



Ridurre il debito pubblico in
Italia valorizzando i suoi asset reali
Padroni del nostro destino

Marzo 2025

Indice

Guardare avanti, ma con quali domande?	3
L'equazione di Stato	5
Valorizzare gli asset reali del Paese	9
Partenariati e strumenti giuridici per la valorizzazione	13
Patrimonio, reddito e cassa per la trasformazione del Paese	15
Dalla Finanziabilità alla Trasformazione: debito sostenibile e capitale privato	22
Padroni del proprio destino	25
Referenze	26
Autori	27

Il debito pubblico italiano rappresenta oggi un vincolo alla crescita e allo sviluppo del Paese.

La valorizzazione di asset reali di Stato risulta un'opzione strategica fondamentale da considerare per il ribilanciamento patrimoniale ed economico del Bilancio dell'Italia e un'importante fonte di finanziamento degli elevati investimenti che si rendono necessari per investire in un futuro di competitività sostenibile.

Guardare avanti, ma con quali domande?

Il Debito Pubblico Italiano (DPI - circa € 3 Tn attesi a fine 2025¹) rappresenta da decenni un pesante fardello da sostenere ed il principale vincolo (circa € 86 Mld la spesa per interessi prevista per il 2024²) agli investimenti per lo sviluppo e innovazione del Paese, citati anche da Mario Draghi nel suo recente report³. Investimenti che si rendono necessari per cogliere quegli obiettivi di competitività e sicurezza economica, sostenibilità ambientale e indipendenza democratica e sovrana a cui tutti aspiriamo.

Dato un Prodotto Interno Lordo (PIL) di poco superiore i € 2.1 Tn nel 2023⁴, la quota di investimenti incrementali suggeriti da Draghi (circa il 5% a livello Europeo) si tradurrebbe per l'Italia in circa € 80 – 100 miliardi annui, per un orizzonte temporale non inferiore ai 5-10 anni. Oltre alle immaginabili problematiche da affrontare nelle successive scelte d'investimento e gestione (rispetto al “dove?” e al “come?”), dati anche gli innegabili *trade-off* tra i molteplici e condivisi obiettivi citati, la prima domanda da indirizzare, rispetto all'ambizione delineata riguarda il “con quali capitali?” poter finanziare tali investimenti – un ammontare pari a oltre il doppio del Piano Marshall.

Come suggerito anche da The Economist⁵, la qualità di un Piano di Trasformazione, specie se riferito a politiche economiche che riguardano un'intera Nazione, deve alla fine essere giudicata più sulle sue possibilità di poter essere tradotto in realtà, rispetto alla perfezione del modello teorico e della profondità della ricerca accademica sottostante. Questa si scontra, *in primis*, come ricordato anche da Martin Wolf⁶, con la difficoltà, a livello Europeo, di procedere secondo un progetto di riforma legislativa comune in un periodo di crescenti sentimenti nazionalistici; e, *in secundis*, si scontra con la fattibilità dell'idea sottesa di un massivo impiego di debito pubblico comune, emesso dalla Comunità Europea e garantito dagli Stati membri, seguendo lo schema hamiltoniano già utilizzato a

“Con un Debito Pubblico previsto a €3 trilioni nel 2025 e €86 miliardi di spesa per interessi nel 2024, l'Italia necessita di investire €80-100 miliardi annui per 5-10 anni per raggiungere gli obiettivi di crescita e sostenibilità indicati da Draghi.”



^{1,2} Rielaborazione da PIL italiano al 2023 da ISTAT - Conti Economici Nazionali (Settembre, 2024) – e stime MEF, Documento di Economia e Finanza, Programma di Stabilità 2024 – Sezione I (Aprile 2024)

³ The future of European competitiveness, Mario Draghi, Commissione Europea, Settembre 2024.

⁴ Conti economici Nazionali, ISTAT, Settembre 2024.

⁵ Mario Draghi's best ideas are those Europe finds least comfortable, The Economist, Settembre 2024.

⁶ Draghi is trying to save Europe from itself", Martin Wolf, Financial Times, Settembre 2024.

supporto del NextGen EU, ma oggi ritenuto alquanto improbabile, date anche le attuali difficoltà degli Stati Europei (Francia e Germania) più ricchi⁷.

Come rispondere dunque alla prima grande domanda, avendo cura di indirizzare, rispetto alla soluzione trovata, le successive due, relative al “dove?” e al “come?”, avendo chiaro il punto di partenza e il percorso da fare che, per quanto non dissimili, risultano tuttavia idiosincratici per ogni Paese? Idiosincratico è infatti l’elevato peso del Debito Pubblico del Paese che, per effetto dello spiazzamento dell’offerta di capitale privato, ha poi impatti sulla capacità delle imprese di raccogliere nuova finanza. Idiosincratico dovrebbe inoltre essere il percorso di valorizzazione di molti dei numerosi asset finanziari e reali che caratterizzano in positivo il bilancio (stato patrimoniale e conto economico) degli Italiani.

In altre parole, come permettere al Paese di riprendere in mano il proprio destino, autofinanziandosi indipendentemente e anticipando i tempi di un’eventuale azione comunitaria comune, soggetta alle latenze e ai rischi ricordati?

“La sfida dell’investimento nel Paese per rilanciare la competitività, richiamata da Draghi su scala europea, richiede importanti capitali



⁷ Nice ideas, Mr Draghi – now who will pay for them?, The Economist, Settembre 2024.

L'equazione di Stato

Partendo dal primo punto, la riduzione del Debito Pubblico in termini monetari assoluti rappresenta un obiettivo strategico richiamato da molti Governi, da decenni e in chiave bipartisan – tuttavia molto difficile da realizzare. Da un punto di vista matematico, gli extra 80-100 miliardi di euro di investimenti citati potrebbero essere finanziati per un 80% da capitale privato (come peraltro ipotizzato da Draghi) e con il rimanente 20% *funding* pubblico richiesto ottenuto anche per il tramite di un minore costo del debito, ottenibile riducendo il volume dello stock da finanziare o il costo (tasso) di servizio dello stesso, o attraverso un mix delle due leve. Ipotizzando ad esempio una riduzione draconiana del debito per € 300 Mld e un altrettanto drastica riduzione dello spread per 30 *basis point*, la riduzione del costo del debito ammonterebbe a circa € 18 Mld annui, come indicato nelle simulazioni in Tabella 1.

“La privatizzazione di asset finanziari liquidi potrebbe contribuire all’ottimizzazione della finanza pubblica, ma un impatto più strutturale può derivare dall’investimento nelle molte attività reali e risorse naturali del Paese.”

Tab. 1 – Riduzione del costo del debito pubblico, azione su volumi e tassi

	2022	2023	2024	2025
Debito pubblico	2 758 225	2 863 438	3 040 884	3 172 438
Costo del Debito		2.9%	3.0%	
Costo medio all'emissione	1.71%	3.76%	3.53%	3.5%
Riduzione Debito Pubblico				300 000
Riduzione Spread BTP				0.30%
Minor costo interessi sulla Riduzione Debito				9 600
Minor costo interessi sulla Riduzione Spread				8 617
Risparmio totale sul costo degli interessi				18 217

- Ipotesi:
- Riduzione dello stock del Debito Pubblico di €300 Mld immediato a valere da inizio FY25, che sarebbe stato ipoteticamente pagato al costo medio all'emissione dei titoli di Stato previsto per il FY25 al netto della riduzione dello *spread*, vedi Hp2.
 - Contestuale riduzione dello spread, che viene applicata alla differenza tra lo stock del debito previsto per l'anno FY25 come da Hp2 e la riduzione definita in Hp1. Per la piena messa a regime della riduzione dello spread occorre quindi considerare la duration media del debito.

- Nota metodologica:
- Debito Pubblico: Valori consuntivi FY22-23 - Banca d'Italia, Finanza Pubblica: Fabbisogno e Debito – Anno 2023, Statistiche Banca d'Italia (Agosto 2024) – e stime FY24-25 da rielaborazione a partire dal PIL italiano al 2023 da ISTAT - Conti Economici Nazionali (Settembre, 2024) – e stime di crescita del MEF, Documento di Economia e Finanza, Programma di Stabilità 2024 – Sezione I (Aprile 2024)
 - Costo del debito: calcolo FY24 come rapporto tra valore consuntivo costo interessi da MEF, Documento di Economia e Finanza, Programma di Stabilità 2024 – Sezione I (Aprile 2024) e Valore Debito Pubblico FY22. Calcolo FY23 come stima costo interessi a partire dal PIL italiano al 2023 da ISTAT - Conti Economici Nazionali (Settembre 2024) – e stime MEF, Documento di Economia e Finanza, Programma di Stabilità 2024 – Sezione I (Aprile 2024) rapportato al Valore Debito Pubblico FY23
 - Costo medio all'emissione: dati FY22-23 da MEF “Costi medi all'emissione dei titoli di Stato”; previsione basata su dati storici, con tasso medio FY24 in linea con le previsioni del MEF (Ottobre 2024), ipotesi conservativa nel FY25. Il dato riportato per il FY25 non include ancora la riduzione dello spread di Hp2, che viene poi considerata nella quantificazione del risparmio sul costo degli interessi

L’ipotesi di intervenire riducendo radicalmente il volume del debito pubblico appare la più ovvia e corretta, ma anche molto difficile da indirizzare nel breve periodo e complessa nel suo percorso ideale di medio-lungo, volendo evitare “svendite” degli asset del Paese e cogliendone piuttosto le potenzialità di

contributo economico, sociale e ambientale. Più volte, ad esempio, è stata richiamata l'opportunità di vendere le riserve aurifere del Paese, le terze per dimensione a livello globale; ovvero il patrimonio immobiliare pubblico, stimato (per quota non esaustiva del totale) pari a € 300 Mld nel 2018⁸.

Al di là degli effetti bilancistici definiti dai principi della contabilità nazionale e del possibile contributo nel gestire i deficit correnti e i relativi flussi di cassa, si tratterebbe infatti per le prime di una “partita di giro” – più cassa per ripagare parte del Debito ma anche meno asset liquidi (non produttivi) a disposizione, volendo considerare l'oro come tale. Lo stesso potrebbe dirsi per altri asset di Stato finanziari (ad esempio, le partecipazioni in aziende quotate o in altre quotabili, come per le Ferrovie di Stato – in Tabella 2) che contribuirebbero a indirizzare alcuni obiettivi di cassa di breve ma con limitatissimi impatti strutturali.

Tab. 2 - Liquid Financial Assets, Listed State Owned Companies

Società	Mkt Cap (Mn €)	Partecipazione Indiretta MEF* (Mn €)	Partecipazione Diretta MEF (Mn €)	Privatiz. delle partecip. Pubbliche (Mn €)	Privatiz. componente di partec. Diretta (Mn €)
Enel	72 651	0.0%	23.6%	17 131	17 131
Eni S.P.A.	44 518	23.6%	2.0%	11 392	889
STMicroelectronics	23 939	13.8%	0.0%	3 292	-
Terna	16 253	24.7%	0.0%	4 016	-
Poste Italiane	16 483	29.0%	29.3%	9 598	4 823
Snam S.P.A.	15 413	15.3%	0.0%	2 364	-
Leonardo	11 869	0.0%	30.2%	3 585	3 585
MPS	6 470	0.0%	26.7%	1 729	1 729
Italgas	4 401	12.7%	0.0%	560	-
Saipem	3 930	10.6%	0.0%	417	-
Enav S.P.A.	2 180	0.0%	53.4%	1 163	1 163
Fincantieri	1 536	59.1%	0.0%	908	-
Raiway	1 420	64.7%	0.0%	918	-
Totale	221 064			57 073	29 321

(*) Per partecipazione indiretta si intendono le quote di competenza del MEF detenute da sue aziende controllate (CDP, CDP Reti, CDP Equity, STM Hold., RAI)
 Fonti per Società quotate: Partecipazione da Orbis (LTM), Market Cap da Borsa Italiana (26-set-24)

⁸ Rapporto sui beni immobili delle Amministrazioni Pubbliche – Dati 2018, A cura della Direzione VII
 Valorizzazione del patrimonio pubblico, MEF (Settembre 2021)

Tab. 3 - Asset Finanziari valorizzabili, società non quotate partecipate dallo Stato

Società	Settore	Partecipazioni Statali	Ente Partecipante	EBITDA (Mn €)	Patrimonio netto (Mn €)
Rai	TelCo	99.56%	MEF	653.4	338
Gruppo FS (**)	Trasporti	100.00%	MEF	2 228.0	42 089
SACE	FS	100.00%	CDP	623.2	5 799

(**) Per Gruppo FS, i multipli di mercato rinvenuti considerano transazioni riguardanti aziende ferroviarie che non offrono corse limitate solamente all’alta velocità.

Fonti per Società non quotate: Partecipazione da Orbis (LTM), Patrimonio Netto ed EBITDA da bilanci delle singole società 2023, Multipli da Merger Market, media per settori *benchmark* (Rai – EV/EBITDA=6.8x P/E=14.6x; Gruppo FS - EV/EBITDA=13.0x P/E=57.5x; SACE - EV/EBITDA=13.1x P/E=40.0x).

Per quello che riguarda gli asset immobiliari citati (e anche per altri asset reali, quali ad esempio le infrastrutture, i terreni del demanio di Stato e altre risorse naturali) di cui il bilancio della Repubblica Italiana abbonda e per dimensioni molto più importanti, la vendita nel breve periodo (fatta salva la verifica della fattibilità legale ed operativa) si tradurrebbe quasi certamente in sconti “*monstre*” che aumenterebbero la cassa disponibile a ridurre il debito, impattando tuttavia negativamente sul valore netto del Paese (la differenza a stato patrimoniale tra i valori di tutti gli asset del Paese e dei suoi debiti di diversa natura – misurati su base contabile o, idealmente sulla base del loro *fair value*).

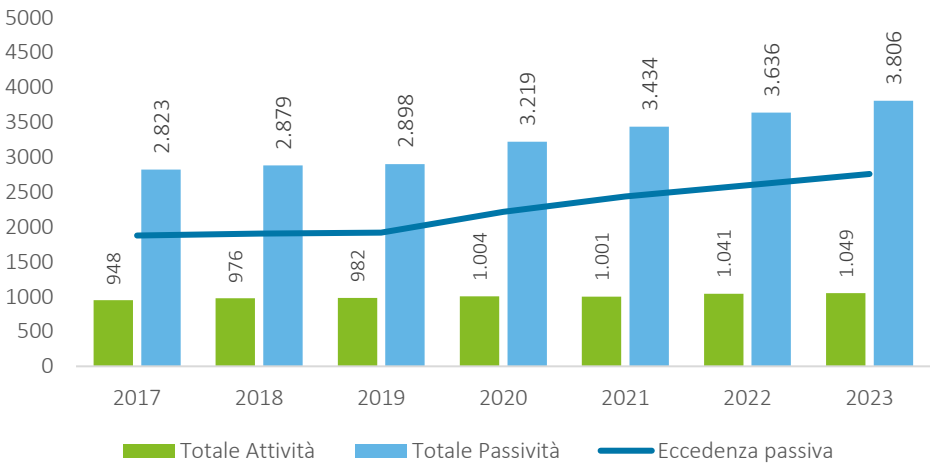
Non solo l’effetto di breve periodo di tali manovre potrebbe essere limitato, ma il loro impatto di medio-lungo potrebbe essere negativo, avendo il Paese ceduto valore “patrimoniale” e perso opportunità di crescita “economica”, oltre che forse credibilità strategica. La quantificazione del patrimonio netto di Stato è tuttavia di difficile realizzazione. Considerando ad esempio il Conto Generale del Patrimonio dello Stato pubblicato dal MEF (Tabella 4) emerge un capitale proprio negativo per circa € 2,7 Tn, chiaramente non ragionevole e derivante dalla valorizzazione nominale di tutti i debiti (oltre ai € 3 Tn del debito pubblico, gli altri debiti di natura commerciale) e di quella al valore storico di tutti gli attivi detenuti dallo Stato. Non solo la corretta valutazione degli stessi evidenzerebbe un capitale proprio positivo, ma permetterebbe anche la pianificazione di interventi per loro rivalutazione ottimale. Quest’ultima permetterebbe quindi di creare importanti quote di nuovo patrimonio netto e di contribuire alla crescita dei ricavi (PIL) e dei flussi di cassa (maggiore gettito fiscale guidato dal PIL e redditi rinvenibili dallo sfruttamento di tali asset nella logica utilizzo per il loro *highest and best use*).

Tab. 4 - Riepilogo Patrimonio dello Stato (€)

Attività al 31 Dicembre 2022	1 041 305 196 931.58		Attività al 31 Dicembre 2023	1 048 579 988 392.07	
Passività al 31 Dicembre 2022	3 636 163 144 065.17		Passività al 31 Dicembre 2023	3 806 370 055 554.88	
Differenze in più o in meno		- 2 594 857 947 133.59	Differenze in più o in meno		- 2 757 790 067 162.81
Aumento nella Consistenza delle attività	7 274 791 460.49				
Aumento nella Consistenza delle passività	170 206 911 489.71				
Peggioramento Patrimoniale		- 162 932 120 029.22			
Patrimonio netto al 31 Dicembre 2023		- 2 757 790 067 162.81	Patrimonio netto al 31 Dicembre 2023		- 2 757 790 067 162.81

Fonte: MEF, Conto generale del patrimonio dello Stato – Anno 2023

Fig. 1 - Il patrimonio dello Stato (in €Mld)



“Un patrimonio netto pubblico a saldo negativo? Per circa € 2.758 Mld. In 6 anni le passività (+34,8%) sono cresciute più delle attività (+10,6%).”

Fonte: Consistenze attività e passività dello Stato da Relazione illustrativa del Rendiconto Generale della Amministrazione dello Stato per l’esercizio finanziario 2023 e 2021,

Valorizzare gli asset reali del Paese

Se la privatizzazione di alcuni asset, a riduzione del debito pubblico, può apparire una buona idea nel medio-lungo periodo, occorre tuttavia chiedersi come realizzarla e con quale percorso e modello di gestione finale (oltre che con chi). Non solo per realizzare al meglio il valore patrimoniale degli stessi, cogliendo effetti moltiplicativi a livello economico (i.e. considerando il loro impatto diretto e indiretto finale sul PIL), ma anche per cogliere altri obiettivi sociali e ambientali di pubblica utilità nel processo. Una privatizzazione realizzata solo al termine della piena trasformazione e valorizzazione degli asset reali in questione indirizzerebbe al meglio l'obiettivo di ridurre lo *stock* di debito pubblico complessivo, ma solo nel lungo periodo. Permettendo tuttavia, tramite la robustezza del Piano e della sua effettiva realizzabilità e immediata esecuzione, di agire già nel breve periodo sull'obiettivo di ridurre il costo percentuale del debito stesso, agendo sullo spread che ci indica ad oggi meno "credibili" di altre Nazioni (per quanto mai nella Storia oggetto di default, come ricordato dal Presidente Sergio Mattarella).

La sfida della piena valorizzazione degli asset reali della Repubblica Italiana si gioca infatti sul terreno della produttività, trasformando gli stessi nella direzione del loro *best and highest available use* – permettendone il più ampio e migliore utilizzo da parte del loro utilizzatore finale, date anche altre valenze di interesse nazionale e impatti derivati da esternalità positive di cui tenere conto. Si prenda ad esempio un immobile di Stato, situato in centro città, ad oggi scarsamente utilizzato e con costi di gestione che, oltre ad incidere negativamente sul conto economico di Stato, non sono neppure sufficienti a preservarne il valore patrimoniale. Una riconversione dello stesso rispetto a una destinazione d'uso ottimale, la sua ristrutturazione, dati anche obiettivi di adeguamento alla c.d. *Green House Legislation*, di digitalizzazione e connettività e di sviluppo di servizi accessori qualificanti (ad es. un servizio di asilo nido o di palestra in zone comuni) richiederebbe certamente un investimento da capitalizzare e ulteriori oneri ricorrenti di gestione, ma potrebbe incrementarne la produttività e utilità d'uso, riflessa nel canone d'affitto rinvenibile per metro quadrato, traducibile anche in una valorizzazione patrimoniale dello stesso, data una ipotesi di perpetuità attualizzata dello stesso. Anche senza ipotizzare investimenti di capitale di rischio, un mutuo bancario finalizzato alla trasformazione produttiva dell'immobile potrebbe essere ripagato in un periodo necessariamente lungo (ad es. 20 anni) con il contributo delle entrate nette incrementali derivanti dagli affitti e con l'opportunità di cessione, a un valore pieno, essendo a quel punto l'immobile già a mercato e con affittuari identificati e ricorrenti, dato anche il crescente interesse di investitori pazienti domestici e internazionali attivi nel *buy to let*.



La sfida della piena valorizzazione degli asset reali si gioca sul terreno della produttività, cogliendo anche obiettivi sociali e ambientali di pubblica utilità

Lo stesso immobile, per il periodo di riferimento (i 20 anni ipotizzati per il pieno ripagamento del mutuo) potrebbe peraltro essere utilizzato per perseguire cause sociali meritevoli (ad es. il *social housing* per giovani lavoratori o per i dipendenti della pubblica amministrazione operanti in missione itinerante lungo la penisola), indirizzando temi competitivi (la carenza di giovani lavoratori qualificati presso i distretti industriali del Paese, dato il crescente costo della vita) e altri più strutturali (la denatalità, associata al limitato reddito disponibile ed anche alla carenza di servizi di supporto alla famiglia).

Caso di studio di conversione e sviluppo come Worker Housing

Il *case study*, immaginato a scopo puramente esemplificativo, mira a esplorare la possibilità di riqualificare gli edifici attualmente utilizzati come casa circondariale nel centro di Milano, ripensando il loro impiego per rispondere a nuove esigenze sociali e urbane, trasformando questi spazi in residenze accessibili, destinate principalmente a giovani lavoratori.

La realizzazione di un progetto di *worker housing* è in linea con le direttive del Piano Casa della Manovra 2025, che pone particolare attenzione all'aumento dell'offerta abitativa per le fasce più vulnerabili, incentivando politiche di edilizia sociale e di affitto a canone calmierato. L'*housing* per i lavoratori giovani è una chiave per attrarre e trattenere talenti nelle città moderne. Offrire soluzioni abitative accessibili significa non solo rispondere a un bisogno immediato, ma anche favorire una comunità urbana più equa e dinamica.

“Progetti di *worker housing* possono generare un impatto positivo duraturo, sia per gli individui che per il tessuto sociale ed economico del quartiere circostante”



L’iniziativa non solo risponde alle esigenze di offerta di alloggi accessibili, ma rappresenta anche un passo avanti verso la creazione di un ambiente urbano più inclusivo, che favorisca l’integrazione dei giovani nel contesto cittadino e lavorativo.

La scelta del carcere di San Vittore a Milano come ipotetico esempio di riqualificazione urbana è stata fatta perché, pur essendo ad oggi un progetto con limitatissime probabilità di realizzazione, rappresenta un esempio altamente esemplificativo. In primo luogo, la sua posizione centrale a Milano, ben collegata dai trasporti e vicina a poli lavorativi e culturali, lo renderebbe ideale per la creazione di alloggi accessibili per giovani lavoratori. Inoltre, la rifunzionalizzazione di una casa circondariale offrirebbe un’opportunità unica per integrare passato e futuro, trasformando un luogo di reclusione in uno spazio di inclusione. Data l’attuale impossibilità di realizzare questo progetto, San Vittore rappresenta oggi un esempio simbolico delle sfide e delle opportunità legate alla riqualificazione urbana a Milano.

Il *case study* (Tabella 5) ipotizza la realizzazione di circa 1500 unità abitative moderne e sostenibili, mantenendo il carattere storico e riducendo l’impatto ambientale. In aggiunta agli alloggi, il progetto prevede la realizzazione di spazi condivisi destinati a servizi sociali, come centri di formazione e strutture per l’infanzia, favorendo così un’integrazione tra la dimensione residenziale e quella comunitaria. Questi spazi collettivi mirano a creare un ambiente di coesione sociale, facilitando l’accesso a servizi essenziali per i residenti e la popolazione circostante.

L’analisi economica e finanziaria del progetto dimostra che un investimento di questo tipo, pur con una forte componente sociale, può generare un ritorno economico interessante per gli investitori istituzionali. Infatti, oltre alla potenziale redditività legata agli affitti concordati, l’intervento produrrebbe externalità positive per il quartiere, come la riqualificazione urbana, la creazione di nuovi posti di lavoro e l’attivazione di servizi utili alla comunità.

Il progetto di *worker housing*, quindi, si configura come un’opportunità di investimento che, oltre a rispondere alle esigenze abitative dei giovani lavoratori, contribuisce al rilancio del quartiere, favorendo l’inclusione sociale e il miglioramento della qualità della vita.

Tab. 5 - Caso di studio *Worker Housing*

Caratteristiche Immobile		
Area	174 292	mc
Superficie	51 262	mq
Ristrutt. cambio uso	2 623	€/mq
Costo totale	180 835 072	€

Caratteristiche unità abitative		
Dimensione bilocali	50	mq
Dimensione monolocali	25	mq
Numero bilocali	500	unità
Numero monolocali	1 000	unità
Totale	50 000	mq

Canoni affitto unità abitative		
Canone annuo	200	€/mq
Spese accessorie	30	€/mq
Costo bilo annuo	11 500	€
Costo bilo mensile	958.333	€
Costo mono annuo	5 750	€
Costo mono mensile	479	€
Ricavi annui da locazione	10 000 000	€
Yield on cost (gross, unlevered)	5.5%	

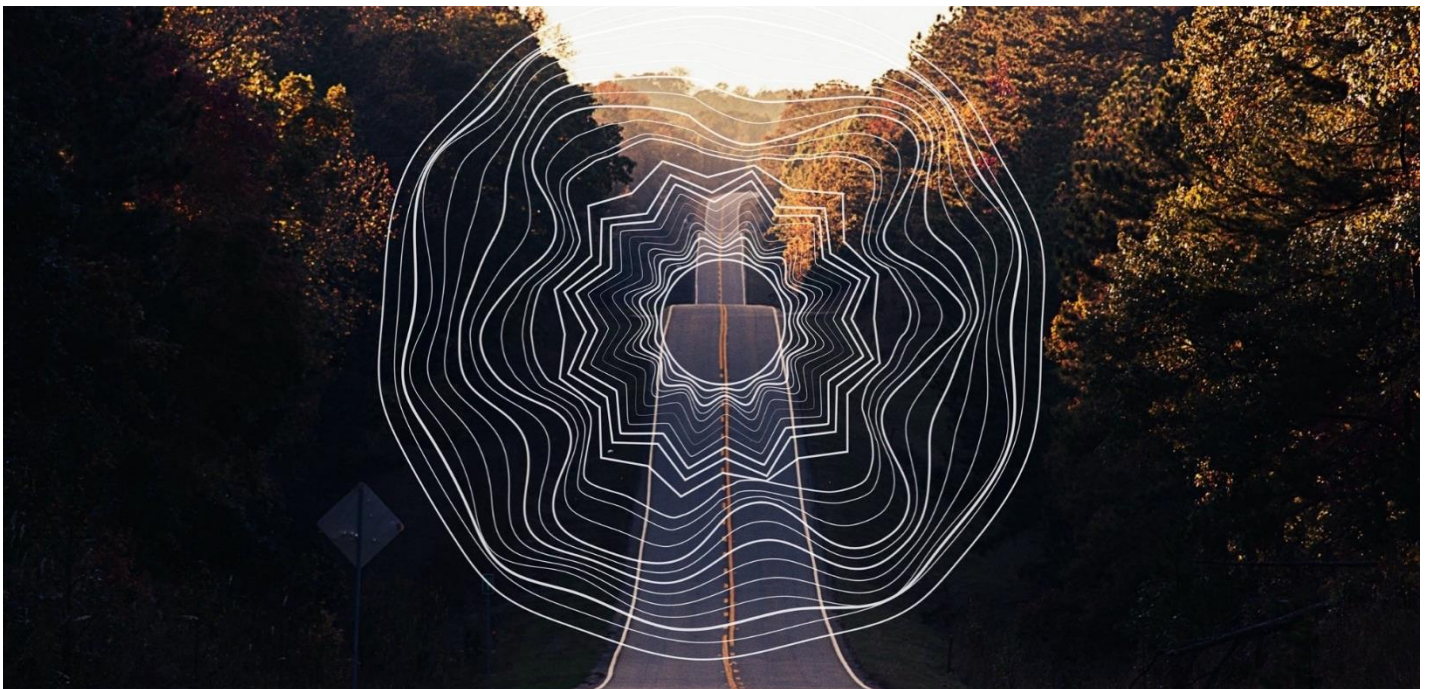
Incidenza affitto su stipendio (dati Comune di Milano)		
RAL Lorda	33 000	€
RAL NETTA	24 000	€
Rapporto costo a persona annuo su RAL Netta a pers.	24%	

Fonti:

- Area: Visura Catastale
- Superficie: Ricalcolo da Area e altezza media attuali celle carcere San Vittore (3,40 m) da Regione Lombardia Beni Culturali
- Ristrutturazioni e cambio d’uso: Stima costi di Ristrutturazione/Riconversione a nuovi usi sulla base del Prezziario Regione Toscana aggiornato al 2024 a cui sono stati inclusi i costi per la conversione “brown to green”, sulla base del paper di SDA Bocconi “La Creazione di valore economico, sociale e ambientale del build-to-rent” (A. Beltratti, A. Bezecchi, mag-24)
- Costo di acquisto: Calcolato in base alla superficie e Stima Valore Patrimoniale al 2023, adeguata all’inflazione a partire dalle stime 2018 da fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche; valore inflazione da ECB - Overall HICP, Tasso di variazione annuo, composizione mensile) per il cluster delle carceri

Dall'incentivo fiscale alla garanzia di Stato: un percorso per la rigenerazione del patrimonio immobiliare italiano

Da un punto di vista finanziario, la disponibilità di credito da parte del sistema bancario esiste, ma richiederebbe probabilmente, per essere realmente attivato, una delle tre possibili forme di supporto, a superamento dell'attuale "fallimento di mercato". *In primis*, misure di deducibilità fiscale relative ai redditi derivanti dall'attività di rigenerazione urbana o altri sussidi simili renderebbero più vantaggiosa la scelta di finanziamento e intervento ma graverebbero sull'Erario di Stato e dunque sui flussi finanziari correnti. *In secundis*, una garanzia ipotecaria sugli immobili stessi ridurrebbe il capitale regolamentare assorbito dall'attività creditizia riducendone, anche in termini sostanziali, il rischio ma richiederebbe riforme legislative non banali, oltre ad alcuni dubbi sulla contestabilità in caso di default ed evento di impossessamento forzoso dei beni. Più efficace e probabilmente meno complessa potrebbe invece risultare la concessione di una garanzia finanziaria di Stato, effettuata anche prevedendo premi a mercato e a piena copertura della perdita attesa (ritenuta in ogni caso minima) e con assorbimenti patrimoniali regolamentari per le banche creditrici pari a zero. Peraltro, tale garanzia, similmente alla GACS (garanzie assicurative sui crediti finanziari) potrebbe essere estesa ed applicata sulle sole *tranche senior* delle "cartolarizzazioni 7.2". Data la stima di Deloitte relativa ai circa € 800 Miliardi richiesti per la piena conversione degli asset immobiliari del Paese richiesta dalla *Green House Legislation*, simili strutture potrebbero essere promosse per gli interventi immobiliari più importanti, estendendo invece il meccanismo della garanzia statale per gli interventi sulle case di proprietà delle famiglie Italiane, finanziati dal sistema bancario.



Partenariati e strumenti giuridici per la valorizzazione

La valorizzazione degli immobili richiede interventi complessi di trasformazione, non soltanto dell'edificio, ma anche del contesto urbano di riferimento, soprattutto ove intesa, non come valorizzazione "conservativa" dell'edificio, ma come valorizzazione propriamente "rigenerativa", quindi con un impatto più ampio sul tessuto territoriale, sociale ed economico in cui l'immobile si inserisce.

Fondamentale è quindi la scelta degli strumenti giuridici più adeguati, tra quelli messi a disposizione dall'ordinamento (locazione, sponsorizzazione, concessione e partenariati, accordi e convenzioni urbanistiche, affidamento a fondi comuni di investimento, accordi di programma, etc.).

Tra questi possono essere ricordati, ad esempio, gli strumenti introdotti dal D.L. 95/2012 (c.d. *Spending review bis*) come la concessione di valorizzazione, assegnata con procedure ad evidenza pubblica, per un periodo di tempo commisurato al raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario dell'iniziativa, non eccedente i cinquanta anni, e con possibilità per il privato, al termine del contratto, di esercitare un diritto di prelazione per l'acquisto del bene (art. 3-bis, D.L. 351/2001).

Diverse possibilità sono poi offerte dalla disciplina del partenariato pubblico-privato ("PPP"), prevista dal Codice dei contratti pubblici (D.Lgs. 36/2023). Sul punto, occorre ricordare le criticità che vengono sollevate rispetto all'istituto del PPP, la cui diffusione nel nostro ordinamento incontra ancora vari ostacoli e limitati casi di studio di successo. Sarebbe tuttavia irragionevole ritenere che l'istituto sia superato, dovendosi piuttosto cercare di attuare le condizioni migliori affinché si possa applicare con successo.

I contratti previsti comprendono quindi la concessione, la locazione finanziaria, il contratto di disponibilità. Ma vi possono rientrare anche gli *Energy Performance Contract* (EPC), utilizzabili per il raggiungimento di determinati obiettivi di efficientamento energetico (art. 200), o i c.d. partenariati speciali pubblico-privati (PSPP), finalizzati alla valorizzazione del patrimonio immobiliare culturale dello Stato, delle Regioni o degli enti locali (art. 134).

I PPP possono poi essere modulati in modo atipico, a seconda delle strategie di ciascun progetto. I dati economici dell'operazione saranno disciplinati nel piano economico-finanziario (PEF) e la durata sarà definita a seconda dell'investimento e dei tempi di rientro stimati.

Nel settore immobiliare, quindi, diventa possibile realizzare operazioni complesse, anche aggregando più aree e immobili tra loro, per consentire a Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e Società di Gestione del Risparmio (SGR) di gestire portafogli di immobili pubblici, anche mediante la costituzione di uno o più fondi *ad hoc*.

Il nuovo Codice, del resto, favorisce in vari modi le iniziative degli investitori istituzionali, facilitando la possibilità di associarsi con operatori economici mediante l'avvalimento e il subappalto, ma consentendo al contempo la detenzione del capitale sociale delle società veicolo da parte degli investitori. Tali investitori possono costituire un'alternativa all'indebitamento pubblico, ma vanno coinvolti attraverso progetti che risultino, non soltanto sostenibili dal punto di vista economico e finanziario, ma anche credibili, per la competenza degli attori coinvolti e per la qualità delle strategie sottese, in modo da realizzare quella sinergia tra competenze, interessi e risorse, che rappresenta il valore aggiunto del PPP.

Un cenno meritano infine i criteri ESG, che possono essere integrati nelle operazioni di PPP, prevendo obiettivi e incentivi specifici all'interno del contratto. Anche le innovazioni tecniche legate agli *smart building* possono suggerire nuove forme di valorizzazione, mentre la diffusione del *Building Information Modelling* (B.I.M.), consentendo una gestione digitale dell'intero ciclo di vita di un edificio, apre importanti prospettive per la gestione del patrimonio immobiliare pubblico.

Al Legislatore spetterebbe quindi il compito di rimuovere gli ostacoli che, nella prassi, costituiscono spesso un fattore di rallentamento dei processi di valorizzazione, introducendo ad esempio nuove forme di semplificazione procedurale per l'approvazione dei progetti da parte delle varie Amministrazioni coinvolte o facilitando la possibilità di costituire diritti di reali di garanzia sugli immobili oggetto di valorizzazione, al fine di realizzare una vera e propria strategia nazionale per la valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico.

Patrimonio, reddito e cassa per la trasformazione del Paese

Rispetto a interventi di solo finanziamento a credito, altre strutture possono essere contemplate per supportare la rigenerazione e trasformazione di asset reali di Stato oggi scarsamente produttivi e che dovranno necessariamente essere riqualificati *ex Lege* per il loro apporto di CO₂ all'atmosfera e per aumentarne la resilienza in caso di eventi atmosferici e terreni (compresi terremoti) estremi. Per la conversione “*from brown to green*” di edifici importanti (inclusendo tra questi anche quelli strumentali o ad investimento detenuti dal sistema pensionistico pubblico e privato) specifiche strutture di SPV (*Special Purpose Vehicle*) potrebbero essere strutturate con una contribuzione iniziale dello stabile stesso (Azioni A) e con l'emissione di note di capitale di rischio o mezzanino (Azioni B) da parte di investitori privati (Private Equity e Fondi di Real Estate *Value Add* compresi) per il sostenimento degli investimenti di capitale necessari che dovranno poi essere ripagati nel tempo dai minori costi di gestione energetica e dal maggiore valore di mercato rinvenibile (affitti più elevati). Oltre a queste, altre quote senior (azioni C – più simili a uno strumento di debito) potrebbero essere poi previste per l'investimento da parte di risparmiatori privati e con una garanzia statale pagata a mercato, come discusso sopra.

La necessità di investimento di capitale di rischio e di compartecipazione tra pubblico e privato risulta inoltre generalmente più elevata in relazione ad obiettivi di infrastrutturazione e di valorizzazione di risorse naturali (*natural capital*, nel gergo finanziario – inclusivi di terreni agricoli, boschi, pasturi, sistemi idrico naturali ed anche stock di pesce nelle fasce di mare che sono parte del territorio Italiano) che richiedono tipicamente un maggiore sviluppo *green-field* (i.e. partendo quasi da zero) o *brown-field* (con intervento di sviluppo residuo comunque importante). Anche in questo caso, l'obiettivo della riduzione del debito pubblico e del sostegno a nuovi investimenti potrebbe essere colto valorizzando l'importantissimo potenziale economico ed anche sociale del Paese.

Ad esempio, località e filiere turistiche potrebbero rendersi più competitive e attraenti dato lo sviluppo di infrastrutture di mobilità a supporto dei flussi di turisti domestici e internazionali. E altre aree di interesse storico, artistico, architettonico e ambientale potrebbero essere sviluppate in chiave di mercato, aumentando la produttività delle stesse, ovvero i ricavi aggiuntivi generabili (come contributo al PIL) e la marginalità netta (come valorizzazione degli stessi in caso di futura

“Un piano per lo sviluppo della competitività e sostenibilità del deve considerare i vincoli posti dal nostro debito pubblico ma anche le importanti potenzialità di sviluppo, valorizzazione ed eventuale privatizzazione a termine delle attività reali del Paese coinvolgendo in sicurezza il risparmio” privato degli Italiani”

privatizzazione a mercato). Gli strumenti di finanza disponibili allo scopo, dal *project finance* alle strutture di finanziamento in PPP (Partenariato Pubblico e Privato) ai *covered bond* (obbligazioni garantite dal sottostante opportunamente segregato – ivi compresi terreni, opere costruende, diritti di passaggio o sfruttamento futuro) sono ben noti e non richiederebbero necessariamente un’alienazione ex ante degli asset di Stato. Lo sviluppo di nuove infrastrutture potrebbe essere finanziato in larga parte da capitale privato, se il rendimento atteso è sufficiente a ripagarlo. E l’eventuale privatizzazione potrebbe riguardare solamente la società di gestione o la concessione all’utilizzo per un numero limitato di anni (sia pure sufficientemente lungo per motivarne lo sviluppo).

Se il ragionamento può apparire teorico, un semplice esempio può chiarirne la portata. Il patrimonio immobiliare di Stato (fonte MEF) comprende certamente (anche se non esaustivamente) circa € 300 Mld di immobili classificabili per i loro diversi utilizzi, di proprietà dello Stato centrale, ma anche quelli delle amministrazioni locali. Tali immobili potrebbero essere ceduti nel breve periodo ma con prevedibili forti sconti, data la necessità di importanti interventi di rigenerazione e conversione (e.g. recente processo d’asta sulla Caserma Guido Reni a Roma).

Per la piena valorizzazione di tali asset abbiamo analizzato diverse ipotesi di riallineamento rispetto al loro *highest and best available use* (Tabella 6). Nel primo scenario (Tabella 6a) abbiamo in particolare ipotizzato un intervento di rigenerazione importante, comprensivo dei costi di ristrutturazione degli immobili e degli investimenti necessari per la loro conversione energetica (con target di emissione di CO₂ in linea con la *Green House Legislation*) e l’eventuale cambiamento nella destinazione d’uso. Ne emerge una stima di investimenti complessivi nell’ordine dei € 500 Mld effettuabili, secondo le nostre ipotesi, per l’80% tramite debito bancario o di *direct lender* (piattaforme alternative di credito diretto) e per un 20% con capitale privato. Tale intervento condurrebbe a una rivalorizzazione complessiva pari a circa € 1,1 Tn, con un ritorno medio del capitale proprio investito *cash on cash* pari a 1,8 volte. Abbiamo poi considerato, successivamente, uno scenario limitato a soli interventi di ristrutturazione, senza opere di efficientamento “*brown to green*”, per gli immobili non interessati da cambio d’uso (Tabella 6b, investimenti per 380 Mld e moltiplicatore *cash on cash* pari a 2,1); e uno limitato a soli investimenti in interventi di conversione energetica per immobili non soggetti a cambio d’uso (Tabella 6c, investimenti per 270 Mld e moltiplicatore *cash on cash* pari a 2,0).

Per ognuno degli scenari tracciati emerge l’opportunità di creazione di valore economico legata all’intervento, con ricadute sull’ambiente esterno (“esternalità positive”) non quantificate ma pure importanti, non solo per il loro contributo alla massimizzazione del valore finanziario, ma anche di quello sociale e ambientale.

Tab. 6 - Trasformazione a piena produttività degli asset reali del paese

Tab. 6a

Scenario 1 – Ipotesi 1: Manutenzione straordinaria e conversione “brown to green” applicati a tutti gli edifici

	Superf. stimata e stima Val. Patr.- 2018 (a)		Stima Valore patrimoniale (riv. 2023) (b)		Stima Costo Ristrutturaz./Riconv. (c)		Stima valore futuro di realizzo (d)		Plusv. potenziale	Debito Ristrut./Riconv. (e)	Equity Rist./Riconv. (f)	Moltip. new Equity (f)
	mq/1000	Mn €	Mn €	€/mq	Mn €	€/mq	Mn €	€/mq	Mn €	Mn €	Mn €	
Uffici*	42 618	72 085	85 743	2 012	47 033	1 104	162 916	3 823	30 140	37 626	9 407	3.00x
Abitazioni	52 858	53 314	63 415	1 200	94 949	1 796	197 955	3 745	39 591	75 959	18 990	1.88x
Scuole	98 213	47 783	56 837	579	176 420	1 796	291 571	2 969	58 314	141 136	35 284	1.45x
Ospedali	43 002	40 802	48 533	1 129	77 244	1 796	157 222	3 656	31 444	61 796	15 449	1.84x
Caserme*	22 265	22 171	26 372	1 184	24 571	1 104	62 507	2 807	11 564	19 657	4 914	2.15x
Palazzi storici*	9 832	18 045	21 464	2 183	10 850	1 104	39 650	4 033	7 335	8 680	2 170	3.18x
Capannoni e magazzini*	24 846	13 682	16 274	655	17 870	719	41 895	1 686	7 751	14 296	3 574	1.97x
Residenze collettive*	8 331	6 802	8 091	971	9 194	1 104	21 208	2 546	3 924	7 355	1 839	1.93x
Negozi	3 365	6 173	7 343	2 182	2 271	675	11 056	3 286	1 442	1 817	454	2.97x
Box e Parcheggi	10 332	5 953	7 081	685	3 138	304	11 752	1 137	1 533	2 511	628	2.24x
Impianti sportivi*	47 906	4 517	5 373	112	30 282	632	43 748	913	8 094	24 226	6 056	1.14x
Carceri*	4 337	3 298	3 923	905	4 786	1 104	10 686	2 464	1 977	3 829	957	1.87x
Alberghi e pensioni	1 827	2 175	2 587	1 416	3 282	1 796	7 336	4 015	1 467	2 625	656	2.04x
Case cantoniere	218	113	134	617	66	304	231	1 058	30	53	13	2.07x
Totale	369 950	296 913	353 170	955	501 958	1 357	1 059 734	2 865	204 607	401 566	100 392	1.84x

(*) Sul circa 20% della superficie degli immobili in questa categoria, è stato previsto un intervento di riposizionamento/riconversione a nuovi usi, con conseguente maggiore rivalutazione a fronte di un più importante costo di intervento, riconducibili alla stima dei fabbricati non direttamente utilizzati dalle amministrazioni, da Fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche

(a) Superficie e valore patrimoniale stimati al 2018 per classi omogenee per tipologia immobiliare da fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche

(b) Stima Valore Patrimoniale al 2023, adeguata all'inflazione a partire dalle stime 2018 da fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche; valore inflazione da ECB - Overall HICP, Tasso di variazione annuo, composizione mensile)

(c) Stima costi di Ristrutturazione/Riconversione a nuovi usi sulla base del Prezziario Regione Toscana aggiornato al 2024 a cui sono stati inclusi i costi per la conversione “brown to green”, sulla base del paper di SDA Bocconi “La Creazione di valore economico, sociale e ambientale del build-to-rent” (A. Beltratti, A. Bezzecchi, mag-24). I costi includono anche oneri professionali, sia per le attività di ristrutturazione che di riconversione d’uso, e spese di *contingency*, applicate esclusivamente per la riconversione d’uso.

(d) Il possibile valore di realizzo è stato stimato applicando al futuro valore di bilancio (valore patrimoniale più costo di ristrutturazione/riconversione) coefficienti differenziati per destinazione d’uso e tipologia di intervento, con una rivalutazione compresa tra il 15% e il 25% nel caso di manutenzione e riposizionamento “brown to green” e del 50% in caso di rigenerazione con cambio d’uso

(e) è stato ipotizzato un finanziamento pari all'80% dei costi di ristrutturazione e riconversione, con una durata di 5 anni e un costo del debito pari al 6%. Tale durata è da intendersi come *holding period* del processo di valorizzazione e comprende le fasi di progettazione, ottenimento titoli abilitativi, esecuzione dei lavori, messa a reddito, dismissione.

(f) Per il calcolo del moltiplicatore è stato considerato il rapporto tra la distribuzione agli investitori (valore generato dagli interventi, ridotto del rimborso del debito e del pagamento dei relativi interessi) e la nuova equity investita.

Tab. 6b

Scenario 2 – Ipotesi 2: Per gli immobili non interessati da cambio d'uso, manutenzione straordinaria senza opere di efficientamento "brown to green"

	Superf. stimata e stima Val. Patr.- 2018 (a)		Stima Valore patrimoniale (riv. 2023) (b)		Stima Costo Ristrutturaz./Rico nv. (c)		Stima valore futuro di realizzo (d)		Plusv. potenziale	Debito Ristrut./ Riconv. (e)	Equity Rist/ Riconv.	Moltipl. new Equity (f)
	mq/1000	Mn €	Mn €	€/mq	Mn €	€/mq	Mn €	€/mq	Mn €	Mn €	Mn €	
Uffici*	42 618	72 085	85 743	2 012	47 033	1 104	162 916	3 823	30 140	37 626	9 407	3.00x
Abitazioni	52 858	53 314	63 415	1 200	63 551	1 202	158 708	3 003	31 742	50 841	12 710	2.30x
Scuole	98 213	47 783	56 837	579	118 081	1 202	218 648	2 226	43 730	94 465	23 616	1.65x
Ospedali	43 002	40 802	48 533	1 129	51 701	1 202	125 293	2 914	25 059	41 361	10 340	2.22x
Caserme*	22 265	22 171	26 372	1 184	24 571	1 104	62 507	2 807	11 564	19 657	4 914	2.15x
Palazzi storici*	9 832	18 045	21 464	2 183	10 850	1 104	39 650	4 033	7 335	8 680	2 170	3.18x
Capannoni e magazzini*	24 846	13 682	16 274	655	17 870	719	41 895	1 686	7 751	14 296	3 574	1.97x
Residenze collettive*	8 331	6 802	8 091	971	9 194	1 104	21 208	2 546	3 924	7 355	1 839	1.93x
Negozi	3 365	6 173	7 343	2 182	2 271	675	11 056	3 286	1 442	1 817	454	2.97x
Box e Parcheggi	10 332	5 953	7 081	685	3 138	304	11 752	1 137	1 533	2 511	628	2.24x
Impianti sportivi*	47 906	4 517	5 373	112	24 022	501	36 067	753	6 673	19 217	4 804	1.19x
Carceri*	4 337	3 298	3 923	905	4 786	1 104	10 686	2 464	1 977	3 829	957	1.87x
Alberghi e pensioni	1 827	2 175	2 587	1 416	2 197	1 202	5 980	3 273	1 196	1 757	439	2.52x
Case cantoniere	218	113	134	617	66	304	231	1 058	30	53	13	2.07x
Totale	369 950	296 913	353 170	955	379 333	1 025	906 597	2 451	174 094	303 467	75 867	2.09x

(*) Sul circa 20% della superficie degli immobili in questa categoria, è stato previsto un intervento di riposizionamento/riconversione a nuovi usi, con conseguente maggiore rivalutazione a fronte di un più importante costo di intervento, riconducibili alla stima dei fabbricati non direttamente utilizzati dalle amministrazioni, da Fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche

(a) Superficie e valore patrimoniale stimati al 2018 per classi omogenee per tipologia immobiliare da fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche

(b) Stima Valore Patrimoniale al 2023, adeguata all'inflazione a partire dalle stime 2018 da fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche; valore inflazione da ECB - Overall HICP, Tasso di variazione annuo, composizione mensile)

(c) Stima costi di Ristrutturazione/Riconversione a nuovi usi sulla base del Prezziario Regione Toscana aggiornato al 2024 a cui sono stati inclusi, unicamente per gli edifici riconvertiti, i costi per la conversione "brown to green", sulla base del paper di SDA Bocconi "La Creazione di valore economico, sociale e ambientale del build-to-rent" (A. Beltratti, A. Bezzecchi, mag-24). I costi includono anche oneri professionali, sia per le attività di ristrutturazione che di riconversione d'uso, e spese di *contingency*, applicate esclusivamente per la riconversione d'uso

(d) Il possibile valore di realizzo è stato stimato applicando al futuro valore di bilancio (valore patrimoniale più costo di ristrutturazione/riconversione) coefficienti differenziati per destinazione d'uso e tipologia di intervento, con una rivalutazione compresa tra il 15% e il 25% nel caso di manutenzione e riposizionamento "brown to green" e del 50% in caso di rigenerazione con cambio d'uso

(e) è stato ipotizzato un finanziamento pari all'80% dei costi di ristrutturazione e riconversione, con una durata di 5 anni e un costo del debito pari al 6%. Tale durata è da intendersi come *holding period* del processo di valorizzazione e comprende le fasi di progettazione, ottenimento titoli abilitativi, esecuzione dei lavori, messa a reddito, dismissione.

(f) Per il calcolo del moltiplicatore è stato considerato il rapporto tra la distribuzione agli investitori (valore generato dagli interventi, ridotto del rimborso del debito e del pagamento dei relativi interessi) e la nuova equity investita.

Tab. 6c
Scenario 3 – Ipotesi 3: “Brown to green” come unico intervento previsto per edifici con ristrutturazione senza cambio d’uso

	Superf. stimata e stima Val. Patr.- 2018 (a)		Stima Valore patrimoniale (riv. 2023) (b)		Stima Costo Ristrutturaz./Rico nv. (c)		Stima valore futuro di realizzo (d)		Plusv. potenziale	Debito Ristrut./ Riconv. (e)	Equity Rist/ Riconv.	Moltipl. new Equity (f)
	mq/1000	Mn €	Mn €	€/mq	Mn €	€/mq	Mn €	€/mq	Mn €	Mn €	Mn €	
Uffici*	42 618	72 085	85 743	2 012	47 033	1 104	162 916	3 823	30 140	37 626	9 407	3.00x
Abitazioni	52 858	53 314	63 415	1 200	35 679	675	113 959	2 156	14 864	28 543	7 136	1.88x
Scuole	98 213	47 783	56 837	579	66 294	675	141 600	1 442	18 470	53 035	13 259	1.19x
Ospedali	43 002	40 802	48 533	1 129	29 026	675	89 193	2 074	11 634	23 221	5 805	1.80x
Caserme*	22 265	22 171	26 372	1 184	24 571	1 104	62 507	2 807	11 564	19 657	4 914	2.15x
Palazzi storici*	9 832	18 045	21 464	2 183	10 850	1 104	39 650	4 033	7 335	8 680	2 170	3.18x
Capannoni e magazzini*	24 846	13 682	16 274	655	17 870	719	41 895	1 686	7 751	14 296	3 574	1.97x
Residenze collettive*	8 331	6 802	8 091	971	9 194	1 104	21 208	2 546	3 924	7 355	1 839	1.93x
Negozi	3 365	6 173	7 343	2 182	2 271	675	11 056	3 286	1 442	1 817	454	2.97x
Box e Parcheggi	10 332	5 953	7 081	685	3 138	304	11 752	1 137	1 533	2 511	628	2.24x
Impianti sportivi	47 906	4 517	5 373	112	18 464	385	29 248	611	5 411	14 771	3 693	1.27x
Carceri*	4 337	3 298	3 923	905	4 786	1 104	10 686	2 464	1 977	3 829	957	1.87x
Alberghi e pensioni*	1 827	2 175	2 587	1 416	1 233	675	4 393	2 405	573	987	247	2.12x
Case cantoniere	218	113	134	617	66	304	231	1 058	30	53	13	2.07x
Totale	369 950	296 913	353 170	955	270 478	731	740 295	2 001	116 648	216 382	54 096	1.96x

(*) Sul circa 20% della superficie degli immobili in questa categoria, è stato previsto un intervento di riposizionamento/riconversione a nuovi usi, con conseguente maggiore rivalutazione a fronte di un più importante costo di intervento, riconducibili alla stima dei fabbricati non direttamente utilizzati dalle amministrazioni, da Fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche

(a) Superficie e valore patrimoniale stimati al 2018 per classi omogenee per tipologia immobiliare da fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche
(b) Stima Valore Patrimoniale al 2023, adeguata all'inflazione a partire dalle stime 2018 da fonte MEF - Rapporto sui Beni Immobili delle Amministrazioni Pubbliche; valore inflazione da ECB - Overall HICP, Tasso di variazione annuo, composizione mensile)
(c) Stima costi di Riconversione a nuovi usi sulla base del Prezziario Regione Toscana aggiornato al 2024; per tutti gli edifici, ad eccezione di quelli coinvolti da cambio d'uso, sono stati applicati unicamente i costi per la conversione "brown to green", sulla base del paper di SDA Bocconi "La Creazione di valore economico, sociale e ambientale del build-to-rent" (A. Beltratti, A. Bezzechi, mag-24). I costi includono anche oneri professionali, sia per le attività di ristrutturazione che di riconversione d'uso, e spese di contingency, applicate esclusivamente per la riconversione d'uso
(d) Il possibile valore di realizzo è stato stimato applicando al futuro valore di bilancio (valore patrimoniale più costo di ristrutturazione/riconversione) coefficienti differenziati per destinazione d'uso e tipologia di intervento, con una rivalutazione del 15% nel caso di riposizionamento "brown to green" e del 50% in caso di rigenerazione con cambio d'uso
(e) è stato ipotizzato un finanziamento pari all'80% dei costi di ristrutturazione e riconversione, con una durata di 5 anni e un costo del debito pari al 6%. Tale durata è da intendersi come holding period del processo di valorizzazione e comprende le fasi di progettazione, ottenimento titoli abilitativi, esecuzione dei lavori, messa a reddito, dismissione.
(f) Per il calcolo del moltiplicatore è stato considerato il rapporto tra la distribuzione agli investitori (valore generato dagli interventi, ridotto del rimborso del debito e del pagamento dei relativi interessi) e la nuova equity investita.

Se la Repubblica Italiana fosse un’azienda, la sua sostenibilità finanziaria sarebbe misurata su tre indicatori chiave: il rapporto tra debito e ricavi complessivi (usando il PIL come proxy?); il rapporto tra debito e flussi di cassa disponibili (o EBITDA – usando il surplus corrente, al netto della spesa per interessi come proxy?); e il rapporto tra debito e capitale proprio. Minori sono questi rapporti, maggiore sarà la sostenibilità percepita da investitori terzi e minore il costo del debito di medio/lungo periodo risultante (lo spread). Teoricamente, possiamo ottimizzare questi rapporti riducendo il debito al numeratore tramite cessione di

asset; aumentando le vendite (il PIL) o il *cash flow* disponibile (il surplus corrente); ovvero aumentando il capitale proprio della Repubblica Italiana, non facilmente identificabile nel Bilancio dello Stato, matematicamente pari alla differenza tra tutti gli asset di Stato e le corrispondenti passività misurate al *fair value*.

Date le ipotesi e gli scenari tracciati, non solo tali interventi di capitale misto pubblico privato (ad esempio nel rapporto di 1 a 4 ipotizzato) contribuirebbero ad accrescere il valore dell'attivo di Stato, creando "capitale netto" e abbassando significativamente il rapporto tra Debito Pubblico e Capitale Proprio di Stato (il rapporto Debito/Equity, nella finanza aziendale, è un primo indicatore analizzato per giudicare la sostenibilità della struttura finanziaria complessiva). Ma anche, agendo – date le ovvie esternalità positive generate - sulla competitività e attrattività degli ecosistemi interessati da tali interventi (ad esempio, lo sviluppo del turismo - ristorazione e ospitalità - e anche ai diversi settori industriali interessati da tali investimenti in PPP), contribuirebbero ad aumentare il PIL del Paese, riducendo il rapporto "Debito Pubblico/ PIL" (a parità di debito – il rapporto Debito/ Ricavi in finanza aziendale) e, attraverso l'incremento del gettito fiscale, anche il terzo e forse più importante indice utilizzato nell'analisi creditizia di imprese private (rapporto "Interessi sul Debito/EBITDA", con *Earnings Before Taxes and Depreciation* come proxy del flusso di cassa disponibile su base annua per ripagare gli interessi passivi).

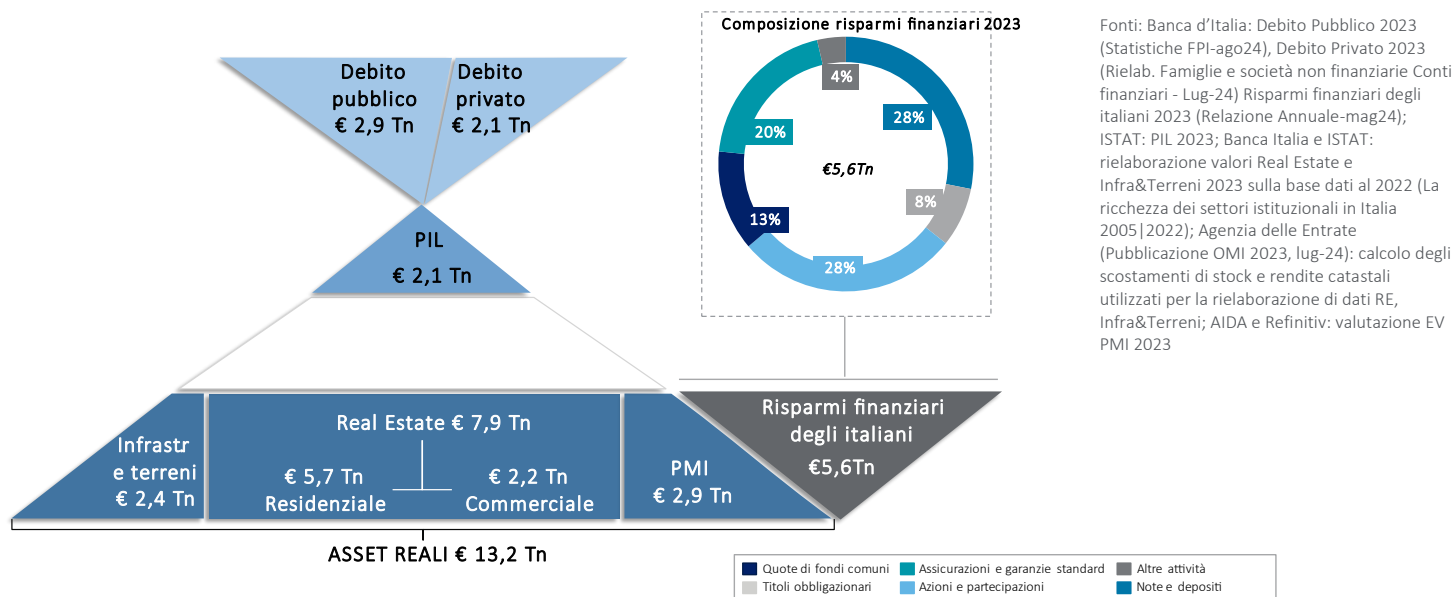
In sintesi, la riduzione del debito pubblico (inteso nella sua sostenibilità complessiva, più che nei suoi valori monetari assoluti) può avvenire attraverso la valorizzazione degli asset reali del Paese perseguendo leve di creazione Patrimoniale (aumento del Patrimonio Netto contabile del Paese, dato un più alto *fair value* attribuibile a molti dei suoi asset reali) e anche reddituali, con un incremento del PIL per effetto delle iniziative di valorizzazione che, oltre a doversi sostenere finanziariamente, potranno generare impatti positivi di derivata prima (PIL generato dagli interventi) e seconda (PIL generato dalle esternalità positive su tutti gli altri asset privati limitrofi e settori primario, secondari e terziario interessati), eventualmente composti in termini moltiplicativi dalla maggiore "investibilità" nel Paese a quel punto generata a favore di altre iniziative imprenditoriali e con capitali domestici e internazionali.

Lo scenario analizzato, chiaramente estremo, potrebbe essere percorso selettivamente, valorizzando gli asset più promettenti, aumentandone la produttività e ottenendo un reddito da locazione nel medio periodo, ottimizzandone quindi l'eventuale cessione: evitando "svendite di breve", che si tradurrebbero in indebolimento patrimoniale ed economico; e aumentando gli effetti su PIL e surplus corrente derivanti dalle attività per la loro rigenerazione e conversione. Data la posta in gioco (abbiamo stimato asset reali, pubblici e privati, pari a circa € 11 Tn – vedi Figura 2), una ripresa di valore anche limitata impatterebbe significativamente sulla sostenibilità del debito pubblico, con impatti immediati sulla credibilità dei nostri titoli di Stato e potenziali riduzioni dello stock ottenibili nel lungo periodo - con benefici sia patrimoniali che economici, oltre che finanziari. A titolo di esempio, a fronte di investimenti

richiesti per la conversione energetica (c.d. *Green House Legislation*) stimati a € 800 Mld, abbiamo stimato una potenziale rivalutazione dello stock immobiliare del Paese (pubblico e privato) pari al 25% (€ 2 Tn). Pur essendo lo stock di asset reali di proprietà pubblica (amministrazioni centrali e locali) di difficile quantificazione, ragionevoli aspettative di loro quantificazione e valorizzazione potrebbero condurre a privatizzazioni per centinaia di miliardi – rispetto ad una monetizzazione massima delle partecipazioni in asset finanziari non superiore ai € 60 Mld (il 2% del debito), anche in ipotesi (non suggerita) di completa cessione.

In sintesi, per investire in un futuro di competitività, sostenibilità e indipendenza del Paese occorre mettere a posto i conti sospesi del passato, senza tuttavia cedere alla facile tentazione di cedere i pochi gioielli rimasti per rimandare il problema di pochi mesi. La riduzione del debito pubblico passa infatti attraverso la rigenerazione, riconversione e valorizzazione degli asset reali del Paese che rappresentano elemento di solidità e potenzialità uniche - di cui ci dimentichiamo spesso e che dovremmo piuttosto perseguire ed evidenziare, a partire dal Bilancio di Stato.

Fig. 2 - Rivalutazione degli asset reali e impatto sulla sostenibilità del debito



Dalla Finanziabilità alla Trasformazione: debito sostenibile e capitale privato

In alternativa al semplice finanziamento a credito, è possibile considerare altre strutture per il contesto europeo e internazionale. È fondamentale ragionare sulla finanziabilità di tali obiettivi e sulle migliori modalità che gli interventi collegati a questi, e la loro relativa finanziabilità, sia mirata a indirizzare i grandi temi di trasformazione competitiva e di sostenibilità economico, sociale ed ambientale del nostro Paese. *In primis*, abbiamo dunque ipotizzato come, dato il pesante fardello del Debito Pubblico, l'Italia possa muoversi, con *motu proprio*, per identificare le possibili opzioni di finanziabilità di tale piano. Tali opzioni dovranno considerare necessariamente una migliore sostenibilità complessiva del Debito Pubblico e anche un minore costo dei relativi interessi passivi.

Partendo dal presupposto che ogni Piano debba essere giudicato più o meno buono in funzione della sua pragmatica fattibilità, ci siamo in particolare focalizzati sulle due grandi opportunità del Paese.

La prima, più ampiamente discussa, riguarda l'incremento della produttività degli asset reali del Paese per la loro piena valorizzazione, in affiancamento ad altri interventi di privatizzazione di breve periodo, prevedibilmente utili ma non dirimenti e con limitati impatti strutturali nel medio-lungo periodo. Abbiamo in particolare ragionato su come un percorso di valorizzazione degli asset reali del Paese, finalizzato o meno alla loro privatizzazione nel medio-lungo periodo, possa impattare positivamente sulla creazione di patrimonio netto, reddito disponibile e finanza a breve per la gestione del ciclo di cassa pubblico.

“Un percorso di valorizzazione degli asset reali può impattare positivamente sulla creazione di patrimonio netto e reddito disponibile”

La seconda, appena accennata (ma più ampiamente trattata in altre pubblicazioni e ricerche), riguarda invece il coinvolgimento di capitale e risparmio privato che, anche nell'ipotesi di Draghi, deve accompagnare il percorso di trasformazione e valorizzazione degli asset reali del Paese, sia per ragioni di necessità (non ci sono capitali pubblici sufficienti, né in Italia né in Europa) che per ragioni di opportunità: un partenariato pubblico privato gestisce idealmente meglio gli innumerevoli trade-off tra gli obiettivi di generazione di beni pubblici (*public goods*) e quelli relativi agli interessi privati (*private interests*), assicurando inoltre che il prodotto finito, derivante dalla trasformazione, sia a mercato e il più vicino possibile al suo HBAU (*Highest and Best Available Use*).

Per questo coinvolgimento privato, a valorizzare gli oltre € 5,6 Tn⁹ di risparmio privato, oggi ancora in larga parte gestito direttamente dalle famiglie e per il tramite del sistema bancario, possono essere individuate forme di intervento governativo non onerose e non distorsive. Tra queste, si potrebbero implementare forme di garanzia finanziaria in grado di assicurare il capitale investito dalle famiglie e/o dal sistema bancario per loro tramite, su operazioni finanziarie a rischio molto contenuto, e con una perdita attesa in ogni caso coperta dai premi a mercato che lo Stato potrebbe farsi pagare. Forme di strutturazione finanziaria a supporto di tali interventi (dal *project finance*, alle operazioni in PPP, ai *covered bond*, alla garanzia assicurativa finanziaria) sono oggi ben note e testate a livello internazionale e il business case per il loro possibile utilizzo risulta molto interessante.

Per avviare questo percorso e attivare quella scintilla che pare ancora mancare, alcuni passi possono essere identificati e considerati per discussione con *policy makers* e altri principali stakeholders:

- Analisi approfondita degli asset reali del Paese a oggi. Un'analisi e mappatura massiva e approfondita, e relativa eventuale rivalutazione, potrebbero indicare già da subito rivalutazioni possibili rispetto ai valori correnti e con particolare riferimento a beni naturali (*natural capital*), il cui valore economico collegato al contributo ai diversi sistemi produttivi - distributivi (ad es. al turismo, ristorazione ed ospitalità) è scarsamente noto e tipicamente non apprezzato.
- Considerazione degli asset reali che offrono maggiori opportunità di incremento della loro produttività rispetto al loro HBAU e conseguente valorizzazione, avendo cura della dimensione complessiva (*pay-off* potenziale a regime), temporale (effetti a breve-medio anticipabili) e



Il coinvolgimento di capitale privato è essenziale per la trasformazione degli asset immobiliari del Paese

⁹ Banca d'Italia, Relazione Annuale 2023 (Maggio, 2024)

urgenza (in funzione di altri obiettivi di competitività economica, coesione sociale, urgenza ambientale, come il *social housing* per giovani lavoratori, e l'adeguamento *Green House Legislation*).

- Sviluppo di piani di valorizzazione ottimale per alcuni di questi asset, in parallelo a cessioni di beni statali, sia liquidi sia illiquidi, che tuttavia non presentano opportunità di valorizzazione e/o esigenze di presidio strategico. Tali piani dovranno risultare finanziabili e presentare un rendimento atteso interessante per le diverse tipologie e classi di capitale privato utilizzato. Dovranno inoltre impattare positivamente sui tre indici di sostenibilità del debito ricordati nella precedente sezione.
- Sviluppo di tutte le attività accessorie e complementari che tuttavia si rendono necessarie per assicurare la realizzabilità del Piano di valorizzazione, includendo in queste eventuali riforme o semplificazioni legislative a livello di Amministrazioni Centrali e Locali, il completamento degli archivi dati digitali e fisici necessari all'avvio delle operazioni di trasformazione identificate e un più ampio coordinamento per indirizzare eventuali sinergie con l'attuazione parallela del PNRR.
- Strutturazione dei piani di finanziamento, ivi comprese le loro forme tecniche, per assicurare la migliore struttura di capitale possibile rispetto alle diverse iniziative intraprese, data la loro durata, profilo di rischio e redditività attesa. In particolare, lo sviluppo di una garanzia finanziaria di Stato, non onerosa e non distorsiva, potrebbe risultare un elemento chiave per attrarre una quota importante del capitale privato e risparmio finanziario investibile delle famiglie Italiane.



Padroni del proprio destino

Gli obiettivi di sviluppo economico, coesione sociale, sostenibilità ambientale e – oggi più che mai rilevante – indipendenza sovrana del Paese, a fronte dei crescenti rischi geopolitici, richiedono azioni immediate e decise, e il perseguimento di strategie di sviluppo e innovazione che vanno ben oltre le tipiche dimensioni strumentali dell’economia e della finanza. Tali obiettivi, e i loro piani, devono pur tuttavia risultare economicamente sostenibili e pragmaticamente finanziabili, pena il rischio di rimanere, per quanto perfetti e idealmente condivisibili, lettera morta. Nella speranza di scenari globali futuri maggiormente benigni, e nell’attesa di altri momenti “hamiltoniani” a livello di Comunità Europea, per l’Italia esiste l’opportunità di realizzare un piano di trasformazione radicale, che ha come pilastri di valorizzazione e finanziamento possibili, rispettivamente, i propri asset reali e il proprio risparmio privato – i due catodi da cui potenzialmente far scaturire quella scintilla che potrebbe accelerare la convergenza e l’attivazione degli interessi di molti stakeholder della Repubblica, pubblici e privati, già in larga parte allineati rispetto al percorso da compiere per realizzare le potenzialità in fieri.

Il peso del Debito Pubblico gioca oggi un ruolo fondamentale, ponendosi come forte vincolo ma anche, paradossalmente, un’opportunità. Le sue criticità, che richiedono una risposta prioritaria, possono infatti sostenere quel senso d’urgenza che è necessario per passare dalla strategia all’azione. La risoluzione dell’enigma della finanza pubblica (come ridurre il Debito Pubblico aumentando il PIL e il benessere sociale e ambientale degli Italiani) richiede oggi un’azione congiunta, il senso del destino comune e – più che mai – il coraggio e la passione per intraprendere un percorso che ci renda padroni del nostro destino.



Referenze

1. "Mario Draghi's Best Ideas Are Those Europe Finds Least Comfortable." The Economist (Settembre 2024)
2. "Nice Ideas, Mr Draghi – Now Who Will Pay for Them?" The Economist (Settembre 2024)
3. Agenzia del Demanio, "Partenariato pubblico-privato, il caso dell'immobile pubblico" (2024)
4. Agenzia del Demanio, Rapporto Annuale 2024 "L'Italia e i suoi beni. Creare valore con gli immobili dello Stato" (2024)
5. Agenzia delle Entrate. Pubblicazione OMI 2023 (Luglio 2024)
6. Banca d'Italia e ISTAT. La ricchezza dei settori istituzionali in Italia 2005|2022 (Gennaio 2024)
7. Banca d'Italia, Relazione Annuale 2023 (Maggio 2024)
8. Banca d'Italia. Conti Finanziari (Luglio 2024)
9. Banca d'Italia. Finanza Pubblica: Fabbisogno e Debito – Anno 2023. Statistiche Banca d'Italia (Agosto 2024)
10. Beltratti, Andrea & Bezzecchi, Alessia. La Creazione di valore economico, sociale e ambientale del build-to-rent. SDA Bocconi Paper (Maggio 2024)
11. Borsa Italiana (2024). <https://www.borsaitaliana.it/>
12. Bureau van Dijk, AIDA Database (2024)
13. Bureau van Dijk, Orbis Database (2024)
14. Camera dei Deputati, XVIII Legislatura, Servizio Studi, in collaborazione con l'Istituto di ricerca CRESME, "Le politiche di rigenerazione urbana. Prospettive e possibili impatti", N. 32/2 (Giugno 2022)
15. Draghi, Mario. The Future of European Competitiveness. Commissione Europea (Settembre 2024)
16. European Central Bank. ECB Data Portal. <https://data.ecb.europa.eu>.
17. Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT). Conti Economici Nazionali (Settembre 2024)
18. MEF, Conto generale del patrimonio dello Stato – Anno 2023
19. Mergermarket. Mergermarket Database (2024)
20. Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). Documento di Economia e Finanza, Programma di Stabilità 2024 – Sezione I (Aprile 2024)
21. Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). Rapporto sui beni immobili delle Amministrazioni Pubbliche – Dati 2018. A cura della Direzione VII Valorizzazione del patrimonio pubblico (Settembre 2021)
22. Ordine Ingegneri Grosseto. Prezziario Regione Toscana aggiornato al 2024.
23. Refinitiv, Refinitiv Workspace (2024)
24. Wolf, Martin. "Draghi Is Trying to Save Europe from Itself." Financial Times (Settembre 2024)

Autori



CLAUDIO SCARDOVI

Equity Partner | Private Equity & Real Asset Leader DCM

cscardovi@deloitte.it

Co-autori



FRANCESCO PAOLO BELLO

Equity Partner | Head of Public and Administrative Law

fbello@deloitte.it



ANDREA MUCCHIETTO

Partner | Infrastructure & Real Estate

amucchietto@deloitte.it



ELISA GALASSI

Director | MDM M&A and Private Equity Italy

egalassi@deloitte.it



Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”), its global network of member firms, and their related entities (collectively, the “Deloitte organization”). DTTL (also referred to as “Deloitte Global”) and each of its member firms and related entities are legally separate and independent entities, which cannot obligate or bind each other in respect of third parties. DTTL and each DTTL member firm and related entity is liable only for its own acts and omissions, and not those of each other. DTTL does not provide services to clients. Please see www.deloitte.com/about to learn more.