

A low-angle, upward-looking shot of a modern skyscraper with a curved glass facade. The building's structure is composed of a grid of dark metal frames and large glass panels. The sky is a vibrant blue, filled with soft, white clouds, and the sun is setting or rising, creating a warm, golden glow that illuminates the top of the building and the sky. The overall composition conveys a sense of height, modernity, and optimism.

Deloitte.

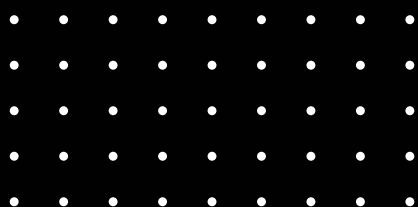
Real Estate REvolution

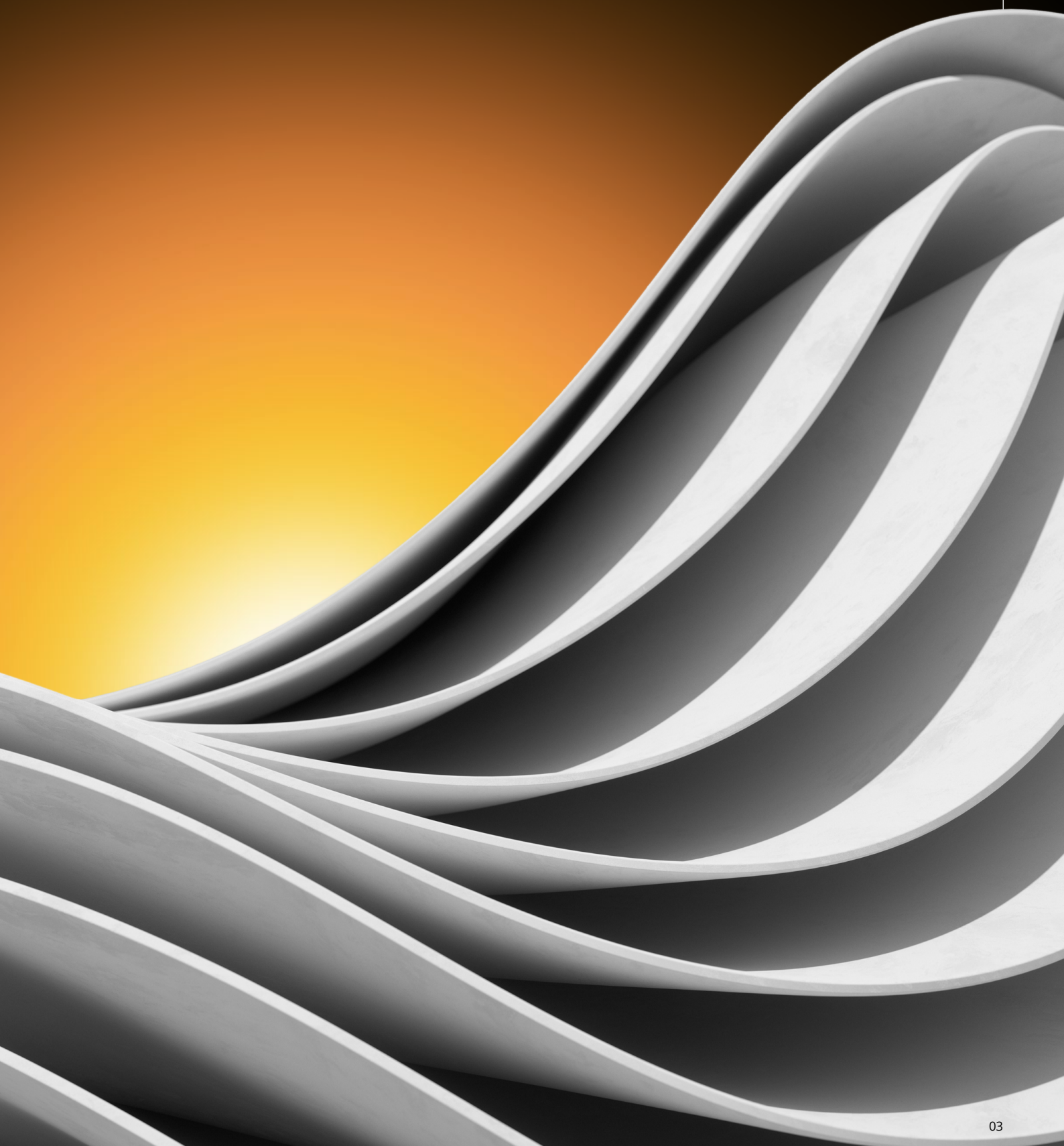
L'alba delle cartolarizzazioni immobiliari

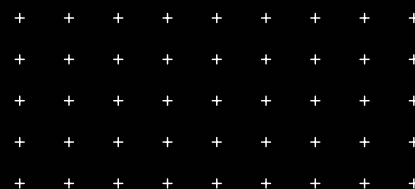


Indice

Introduzione e nota metodologica	4
1. Commercial Real Estate: mercato del credito	6
2. Cartolarizzazioni immobiliari (SPV 7.2)	12
3. Il punto di vista degli operatori	16
Conclusioni	24
Contatti & Ringraziamenti	25







Introduzione

Il *private debt* immobiliare rappresenta un segmento di grande attenzione per il mercato, specialmente in Italia dove il binomio tra immobiliare e strumenti quotati non è stato finora sinonimo di successo.

A livello europeo, il settore rimane ancorato ad un modello centrato sul credito tradizionale, con oltre l'80% dei finanziamenti relativi al *commercial real estate* (CRE) di matrice bancaria. Negli ultimi tempi, il settore ha però mostrato evidenti segnali di cambiamento – anche e soprattutto per effetto di forze più esogene che endogene – che potrebbero dare il via ad un'evoluzione strutturale del mercato europeo avvicinandolo a modelli più “maturi” e sviluppati, come quello USA o UK, dove il credito tradizionale è ormai stabilmente affiancato da nuovi player e strumenti che hanno contribuito ad un arricchimento significativo della gamma di prodotti offerti dal (e al) mercato immobiliare.

Nell'attuale contesto di mercato, le banche tradizionali stanno progressivamente riducendo la loro esposizione al CRE, anche a causa delle crescenti pressioni originate dai nuovi vincoli regolamentari derivanti dall'adozione della direttiva Basilea IV, oltre che del contesto macroeconomico e dei suoi riflessi sul mercato del *real estate*.

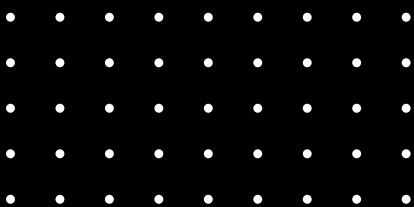
Al contempo, il mercato va incontro all'importante sfida del rifinanziamento del debito immobiliare in scadenza nel prossimo triennio, derivato dalla fase “espansiva” che il mercato ha attraversato nel periodo 2018-2021 e le cui dimensioni si attestano intorno ai 500-600€mld.

Queste dinamiche possono rappresentare terreno fertile per le cartolarizzazioni immobiliari, strumento relativamente giovane, nato dalla naturale evoluzione della normativa sulle cartolarizzazioni, ma con un potenziale innovativo che sta attirando sempre più l'interesse del mercato.

Al fine di fornire una panoramica di questo nuovo mercato, ne abbiamo quindi analizzato le dimensioni, i soggetti coinvolti e le principali caratteristiche.

Abbiamo successivamente condotto un'indagine sul *sentiment* degli operatori con riferimento alla percezione e alle prospettive attese per il futuro del credito all'immobiliare commerciale, per poi focalizzare l'attenzione sul mercato delle cartolarizzazioni immobiliari al fine di catturarne il livello di familiarità, vantaggi e limiti per il futuro del settore.





Nota metodologica

In considerazione del carattere di novità dello strumento e della carenza di dati e analisi preesistenti, abbiamo condotto uno studio quantitativo su un campione di veicoli SPV 7.2 già costituiti alla data del presente Report al fine di fornire una panoramica completa del contesto di mercato e delle sue principali caratteristiche.

In particolare, l'analisi del mercato è stata condotta sulla base della raccolta analitica dei dati relativi ad un campione rappresentativo del 60% del mercato attuale, a partire dal quale sono state stimate le dimensioni complessive del mercato e identificate le principali caratteristiche.

La nostra analisi è stata inoltre approfondita da un'indagine sul *sentiment* degli operatori con riferimento al mercato del credito tradizionale e delle cartolarizzazioni immobiliari, attraverso l'invio di un questionario a domande chiuse secondo la metodologia CAWI (Computer Assisted Web Interview) che ha coinvolto circa 200 operatori del settore immobiliare italiano, appartenenti ad oltre 80 società e a cinque *cluster* differenti: gestori, banche, investitori, *developer* e *alternative lender*.

Il tasso di risposta è stato significativo, con valori mediamente superiori al 30% su tutti i cluster.

Nelle sezioni seguenti è presentata, in sintesi, l'analisi a livello aggregato delle risposte raccolte, suddivise per aree di indagine.





Commercial Real Estate: mercato del credito

1





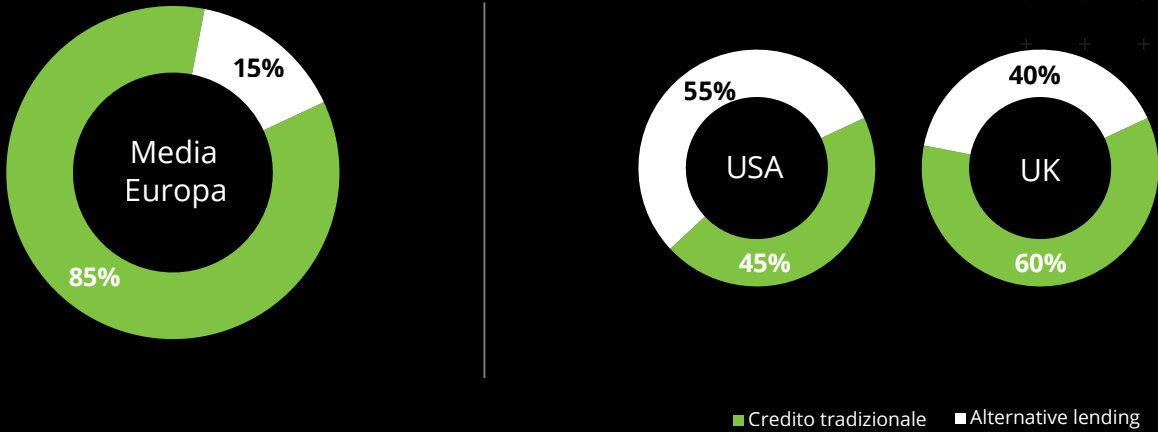
Il mercato del credito tradizionale

La panoramica del mercato del credito legato al CRE restituisce l'immagine di un mercato che in Europa è stato storicamente, e ancora oggi continua ad essere, fortemente legato al sistema bancario.

Mediamente, l'85% dei finanziamenti al CRE origina da istituti di credito bancari, mentre il peso dei cosiddetti *alternative lender* si attesta in media al 15%, con sfumature non significative tra i diversi mercati (nel sistema tedesco, il più diversificato in ambito comunitario, il peso degli *alternative lender* è stimato appena al 20%).

Appare quindi evidente come queste statistiche siano ancora ben lontane da quelle dei mercati più strutturati ed evoluti sotto il profilo della diversificazione dei *player* coinvolti, come ad esempio il mercato USA dove le proporzioni sono ribaltate (55% il peso stimato degli *alternative lender*) o il mercato UK dove il peso del sistema bancario si attesta al 60%.

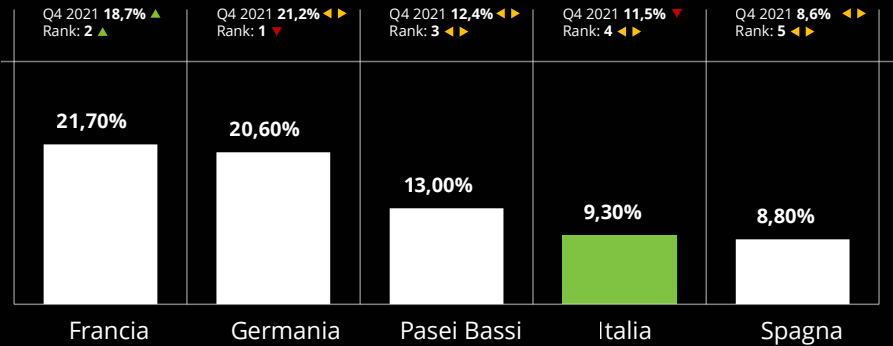
Figura 1 | L'Europa è fortemente dipendente dal sistema bancario



Fonte: Bayes Business School, Cohen and Steers

Lo stock del finanziamento bancario nel CRE europeo risulta essere fortemente concentrato in pochi paesi, con i primi 5 per dimensione che coprono oltre il 70% del mercato (su un totale di circa 1.400€mld in base alle ultime statistiche dell'EBA, European Banking Authority). In questa classifica, l'Italia rappresenta il quarto mercato per dimensione – dopo Francia, Germania e Paesi Bassi – con una quota di mercato appena superiore al 9%, sebbene la sua rilevanza sia diminuita nell'ultimo triennio dall'11,5% registrato a fine 2021.

Figura 2 | Concentrazione del credito al CRE nei top-5 mercati europei

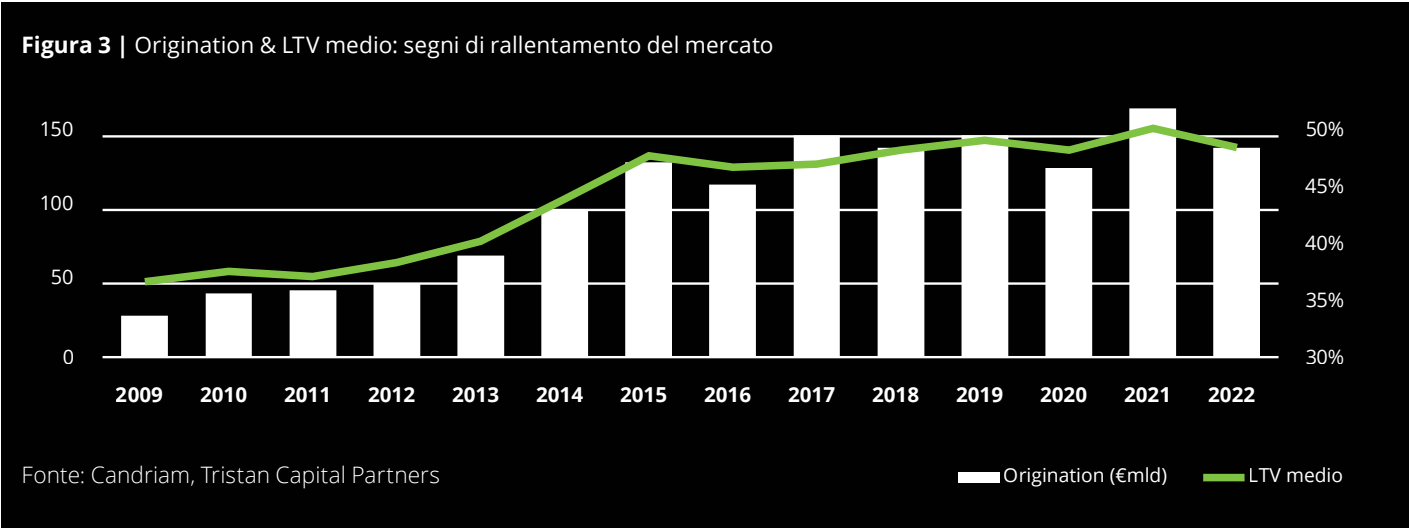


Fonte: Elaborazione Deloitte su dati EBA (European Bank Authority) al 30 giugno 2024



In un contesto di crescente pressione regolamentare e incertezza sui fondamentali del mercato *real estate*, le banche europee hanno iniziato a ridurre

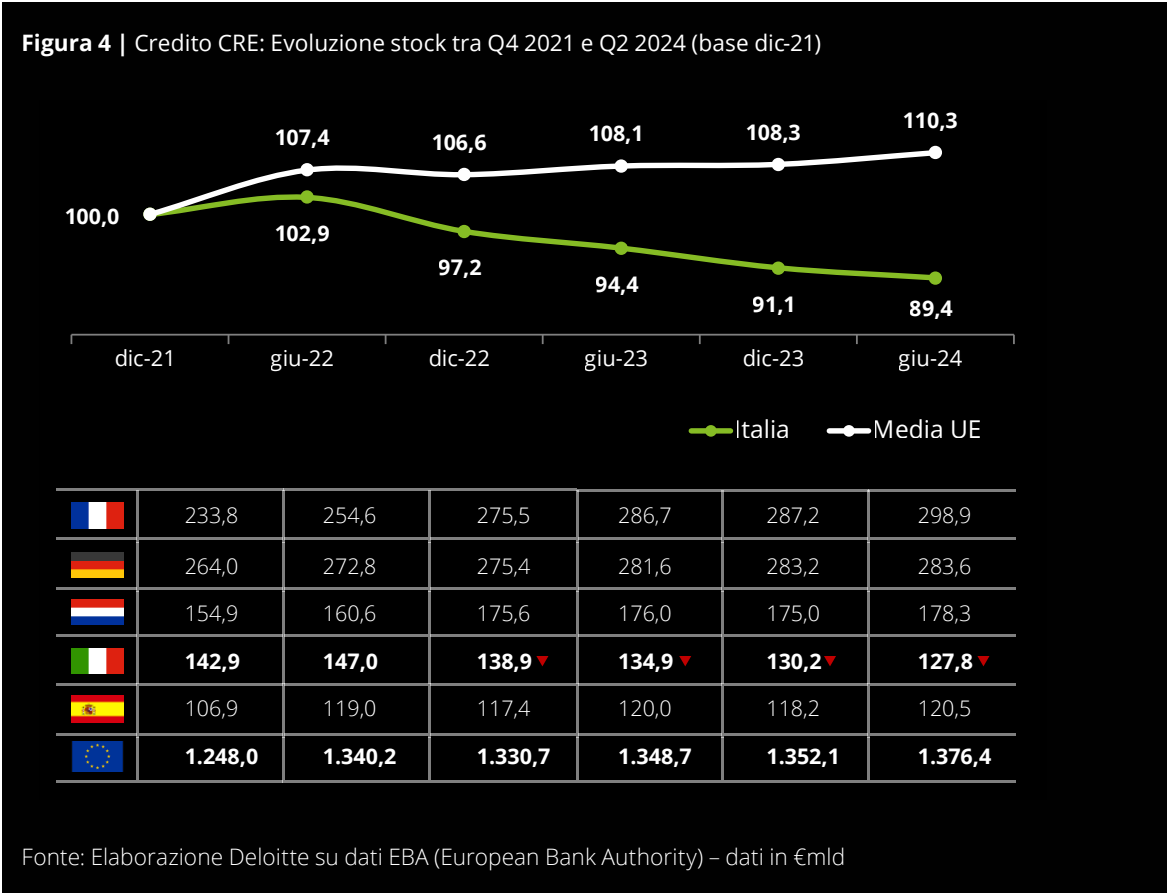
progressivamente la propria esposizione, con un calo del 16% in termini di nuovi finanziamenti concessi ed una contrazione del *Loan to Value* (LTV) medio applicato.



Questa dinamica si è tradotta in un appiattimento della curva relativa all'evoluzione dello stock di finanziamenti al CRE a livello europeo e all'interno di molti dei mercati nazionali che lo compongono,

sebbene senza evidenziare ancora particolari diminuzioni del valore dei finanziamenti in essere. Volgendo invece lo sguardo al solo mercato italiano, l'evoluzione dello stock

di finanziamenti al CRE denota un trend ancora più marcato, evidenziando una contrazione dell'esposizione delle banche avviatasi nella seconda metà del 2022 e tutt'ora in corso.

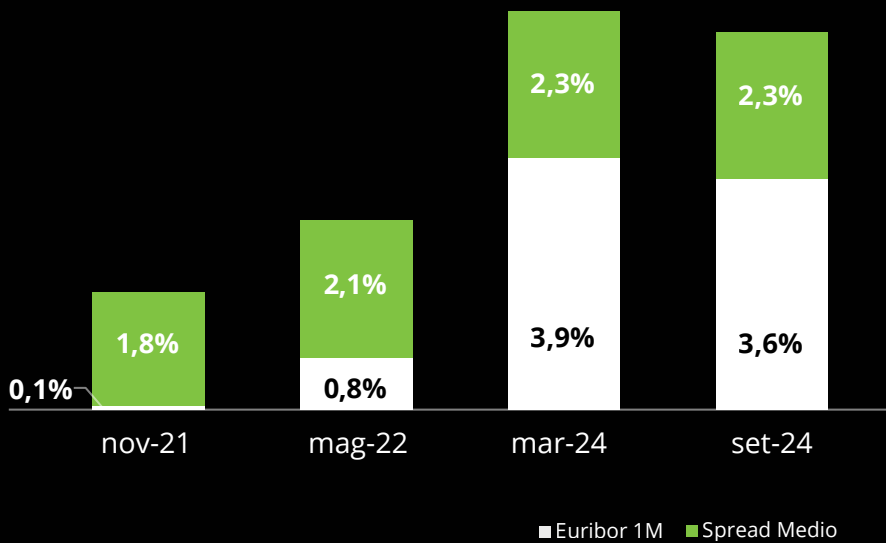


Il dato evidenzia come, in concomitanza con la crescente pressione regolamentare e i più stringenti requisiti patrimoniali imposti alle banche, in aggiunta ad un mercato immobiliare meno vivace nel 2023, il valore dei finanziamenti iscritti sui libri delle banche italiane sia diminuito. Questo per effetto delle importanti operazioni straordinarie degli ultimi anni, che hanno ridotto in misura consistente lo stock di crediti deteriorati, con una qualità degli attivi in netto miglioramento, ma ancora al di sotto della media europea (NPL ratio in diminuzione dall'11% al 6,0%, rispetto ad una media europea pari al 4,4%).

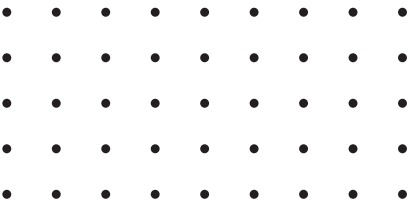
L'inversione di marcia del sistema bancario si inserisce in un contesto macroeconomico profondamente mutato rispetto al recente passato.

Dopo anni di tassi stabilmente prossimi allo zero, le politiche monetarie intraprese per contrastare il fenomeno inflattivo hanno infatti portato ad un significativo incremento dei tassi base che, prima dei primi tagli annunciati, hanno sfiorato il 4%. Anche gli spread applicati dai *lender* hanno replicato il trend di crescita, con margini sui *senior loan* mediamente rivisti in aumento di 50 bps.

Figura 5 | Evoluzione costo medio dei finanziamenti (media UE), %



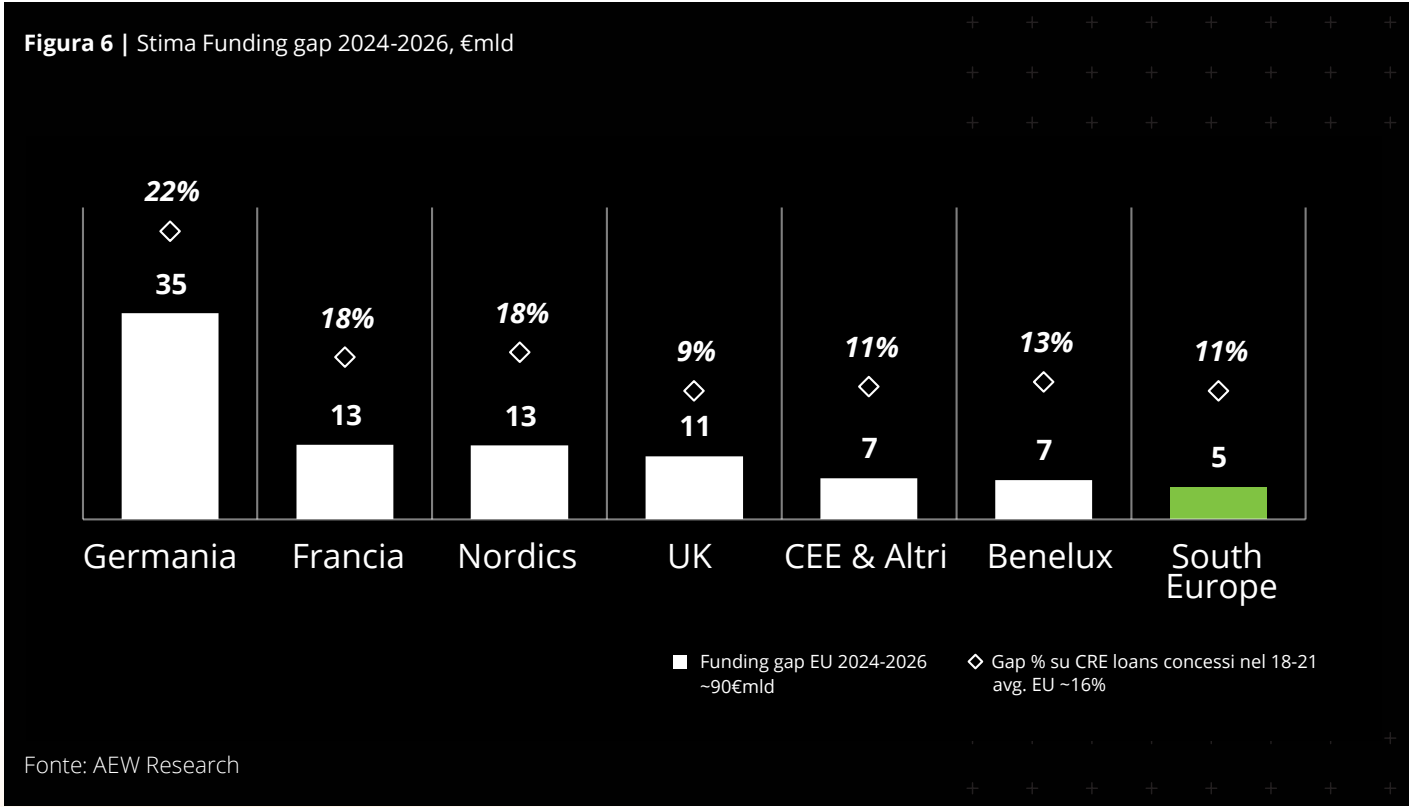
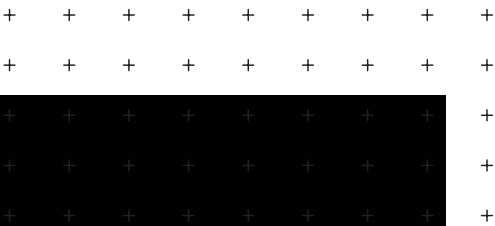
Fonte: Apollo Global Management



La forte spinta inflattiva e l'incremento dei tassi hanno avuto un riflesso anche sul mercato immobiliare, come dimostra il ridotto volume di investimenti nel 2023 e il calo generalizzato dei valori immobiliari.

La minore propensione al credito unita al valore degli asset in discesa, dopo un periodo di intensa attività, ha concorso a formare un fenomeno molto discusso di recente, quello del *funding gap*. Nel triennio 2024-2026 il mercato dovrà infatti affrontare l'importante sfida del

rifinanziamento del debito in scadenza (principalmente relativo ai finanziamenti concessi nel 2018-2021, assumendo una *maturity* media di 5 anni). Si stima che circa il 16% del debito europeo in scadenza nel prossimo triennio – compreso tra i 500€mld e i 600€mld – rimarrà scoperto dalle dinamiche di rifinanziamento, corrispondente ad un *gap* di circa 90€mld, con fabbisogni più marcati in Germania (22%) e più ridotti in UK (9%), Italia e Centro/Sud Europa (11%).



La differenza tra l'ammontare originario del debito e quello che sarà accessibile dovrà quindi necessariamente trovare una copertura alternativa, attraverso

altre forme di finanziamento, siano esse rappresentate dal ricorso al capitale proprio (equity) o da soluzioni di finanziamento alternativo (*alternative lending*).



Commercial RE: private debt perché ora?

L'analisi delle variabili quantitative osservate presenta una combinazione unica di elementi di discontinuità e novità che potrebbero portare ad una nuova fase di maturità per il settore del *private debt* europeo, facendo sì che questo replichi la transizione avvenuta nel mercato USA nell'ultimo decennio.

Da un lato, il panorama dell'offerta sta subendo profondi cambiamenti con la parziale retromarcia delle banche, legata a fattori normativi (implementazione di Basilea IV) e alla generalizzata riduzione dell'esposizione al mercato immobiliare. Quest'ultima è accompagnata da criteri di valutazione del credito più rigidi e da una maggiore cautela da parte dei finanziatori tradizionali che risultano ormai altamente selettivi in termini di partner e progetti da finanziare.

Dall'altro, sul fronte della domanda si riscontra una crescente richiesta di soluzioni di finanziamento, anche alla luce

dell'importante fabbisogno di risorse per fronteggiare la sfida del rifinanziamento attesa per il prossimo triennio e per supportare la transizione energetica.

Questi fattori, combinati, costituiscono una forte spinta al rinnovamento delle dinamiche del settore, rappresentando al contempo un'opportunità di assoluto interesse per l'ingresso di nuovi *player* nel mercato, i quali potranno sfruttare il *mismatch* tra domanda e offerta, nonché proporsi come partner per realtà alla ricerca di capitali di finanziamento più agili e flessibili rispetto al passato.

Infine, anche le attuali condizioni economiche del credito rappresentano un'opportunità da capitalizzare, con prospettive di ritorni robusti per chi riuscirà a proporsi, in tempi brevi, sul mercato per sfruttare a proprio vantaggio l'attuale livello dei tassi di interesse.

In tale contesto, sul mercato internazionale risulta sempre più evidente l'attenzione verso strumenti di debito. Per il terzo anno di fila, gli investitori globali coinvolti in una *survey* condotta da INREV (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) hanno indicato

il debito come via preferenziale di accesso al mercato immobiliare europeo. Inoltre, più del 60% degli intervistati ha indicato la volontà di incrementare ulteriormente la raccolta e l'allocazione di capitale destinato al debito immobiliare, da dedicare principalmente a strumenti di *direct lending*. Al contempo, si registra una crescente pressione sui fondi di debito, che dal 2020 hanno realizzato una raccolta record di oltre 150\$mld, di cui una significativa quota non è ancora stata impiegata, ed è quindi pronta ad essere immessa sul mercato.

Questi fattori potrebbero innescare – e facilitare – l'evoluzione del mercato del credito europeo verso modelli più diversificati come quelli anglosassoni, dove credito tradizionale e *alternative lending* coesistono e, spesso, si completano. Da un lato quindi il credito tradizionale, più orientato verso soluzioni core con LTV più contenuti e durate ridotte (più premianti sotto il profilo dei requisiti patrimoniali), e dall'altro il finanziamento alternativo che può intervenire con strumenti di finanziamento non necessariamente *senior*, anche di durate più lunghe per supportare sviluppi, riqualificazioni e transizione energetica.





Cartolarizzazioni immobiliari (SPV 7.2)

2

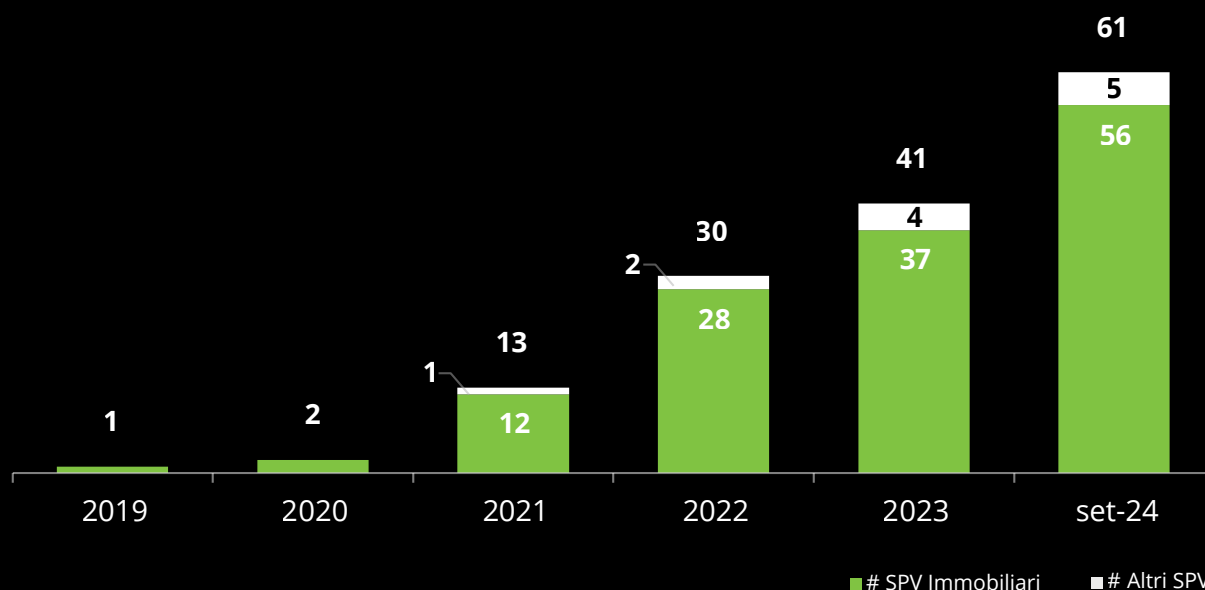


Tra gli strumenti innovativi presenti sul mercato nazionale spiccano le cartolarizzazioni immobiliari, uno strumento nato dalla recente evoluzione della normativa avviata nel 2019 con l'introduzione della possibilità per i veicoli di cartolarizzazione di acquistare direttamente beni immobili e beni mobili

registrati (Legge di Bilancio 2019). L'evoluzione è poi proseguita con l'affermazione del principio di segregazione del patrimonio cartolarizzato (Decreto Crescita 2019) e infine, con una risposta dell'Agenzia delle Entrate ad un interpello del 2021, che ha sostanzialmente definito il regime fiscale applicabile alle SPV 7.2.

Anche a causa della ridotta dinamicità del mercato immobiliare in concomitanza con la pandemia, il mercato delle SPV 7.2 ha iniziato a mostrare segni di forte dinamismo solo nell'ultimo triennio, con una dimensione quintuplicata dal 2021 ad oggi in termini di numerosità dei veicoli esistenti.

Figura 7 | Un mercato giovane ma in rapida crescita

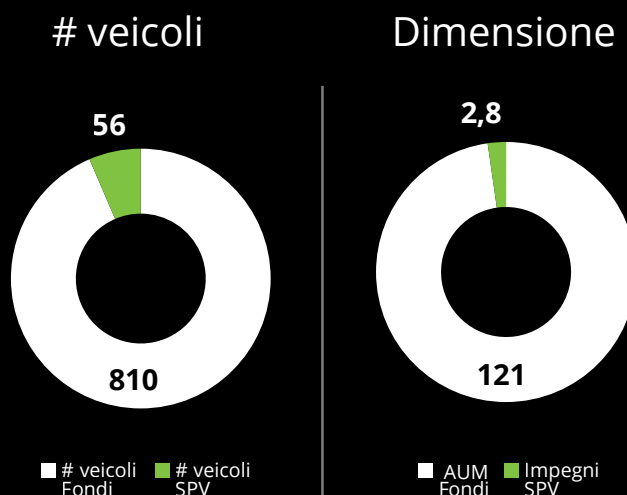


Fonte: Elaborazione Deloitte su dati pubblici (Banca d'Italia e Gazzetta Ufficiale)

Sono infatti 61 i veicoli costituiti dal 2021 a oggi, di cui 5 rappresentati da veicoli che hanno investito in beni mobili registrati – principalmente flotte di auto in *leasing* – e che abbiamo pertanto escluso dalle nostre analisi presentate nel seguito del documento.

Nonostante la significativa crescita registrata, quello delle cartolarizzazioni immobiliari è un mercato ancora emergente. Se confrontato con i fondi immobiliari (principale veicolo di investimento immobiliare presente nel panorama nazionale), il mercato delle cartolarizzazioni immobiliari appare infatti più contenuto sia in termini di numerosità dei veicoli (56 SPV 7.2 contro gli attuali 810 fondi riservati) sia di dimensioni complessive (2,8€mld di impegni sottoscritti dai *noteholders* delle SPV 7.2 rispetto ai 121€mld di masse in gestione nei fondi immobiliari).

Figura 8 | SPV 7.2 e Fondi riservati a confronto: # veicoli e dimensione (€mld)



Fonte: Analisi Deloitte (SPV 7.2), Nomisma (Fondi immobiliari riservati)

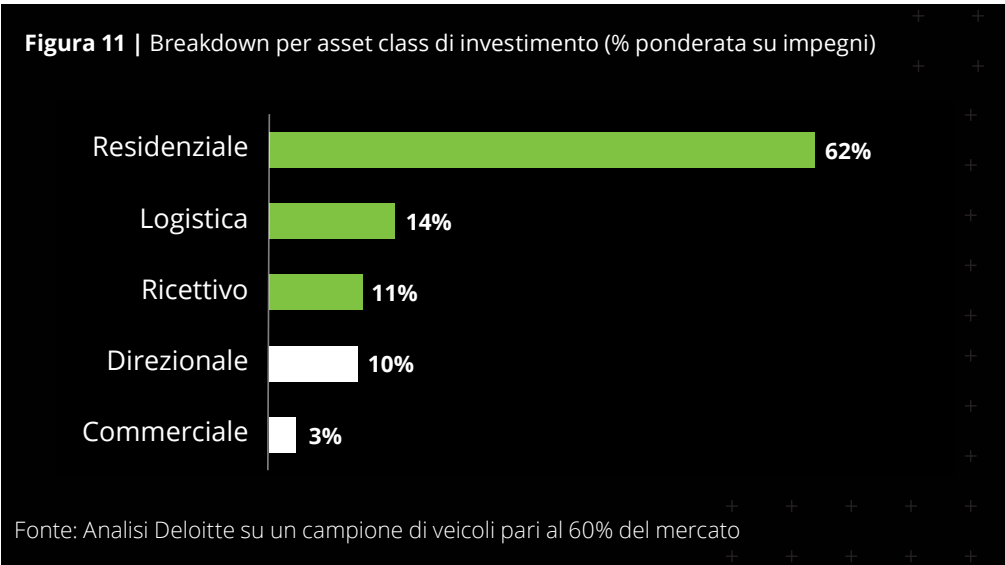
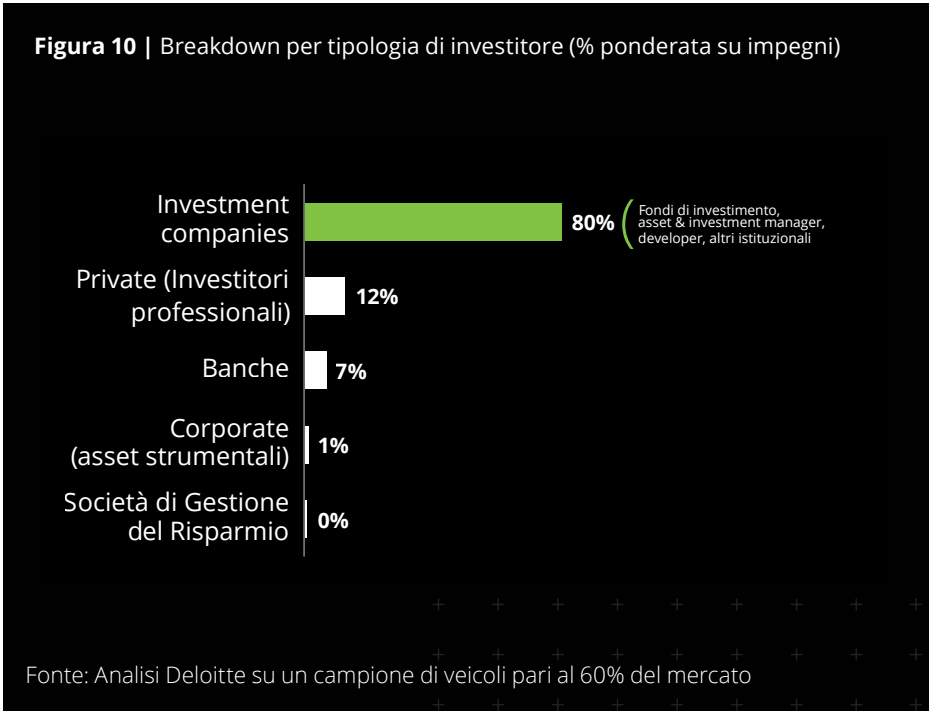
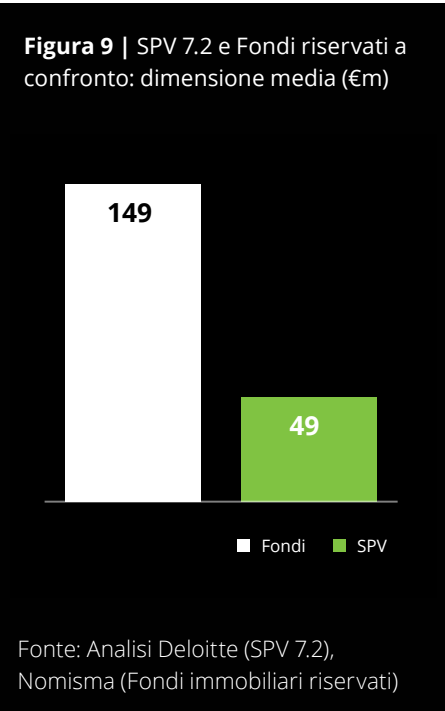
L'analisi di queste due variabili consente di identificare la prima importante caratteristica delle SPV 7.2, vale a dire la loro dimensione media. Circa 150€m la dimensione media dei fondi immobiliari, circa 50€m quella dei veicoli di cartolarizzazione immobiliare, a dimostrazione del fatto che queste ultime sono state finora principalmente impiegate per operazioni di taglio più contenuto che sarebbero state probabilmente meno efficienti sotto il profilo economico se realizzate per mezzo di un fondo immobiliare.

Al fine di identificare altre principali caratteristiche di questa tipologia di veicolo, abbiamo quindi condotto un'analisi su un campione rappresentativo di veicoli e operazioni che copre circa il 60% del mercato di riferimento.

Le informazioni raccolte e le analisi condotte evidenziano anzitutto un'elevata diversificazione della platea di investitori coinvolti, appartenenti a differenti tipologie, tra cui spiccano fondi di investimento internazionali, società e gruppi di Asset/Investment Management, developer, banche e investitori professionali privati.

Di particolare interesse il coinvolgimento di ulteriori tipologie di operatori, specie nell'ambito di operazioni più complesse sotto il profilo della pluralità di investitori coinvolti, tra cui operatori corporate e Società di Gestione del Risparmio nazionali.

Dal punto di vista strategico, l'analisi del campione consente di osservare programmi di investimento distribuiti su tutte le principali asset class, con una concentrazione particolare sul settore residenziale e/o sulla riconversione di proprietà in residenziale.



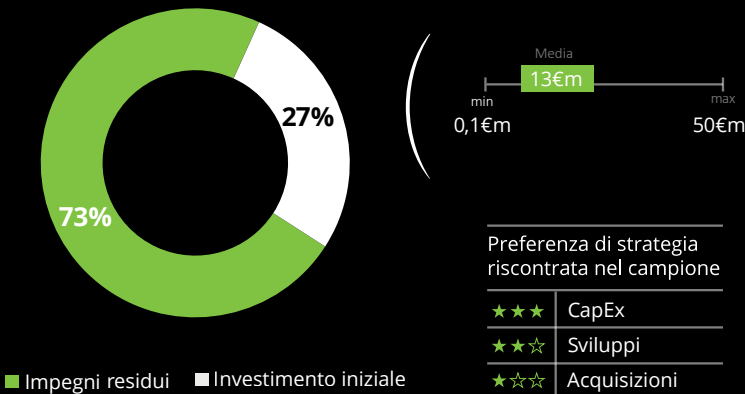
L'analisi del campione selezionato ha inoltre evidenziato che in media solo il 27% degli impegni sottoscritti è stato destinato all'investimento iniziale del veicolo, con un taglio medio di 13€m.

Quest'ultimo aspetto indica che le iniziative sottostanti si trovano prevalentemente nella fase iniziale del loro sviluppo, con la maggior parte del capitale raccolto ancora da impiegare.

Il restante 73% degli impegni, secondo i business plan presentati ai sottoscrittori, è infatti principalmente destinata a piani di riqualificazione e capex sugli asset acquisiti, o alternativamente a sviluppi futuri e ad ulteriori acquisizioni di immobili.

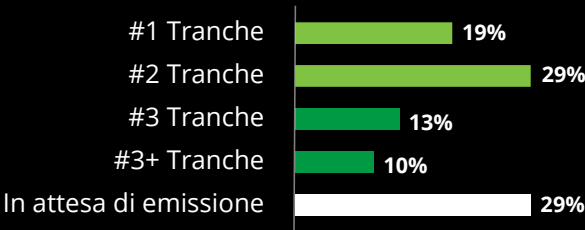
La dimensione del veicolo, il numero dei soggetti coinvolti e la strategia adottata sono elementi che possono essere infine facilmente modulabili anche in termini di struttura finanziaria della cartolarizzazione, come dimostra la vasta distribuzione dei veicoli analizzati in base al numero di classi di titoli emesse. Si osserva infatti una prevalenza di strutture più "semplificate" con 1-2 classi di titoli, ma anche una frequenza significativa di strutture più complesse con 3 o più classi di *notes* emesse, oltre a un significativo numero di veicoli ancora in fase di emissione (principalmente relativi a iniziative promosse nell'ultimo trimestre).

Figura 12 | Ripartizione impegni raccolti da SPV 7.2



Fonte: Analisi Deloitte su un campione di veicoli pari al 60% del mercato

Figura 13 | Distribuzione SPV 7.2 immobiliari per # di classi di titoli emesse



Fonte: Analisi Deloitte su un campione di veicoli pari al 60% del mercato



Il punto di vista degli operatori

3



Al fine di fornire una fotografia di come le cartolarizzazioni immobiliari vengano percepite dagli operatori e di come si inseriscano nell'attuale contesto del mercato del credito, abbiamo svolto un'indagine coinvolgendo i principali *player* del mercato immobiliare.

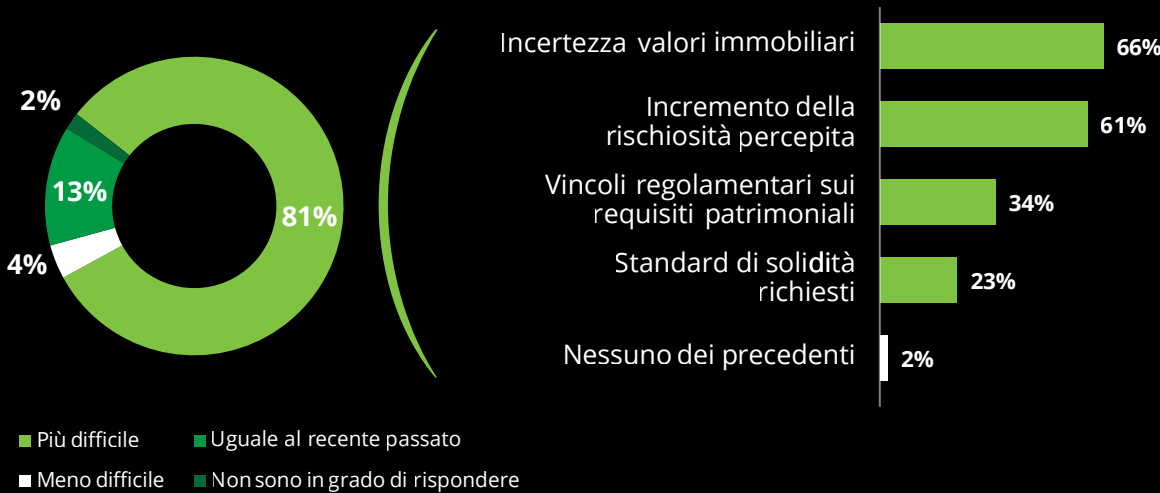
Più in particolare, l'indagine ha riguardato il sentiment di mercato degli operatori relativamente, da una parte, all'accesso al credito tradizionale nel recente

passato e le aspettative per il prossimo futuro, e dall'altra allo strumento delle cartolarizzazioni immobiliari.

In merito al mercato del credito tradizionale, l'81% dei soggetti intervistati ha percepito una maggiore difficoltà di accesso al credito, citando come principali cause l'incertezza degli istituti di credito circa i valori immobiliari (66% dei rispondenti), l'incremento della rischiosità percepita (61% dei rispondenti), l'incremento della rischiosità percepita dai *lender* (indicato dal 61% dei

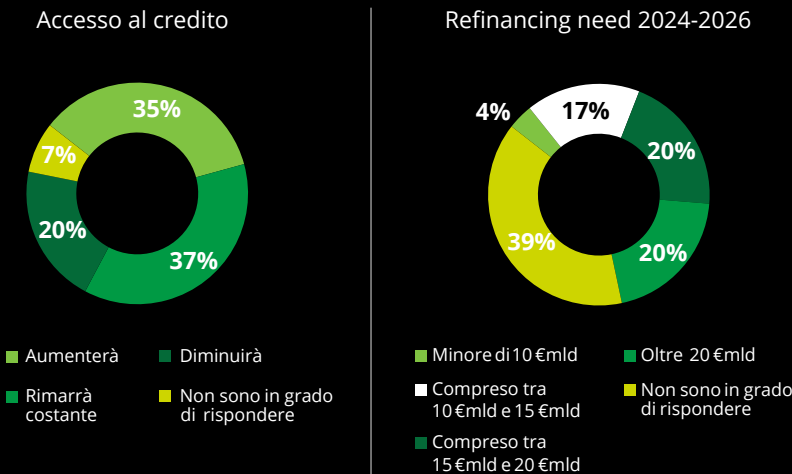
rispondenti), oltre ad altri fattori quali la stretta regolamentare sui requisiti patrimoniali (34% dei rispondenti) e i maggiori standard di solidità e solvibilità richiesti (23% dei rispondenti).

Figura 14 | Accesso al mercato del credito tradizionale negli ultimi 12-24 mesi



Quanto alle aspettative per il futuro, emerge un carattere di profonda incertezza evidenziato dall'eterogeneità delle risposte ottenute. Ciò nonostante, gli operatori auspicano un accesso al credito meno restrittivo anche in vista dell'importante stock di debito in scadenza nel prossimo triennio. Quest'ultimo, ancorché di difficile quantificazione, può essere ragionevolmente stimato in un ordine di grandezza superiore ai 15€mld, anche in considerazione del volume di investimenti CRE generati nel periodo 2018-2021 sul mercato italiano, pari a 35-40€mld.

Figura 15 | Aspettative per il mercato del credito per i prossimi 12-24 mesi



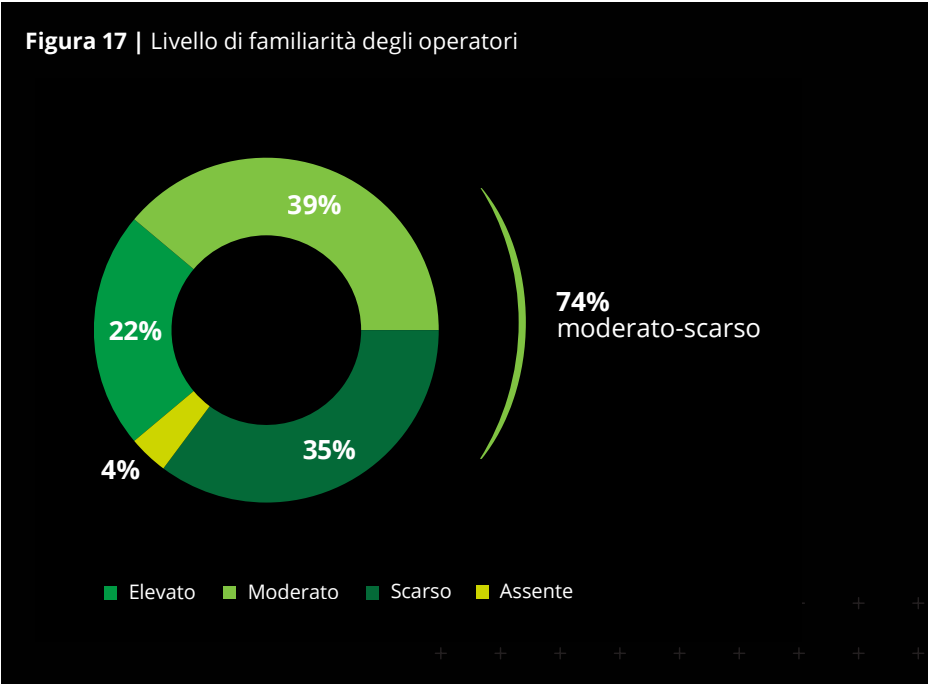
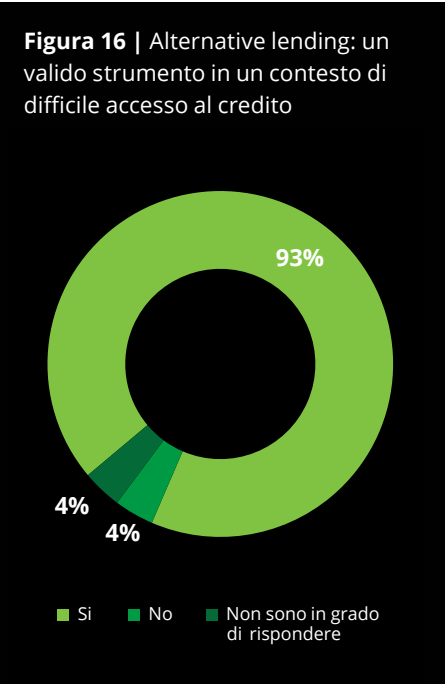


Alla luce dei mutati equilibri del sistema del credito tradizionale all'immobiliare commerciale, abbiamo quindi chiesto agli intervistati un giudizio circa l'utilità di forme di finanziamento alternativo nel mercato immobiliare italiano. La risposta è stata pressoché unanime: più di 9 su 10 ritengono infatti che l'*alternative lending* possa effettivamente rappresentare una valida alternativa al credito tradizionale, specialmente in un contesto caratterizzato da una maggiore difficoltà di accesso al credito.

Quanto alle cartolarizzazioni immobiliari, le risposte al nostro sondaggio evidenziano che le SPV 7.2 sono attualmente uno strumento ancora moderatamente conosciuto dal mercato. Tuttavia, sono percepite come un valido strumento complementare ai fondi immobiliari, con aspettative mediamente positive per il prossimo futuro.

In termini di familiarità degli operatori, solo il 22% afferma di avere un elevato livello di conoscenza dello strumento, mentre

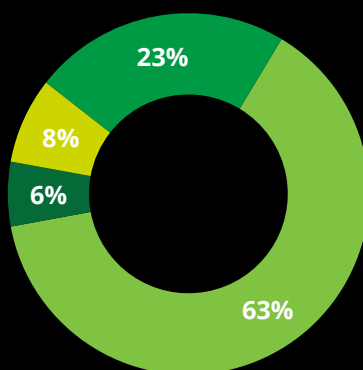
il 35% degli intervistati ha dichiarato di avere una scarsa familiarità con le SPV 7.2. È importante notare che il 4% ha indicato di non avere alcuna familiarità ed è stato pertanto escluso dalle domande successive.



Il 63% dei rispondenti vede comunque nelle cartolarizzazioni immobiliari uno strumento complementare e non alternativo ai fondi immobiliari, sebbene i due condividano alcune caratteristiche, specialmente sotto il profilo fiscale. Il 23% le ritiene un'alternativa, mentre solo il 6% non ritiene che la cartolarizzazione immobiliare costituisca uno strumento efficace.

Figura 18 | Percezione dello strumento

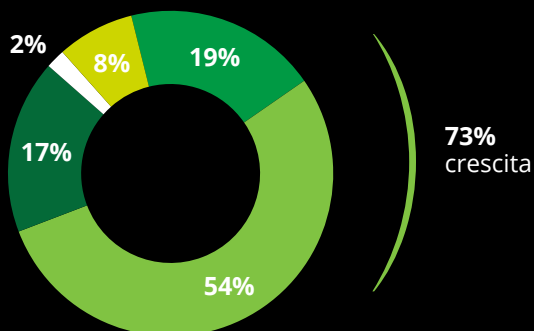
- Una soluzione alternativa ai fondi immobiliari
- Una soluzione complementare ai fondi immobiliari
- Non ritengo costituiscano uno strumento efficace
- Non sono in grado di rispondere

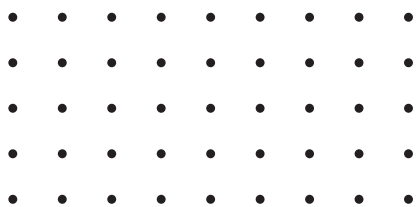


Infine, riguardo alle prospettive per il futuro, circa il 73% degli intervistati prevede che il mercato delle cartolarizzazioni immobiliari continuerà il trend di crescita registrato nell'ultimo triennio. In particolare, il 54% dei rispondenti prevede una crescita moderata, mentre il 19% prevede una crescita significativa. Per il restante 17% degli intervistati, la crescita del mercato si stabilizzerà.

Figura 19 | Trend atteso nel prossimo triennio

- Crescita significativa
- Crescita moderata
- Stabile
- Declino
- Non sono in grado di rispondere





In merito ai vantaggi individuati, le principali caratteristiche indicate più frequentemente dagli intervistati hanno riguardato la possibilità di accedere a nuovi capitali – grazie alla flessibilità che questi strumenti offrono nella strutturazione del capitale – l'efficienza fiscale e la possibilità di una governance più diretta rispetto ad altre forme di investimento.

Altri vantaggi identificati più diffusamente includono l'adattabilità ad operazioni di piccolo/medio taglio, una diversificazione/riduzione del rischio e una maggiore liquidità dell'investimento.

Quanto ai potenziali limiti nell'utilizzo, i soggetti intervistati hanno evidenziato una mancanza di comprensione (indicata dal 58% dei rispondenti) a conferma del fatto che, essendo uno strumento relativamente giovane, una delle principali sfide da affrontare riguarda proprio l'affermazione nel panorama nazionale.

L'altro importante limite indicato riguarda il quadro normativo (indicato dal 38% degli intervistati), percepito ancora non pienamente maturo e consolidato, elemento che potrebbe aver alimentato l'incertezza e la diffidenza del mercato fino ad oggi.

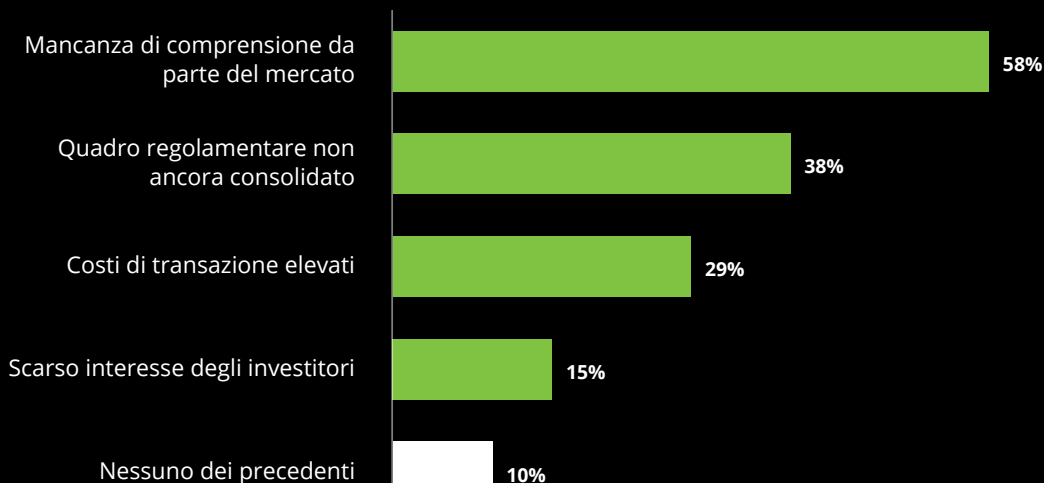
Da segnalare infine un altro limite identificato, ovvero la percepita onerosità in termini di costi di transazione (indicato dal 29% dei rispondenti).

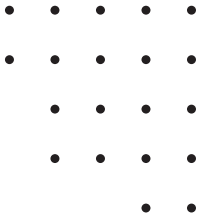
Questo limite deriva dal fatto che – guardando alle *notes senior* come una pura forma di finanziamento – l'utilizzo di tale struttura possa apparire non efficiente dal punto di vista fiscale.

Figura 20 | Principali vantaggi percepiti dal mercato



Figura 21 | Potenziali limiti nell'utilizzo delle SPV 7.2





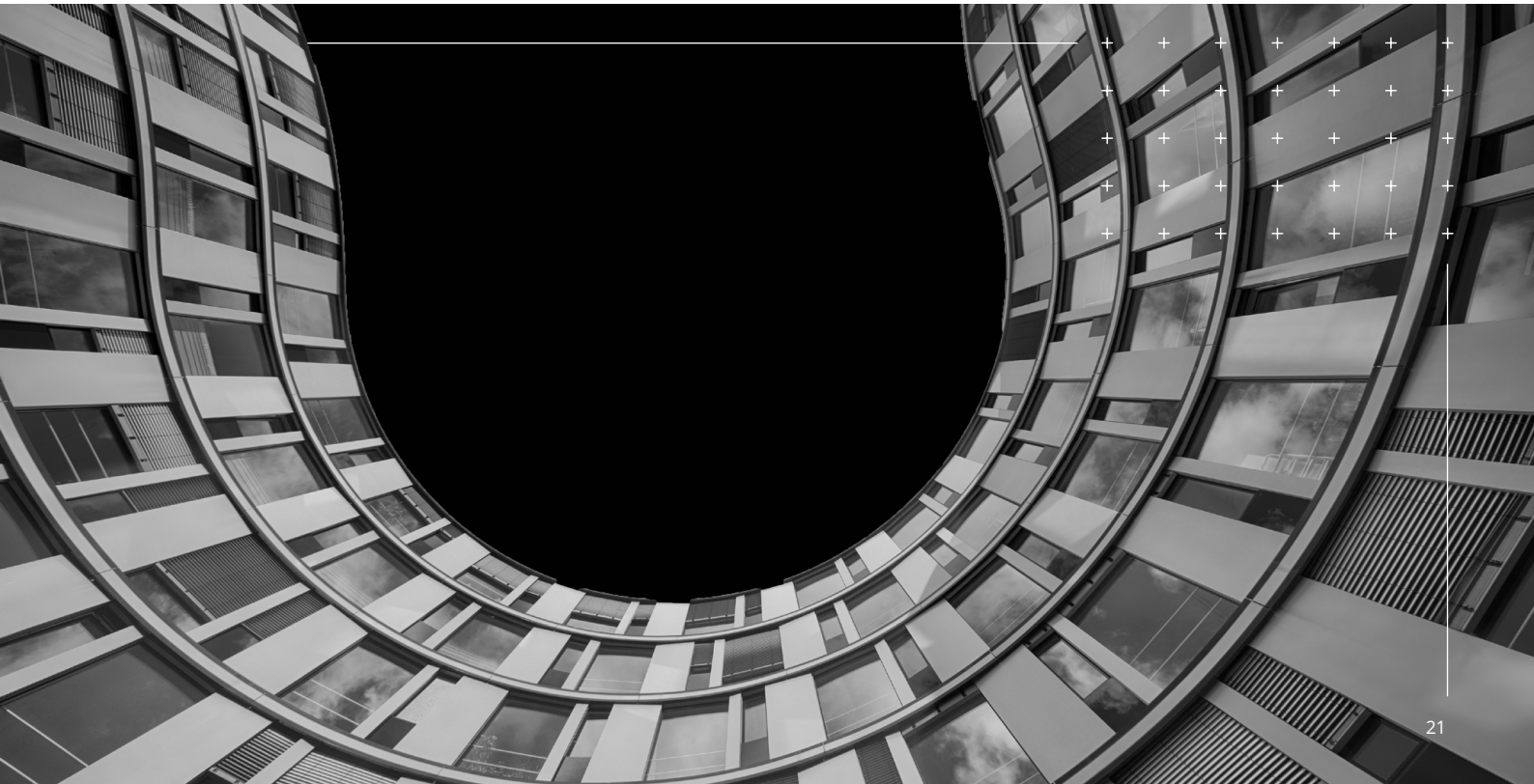
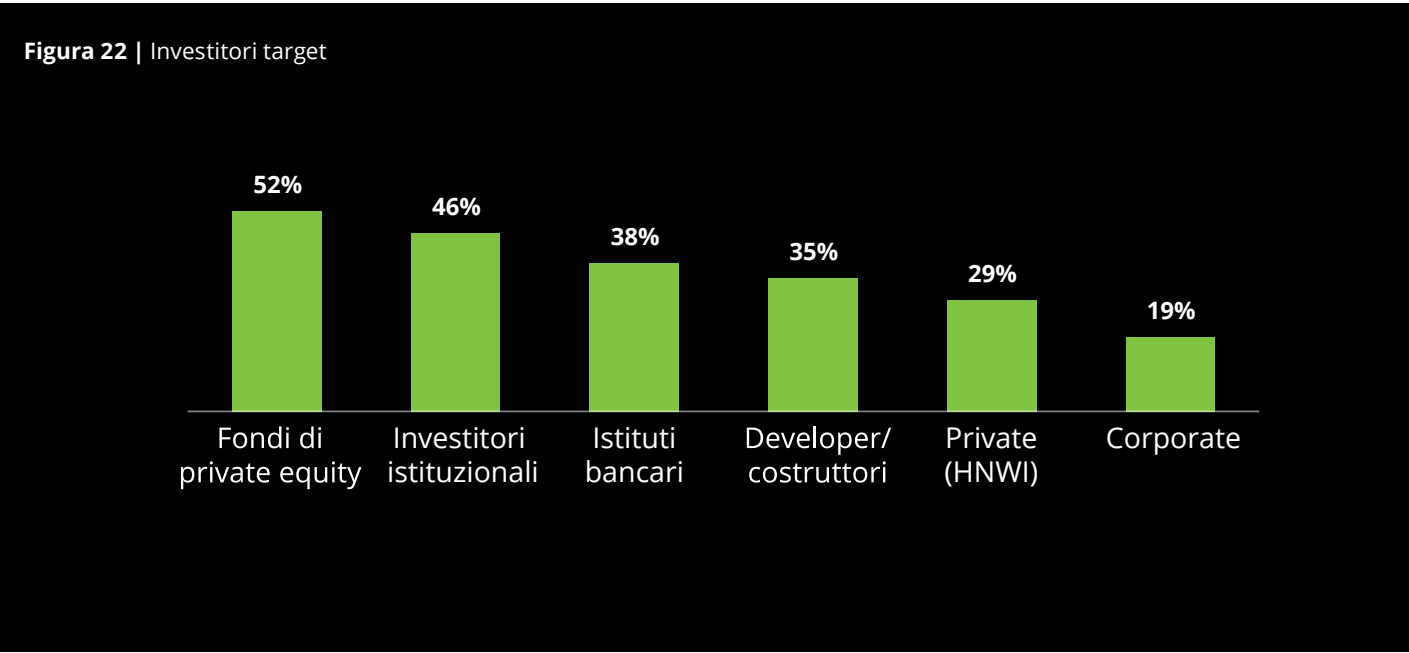
Abbiamo inoltre chiesto ai soggetti coinvolti nella *survey* di indicare quale fosse il possibile target delle cartolarizzazioni immobiliari in termini di investitori, asset class e strategia di investimento.

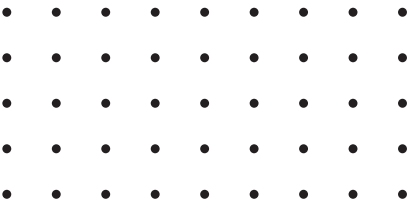
Per quanto riguarda l'origine dei capitali, il 52% degli investitori ha indicato come prima preferenza il private equity, seguito

da investitori istituzionali (46%) e istituti bancari (38%). Meno diffusi, ma comunque presenti, i *developer* (35%) e il segmento *private HNWI* (29%), mentre solo il 19% degli intervistati ha indicato l'ambito *corporate* come potenziale mercato interessato alla sottoscrizione di *notes* in una cartolarizzazione immobiliare.

Questa distribuzione delle risposte

evidenzia come non vi sia una netta preferenza per una tipologia di investitori, ma che lo strumento in questione possa essere di grande interesse per una vasta gamma di soggetti, confermandone il potenziale di attrattività e flessibilità che lo caratterizza.





In termini di asset class, è emersa una distribuzione abbastanza trasversale, con una preferenza per il residenziale e il commerciale, accompagnata comunque da una buona frequenza di risposta anche per le altre destinazioni d'uso.

Più netta è invece la preferenza indicata in termini di profilo di rischio, dove operazioni con strategia *value add* e *opportunistic* mostrano oltre il 50% delle preferenze. Questo trova conferma anche nell'analisi del campione del 60% dei

veicoli, presentata in precedenza, dove la quota maggioritaria di circa il 75% degli impegni sottoscritti e non ancora impiegati, è prevista essere destinata a programmi di investimento e/o riqualificazione di immobili e sviluppi immobiliari.

Figura 23 | Asset class target

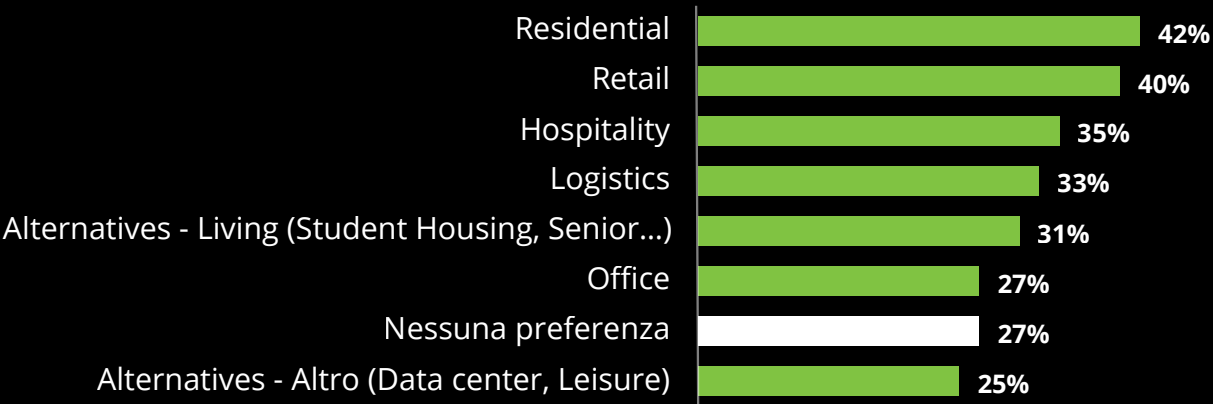
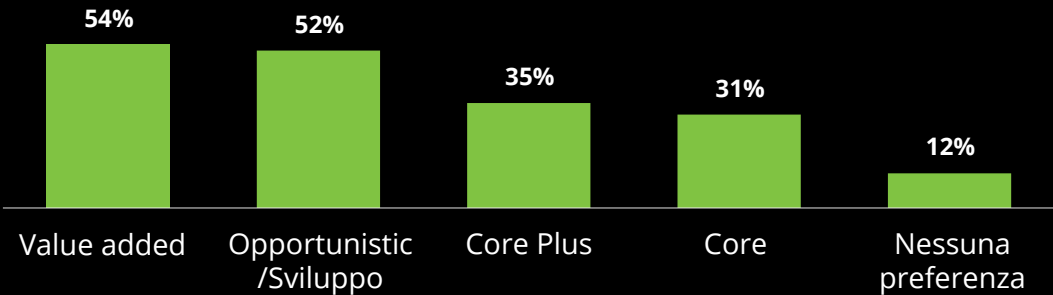
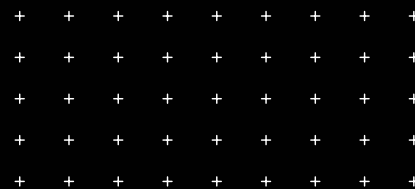


Figura 24 | Strategia target







Conclusioni

Il settore immobiliare commerciale europeo ha finora mostrato una forte dipendenza dal credito bancario tradizionale, che rappresenta circa l'85% dei finanziamenti totali. Tuttavia, è chiaramente osservabile un cambiamento strutturale nel mercato che ha portato a una riduzione dell'esposizione bancaria nel settore CRE ed ha al contempo evidenziato la necessità di fonti alternative di finanziamento per affrontare le sfide che attendono il mercato e per colmare il vuoto originato dalla retromarcia dei finanziatori tradizionali.

In questo scenario, le cartolarizzazioni immobiliari emergono come uno strumento finanziario innovativo e promettente. Introdotte grazie alla recente evoluzione normativa, le cartolarizzazioni permettono ai veicoli di investimento di acquistare direttamente beni immobili, offrendo una maggiore flessibilità nella gestione del capitale e un accesso più diretto agli investimenti. Nonostante siano ancora relativamente giovani, queste soluzioni hanno visto una crescita significativa, quintuplicando il numero di veicoli costituiti dal 2021 e raggiungendo un mercato stimato di circa 2,8€mld.

La nostra indagine sul sentiment degli operatori del settore ha rivelato che, sebbene le cartolarizzazioni immobiliari siano ancora moderatamente conosciute, esiste un forte interesse e aspettative positive per il loro sviluppo futuro. Gli operatori ne riconoscono infatti i vantaggi significativi - come

l'accesso a nuovi capitali, l'efficienza fiscale e una governance più diretta - e mantengono alte aspettative, con oltre il 70% degli intervistati che prevede una crescita del mercato nel prossimo triennio.

Questo nonostante la nostra survey abbia evidenziato anche alcune sfide significative. Oltre ad un quadro normativo percepito ancora in divenire, fattori quali la mancanza di comprensione del mercato e la percepita onerosità in termini di costi di transazione rappresentano ancora potenziali ostacoli alla loro diffusione per gli operatori.

Oltre la metà degli intervistati riconosce comunque il potenziale innovativo di questo nuovo strumento per attirare nuovi capitali. Più del 60% degli intervistati ritiene infatti le SPV 7.2 uno strumento di investimento complementare (e non alternativo) ai fondi immobiliari, che possa quindi arricchire la gamma di servizi immobiliari offerti al mercato.

L'evoluzione in atto nel mercato finanziario dell'immobiliare commerciale offre dunque grandi opportunità di investimento nell'*alternative debt*, con l'apertura di nuove prospettive nel settore immobiliare attraverso strumenti finanziari avanzati. E le cartolarizzazioni immobiliari - forti del loro connotato di flessibilità - rappresentano un'opportunità concreta che merita approfondite considerazioni da parte degli investitori e dei regolatori del mercato.

Contatti



Angela D'Amico
Deloitte Financial Advisory
Partner | *Real Estate Sector Leader*
adamico@deloitte.it

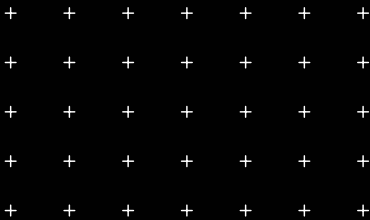


Nicola Russu
Deloitte Financial Advisory
Senior Manager | *Real Estate*
nrussu@deloitte.it

Ringraziamenti

Deloitte ringrazia tutti i professionisti che hanno generosamente dedicato il loro tempo a rispondere al nostro questionario.

Un sentito ringraziamento a Zenith Global per il prezioso supporto fornito, che ha contribuito in modo significativo alla realizzazione di questo report.





La presente pubblicazione contiene informazioni di carattere generale, Deloitte Touche Tohmatsu Limited, le sue member firm e le entità a esse correlate (il "Network Deloitte") non intendono fornire attraverso questa pubblicazione consulenza o servizi professionali. Prima di prendere decisioni o adottare iniziative che possano incidere sui risultati aziendali, si consiglia di rivolgersi a un consulente per un parere professionale qualificato. Nessuna delle entità del network Deloitte è da ritenersi responsabile per eventuali perdite subite da chiunque utilizzi o faccia affidamento su questa pubblicazione.

Il nome Deloitte si riferisce a una o più delle seguenti entità: Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una società inglese a responsabilità limitata ("DTTL"), le member firm aderenti al suo network e le entità a esse correlate. DTTL e ciascuna delle sue member firm sono entità giuridicamente separate e indipendenti tra loro. DTTL (denominata anche "Deloitte Global") non fornisce servizi ai clienti. Si invita a leggere l'informativa completa relativa alla descrizione della struttura legale di Deloitte Touche Tohmatsu Limited e delle sue member firm all'indirizzo www.deloitte.com/about.