessante proseguire nello sviluppo del modello impostato nel lavoro. Tali affinamenti possono riguardare sia la pulizia del database iniziale dal quale attingere i dati, revisione che può essere effettuata solo in tempi lunghi coinvolgendo nuovamente i proprietari degli immobili (e quindi i vari fondi e le società immobiliari), sia inserendo all'interno del modello variabili fino ad ora non considerate.

Solo dopo che il modello risulta essere robusto sul mercato domestico è possibile pensare ad un suo possibile utilizzo su altri mercati immobiliari, al fine di verificare quali siano le variabili critiche che differenziano un mercato dall'altro.

6. Bibliografia

- Ambrose B.W., Hendershott P.H., Klosek M.M., *Pricing Upward-Only Adjusting Leases*, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 25, n. 1, 2002, 33-49
- Benjamin J.D., Chinloy P., *The Structure of a Retail Lease*, Journal of Real Estate Research, Vol. 26, n. 2, 2004
- Benjamin, J.D., De la Torre C., Musumeci J., *Controlling the Incentive Problems in Real Estate Leasing*, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 10, 1995, 177-191
- Biasin M., *L'investimento immobiliare: mercato, intermediari e forme proprietarie*, Il Mulino, Bologna, 2005
- Bond S.A., Loizou P., McAllister P., *Lease Maturity and Initial Rent: Is there a Term Structure for UK Commercial Property Lease?*, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 36, 2008, 451-469
- Booth, P., & Walsh, D., *The application of financial theory to the pricing of upward-only rent reviews*, Journal of Property Research, Vol. 18, 2001, 69–83
- Cacciamani C. (a cura di), *Il rischio immobiliare: una soluzione di rating dell'investimento immobiliare*, Egea, Milano, 2003
- Clapham W., Gunnellin A., *Rental expectations and the term structure of lease rates*, Real Estate Economics, Vol. 33, 2003, 647-670
- Cooke H., Woodhead S., *Break strategy – The key to breaking out*, Journal of Corporate Real Estate, Vol. 10, Issue 2, 2008, 110 – 120
- Crosby C., Hughes C., Murdoch S., *Exit Strategies for Business Tenants*, Journal of Property Research, Vol. 23, Issue 3, 2006, 215-235
- Crosby N., Gibson V., Murdoch S., *UK Commercial Property Lease Structures: Landlord and Tenant Mismatch*, Urban Studies, Vol. 40, Issue 8, 2003, 1487-1516
- Crosby N., Lizieri C., Murdoch S., *Changing lease structures in real estate office markets*, ERES/AREUEA Conference, Maastricht, 1998

- Drivers Jonas, *Commercial Leases - A Permanent Revolution*, Drivers Jonas Research, London, 1997
- DTZ Research, *Global Obligations of Occupation, Europe, Middle East and Africa*, 2008, 14th Edition
- Giannotti C., *La gestione del fondo immobiliare: rischio, diversificazione e pianificazione*, Egea, Milano, 2006
- Giannotti C., Manstretta D., Martelli D., *Tenant risk in the Italian real estate funds*, ERES Conference, Krakow (Poland), 2008
- Generali Gestione Immobiliare (2009), *Il mantenimento del valore dell'asset immobiliare nell'attuale contesto di mercato*, Workshop "IPD Italy Biannual Property Index", Milano
- Grenadier S.R., *Valuing Lease Contracts: A Real-Options Approach*, Journal of Financial Economics, Vol. 38, 1995, 297-331
- Hendershott P.H., *A comparison of upward-only and turnover leases*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 20, n. 6, 2002, pp. 513-524
- Hendershott P.H., Ward C., *Valuing and pricing retail leases with renewal and overage options*, Journal of Real Estate Finance and economics, Vol. 26, 2003, 223-240
- Investment Property Databank, *IPD Italian Property Index: Results*, vari anni
- Investment Property Forum, *Investment performance and lease structure change in the UK*, July 2005
- Lee K., *Optimal Retail Lease Contracts: The Principal-Agent Approach*, Regional Science and Urban Economics, Vol. 25, 1995, 727-738.
- Lizieri C., Herd G., *Valuing and appraising new lease forms: the case of break clauses in office markets*, RICS "Cutting Edge" Property Research Conference, September 1994
- McAllister P., O'Roarty B., *The legal and rental valuation implications of break clauses: a behavioural perspective*, RICS "Cutting Edge" Conference, de Montfort
- McAllister P., O'Roarty B., *Pricing break clauses: a fundamental approach*, RICS Cutting Edge conference, Cambridge, 1999

- McAllister P., *Pricing short leases and break clauses using simulation methodology*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 19, n. 4, 2001, pp. 361-374
- McAllister P., Tarbert H., *Bargaining, utility and rents - Analysing the effect of potential lease termination on rent negotiation outcomes*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 17, n. 4, 1999, pp. 353-364
- Miceli T.J., Sirmans C.F., *Contracting with spatial externalities and agency problems: the case of retail lease*, Regional Science and urban Economic, Vol. 25, 1995, 335-372
- Miceli, T.J., Sirmans C.F., *Tenant Turnover, Rental Contracts and Self-Selection*, Journal of Housing Economics, Vol. 8, 1999, 301–311
- Mooradian R., Yang S., *Cancellation strategies in commercial real estate leasing*, Real Estate Economics, Vol. 28, n. 1, 2000, 65-88
- Schallheim, J., McConnell J., *A Model for the Determination of “Fair” Premiums on Lease Cancellation Insurance Policies*, Journal of Finance, Vol. 40, 1985, 1439–1457.
- Porzio C., Sampagnaro G., *L’investimento immobiliare. Valutazione, rendimenti, asset allocation*, Bancaria Editrice, Roma, 2007
- Wheaton W.C., *Percentage rent in retail leasing: the alignment of landlord-tenant interests*, Real Estate Economics, Vol. 28, 2000, 185-204
- Woollam C., *Flexibility at any price? Challenging a costly convention on leases*, Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, Issue 1, 2004, 73-82