



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in
Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea Magistrale

L'impatto dei mega-eventi sul mercato turistico-ricettivo e immobiliare

Il caso delle Olimpiadi Milano-Cortina 2026

Relatore

Ch. Prof. Stefano Bertinetti

Laureando

Alberto Antoni

Matricola 883572

Anno Accademico

2025/2026

Dichiarazione del ricorso a strumenti di Intelligenza Artificiale (IA)

Il sottoscritto Alberto Beniamino Antoni, matricola numero 883572, iscritto presso Ca' Foscari al corso di Laurea magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo, autore della tesi di laurea “L'impatto dei mega-eventi sul mercato turistico-ricettivo e immobiliare: il caso delle Olimpiadi Milano-Cortina 2026”, relatore Giorgio Stefano Bertinetti, consapevole delle sanzioni previste dall'art. 76 del Testo unico, D.P.R. 28/12/2000 n.445, e della decadenza dei benefici prevista dall'art. 75 del medesimo Testo unico in caso di dichiarazioni false o mendaci, sotto la propria personale responsabilità ai sensi degli artt. 46 e 47 del D.P.R. 28/12/2000 n. 445,

DICHIARA

di aver fatto ricorso a tecnologie di intelligenza artificiale generativa per supportare vari aspetti della ricerca e della scrittura del suo elaborato finale, in particolare:

- ChatGPT nella versione GPT-5.4 e Claude nella versione Sonnet 4.6;
- Gli strumenti sono stati utilizzati per:
 - ☐ revisione e ottimizzazione dei testi per migliorare chiarezza e coerenza;
 - ☐ supporto alla scrittura automatica di frasi o parti di frasi;
 - ☐ supporto operativo nell'utilizzo di strumenti di digitali in modo più efficiente;
 - ☐ revisione stilistica e grammaticale dei testi.
- La correttezza, la qualità e l'attendibilità dei contenuti generati con gli strumenti di AI è stata valutata confrontando i risultati con quelli prodotti autonomamente dello studente e verificandone la coerenza.

DICHIARA INOLTRE

che tutto il materiale generato dall'IA è stato attentamente verificato, rivisto e rielaborato dall'autore/dall'autrice, che si assume la piena responsabilità per la qualità, l'accuratezza e l'integrità scientifica del lavoro.

Indice

Indice	4
Introduzione.....	1
Capitolo I – Fondamenti teorici.....	3
1.1 La nozione di mega-evento.....	3
1.1.1 Definizione e caratteristiche dei mega-eventi	3
1.1.2 Tipologie di mega-eventi e criteri di classificazione	7
1.2 Struttura economico-finanziaria del settore turistico-ricettivo	10
1.2.1 Turismo, hospitality e comparto ricettivo: perimetro economico	10
1.2.2 Il modello economico del settore: ricavi, costi, capacità e rischi	13
1.2.3 Flussi turistici, performance operativa e valore degli asset ricettivi	16
1.3 Struttura economico-finanziaria del mercato immobiliare.....	19
1.3.1 Perimetro economico del mercato immobiliare.....	19
1.3.2 Prezzo, valore e rendimento degli asset.....	22
1.3.3 Determinanti del mercato immobiliare e implicazioni patrimoniali	24
1.4 Meccanismi di trasmissione dei mega-eventi.....	28
1.4.1 Il mega-evento come shock economico-territoriale	28
1.4.2 I principali canali di trasmissione sui mercati locali	32
Capitolo II – Evidenze empiriche sugli impatti dei mega-eventi	37
2.1 Problemi di misurazione e identificazione causale degli impatti	37
2.1.1 Divario tra stime ex ante e risultati ex post	37
2.1.2 Metodi di stima e limiti dell'identificazione causale.....	44
2.2 Effetti sul mercato turistico e sulla performance ricettiva.....	47
2.2.1 Effetti sulla domanda turistica	47
2.2.2 Effetti sulla performance del settore ricettivo	50
2.3 Effetti sul mercato immobiliare	53
2.3.1 Capitalizzazione delle aspettative e persistenza degli effetti sui prezzi	53

2.3.2 Distribuzione degli effetti e mercato dei canoni.....	56
2.4 Evidenze comparate e condizioni di trasferibilità degli impatti	59
2.4.1 Casi urbani e trasformazioni territoriali integrate.....	59
2.4.2 Casi invernali e territori policentrici.....	61
Capitolo III – Il caso Milano-Cortina 2026	63
3.1 Milano-Cortina 2026 come mega-evento invernale policentrico	63
3.2 Governance e perimetro finanziario degli investimenti olimpici	66
3.2.1 Struttura di governance e piano delle opere	66
3.2.2 Rischio finanziario e sostenibilità degli investimenti.....	69
3.3 Sistema turistico e ricettivo delle aree ospitanti	73
3.3.1 Struttura dell’offerta e baseline turistica	73
3.3.2 Effetti sulla performance ricettiva e sostenibilità della domanda.....	76
3.4 Il mercato immobiliare delle aree ospitanti	79
3.4.1 I mercati principali e le condizioni di partenza	79
3.4.2 Effetti sui valori e distribuzioni tra i soggetti	81
Conclusioni.....	85
Bibliografia.....	88

Introduzione

L'idea della presente tesi nasce dall'intenzione di approfondire l'impatto economico reale dei mega-eventi, che hanno assunto negli ultimi decenni un'importanza crescente nel panorama internazionale, diventando oggetto di ampio dibattito da molti punti di vista.

I mega-eventi internazionali vengono quasi sempre accompagnati da previsioni ottimistiche sui benefici economici attesi che dovrebbero portare ai territori ospitanti maggiori flussi turistici, maggiori investimenti, prezzi immobiliari in crescita, riempimento delle strutture ricettive durante tutto l'anno, l'eredità di nuove infrastrutture destinate a durare oltre la cerimonia di chiusura. Queste rose ed allettanti aspettative fanno parte della retorica della candidatura, ed è difficile trovare un dossier olimpico che non le contenga. La letteratura economica ha, però, evidenziato con una certa regolarità che i risultati effettivi si discostano molto spesso dalle previsioni, a volte in modo particolarmente significativo, e che i benefici più citati si materializzano in misura molto più contenuta di quanto annunciato, quando si materializzano.

I mega-eventi producono effetti economici concreti, ma i loro meccanismi di trasmissione dipendono dalle caratteristiche strutturali dei mercati coinvolti e degli investimenti infrastrutturali che li accompagnano. Questo lavoro si propone, pertanto, di analizzare come questi meccanismi agiscano ed incidano sul mercato turistico-ricettivo e su quello immobiliare, con quale intensità i loro effetti si manifestano e in che misura siano essi osservabili e misurabili.

Questa tesi ha cercato di applicare e contestualizzare questi interrogativi al caso specifico delle Olimpiadi Invernali Milano-Cortina 2026, con attenzione particolare al mercato turistico-ricettivo e a quello immobiliare. Milano-Cortina è la prima edizione olimpica invernale ospitata in Italia dopo i Giochi Olimpici di Torino 2006, si è svolta in una configurazione territoriale policentrica inedita, con gare distribuite tra quattro poli principali molto distanti tra loro, e ha coinvolto mercati locali con caratteristiche strutturali profondamente diverse. Il mega-evento si è svolto in una metropoli come Milano con un sistema ricettivo e immobiliare maturo e liquido e contemporaneamente in una serie di piccole località alpine come Cortina d'Ampezzo, Bormio e Livigno i cui mercati presentano caratteristiche completamente diverse da Milano e numerose

particolarità. Questa eterogeneità rende il caso più complesso di un'Olimpiade concentrata in una singola città ospitante.

Il presente lavoro si articola in tre capitoli.

Il primo costruisce il quadro teorico di riferimento: chiarisce la nozione di mega-evento e le sue dimensioni costitutive, descrive la struttura economico-finanziaria del settore turistico-ricettivo e del mercato immobiliare, e identifica i principali canali attraverso cui un mega-evento trasmette i propri effetti sui mercati locali.

Il secondo esamina le evidenze empiriche prodotte dalla letteratura su casi precedenti, con un'attenzione particolare ai problemi di identificazione causale, agli effetti sul turismo e sulla performance ricettiva, e alle dinamiche immobiliari generate dalle aspettative e dalle trasformazioni infrastrutturali.

Il terzo applica questo framework al caso specifico delle Olimpiadi Invernali di Milano-Cortina 2026, analizzandone innanzitutto la struttura dell'evento, la sua governance e il perimetro finanziario degli investimenti; in secondo luogo analizza le condizioni di partenza e gli effetti osservabili sui sistemi turistico-ricettivi delle aree ospitanti, e le dinamiche del mercato immobiliare a Milano e a Cortina d'Ampezzo. Per quest'ultima area l'analisi si avvale anche di un'intervista diretta al titolare della più antica agenzia immobiliare del territorio.

La tesi è stata redatta durante e nei mesi successivi allo svolgimento dell'evento e questo comporta degli inevitabili limiti temporali nella completezza dell'analisi. Le numerose strutture correlate all'evento che non sono ancora completate non hanno ancora prodotto effetti attualmente valutabili. Inoltre per alcune variabili, in particolare per quanto attiene ai valori immobiliari di Cortina, la scarsità delle transazioni rende inattendibili i dati statistici ufficiali disponibili.

L'obiettivo quindi è stato quello di cercare di leggere i fenomeni attualmente osservabili alla luce dei meccanismi identificati dalla letteratura e posizionare il caso Milano-Cortina 2026 rispetto alle evidenze comparative. Una valutazione più completa e significativa sarà possibile nel prossimo futuro solo con i dati quantitativi e qualitativi che saranno disponibili negli anni venturi e che permetteranno di valutare in modo più oggettivo il valore generato dal mega-evento olimpico per le comunità locali coinvolte.

Capitolo I – Fondamenti teorici

1.1 La nozione di mega-evento

1.1.1 Definizione e caratteristiche dei mega-eventi

Il termine "mega-evento" viene usato spesso come se il suo significato fosse ovvio, ma nella letteratura specializzata non lo è. Ridurlo all'idea di un evento molto grande per spesa o visibilità non basta: finisce per mettere sullo stesso piano fenomeni che condividono solo alcuni tratti esteriori ma che per struttura, finalità e scala di impatto non sono equivalenti. Se non si chiarisce cosa renda un evento effettivamente "mega", diventa difficile capire anche perché eventi diversi possano produrre effetti economici e territoriali così diversi tra loro.

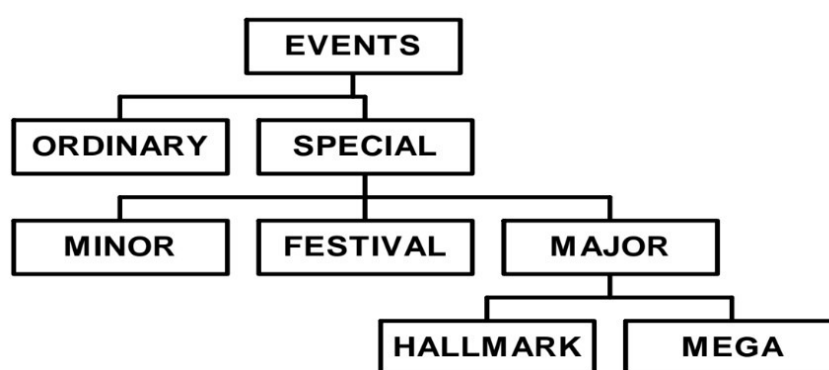
Un punto di partenza utile è il concetto di evento programmato. Getz definisce gli eventi pianificati come fenomeni spazio-temporali costruiti per uno scopo, ciascuno caratterizzato da una propria unicità che dipende dall'interazione tra contesto, persone e sistemi organizzativi (Getz, 2008). Da questa definizione emergono due aspetti rilevanti: l'evento è per natura temporaneo, e non è qualcosa che accade spontaneamente ma qualcosa che viene progettato. Questo consente di collocare il mega-evento dentro l'insieme più ampio dei *planned events*, invece di trattarlo come una categoria separata. Va aggiunto che Getz sottolinea come gli eventi non siano mai uguali a sé stessi, e che buona parte della loro attrattività dipende proprio dal carattere irripetibile dell'esperienza: chi non è presente perde qualcosa che non potrà recuperare (Getz, 2008). Questo vale anche per gli eventi di scala maggiore, ed è uno degli elementi che contribuisce a spiegare la forte domanda che i mega-eventi sono in grado di generare.

All'interno dei *planned events*, Jago individua una distinzione di base tra eventi ordinari e *special events*, intesi come esperienze che escono dalla routine di un'organizzazione o dall'esperienza quotidiana del pubblico (Jago, 1997). In questo senso, lo *special event* è definito meno dalla dimensione e più dalla sua "specialità", cioè dal fatto di offrire un'esperienza non ordinaria in un tempo limitato. Questa distinzione è utile come punto di partenza, ma Jago mostra anche che nella letteratura i termini *major event*, *hallmark event* e *mega-event* sono stati usati in modo non sempre coerente. In alcuni casi il *mega-event* viene quasi assorbito nel *hallmark event*, in altri viene trattato come sottocategoria distinta, e in altri ancora il criterio di separazione dipende dalla scala dell'evento o dal rapporto con la destinazione ospitante (Jago, 1997). Questa ambiguità non è un dettaglio

secondario perché se le categorie si sovrappongono, diventa difficile anche confrontare gli effetti prodotti da eventi che in apparenza appartengono alla stessa famiglia.

Un tentativo utile di mettere ordine in queste relazioni è proposto dallo stesso Jago, che con la Figura 1 suggerisce una struttura gerarchica generale nella quale gli *events* si distinguono anzitutto in ordinari e speciali; all'interno degli *special events* colloca poi *minor special events*, *festivals* e *major events*; infine, dentro i *major events*, distingue *hallmark events* e *mega-events* (Jago, 1997).

Figura 1. *Event framework*



Fonte: (Jago, 1997)

Dentro questa gerarchia, il major event rappresenta un evento speciale di grande scala, con elevato status o prestigio, capace di attirare un pubblico numeroso e un'ampia attenzione mediatica. Jago aggiunge, inoltre, che si tratta di eventi costosi da organizzare, che attraggono risorse verso il territorio, generano domanda di servizi collegati e possono lasciare delle eredità. (Jago, 1997).

All'interno di questo schema, la distinzione più delicata è quella tra *hallmark event* e *mega-event*. Il primo è un *major event* infrequente, legato a un luogo specifico, tale per cui destinazione ed evento tendono a diventare quasi sinonimi (Jago, 1997). Il *mega-event*, invece, viene definito in modo più asciutto come un *one-time major event*, generalmente di scala internazionale (Jago, 1997). La differenza non è solo quantitativa perché nel *hallmark event* pesa soprattutto il rapporto stabile con la destinazione; nel *mega-event*, invece, pesano di più il carattere eccezionale dell'evento e la sua dimensione internazionale rispetto al territorio che lo ospita.

Jago aiuta a ordinare il lessico, ma non chiude del tutto il problema definitorio. Anche quando si distinguono meglio *special*, *major*, *hallmark* e *mega-events*, resta ancora da capire su quali basi un evento possa essere considerato davvero “mega”. Per chiarire meglio ciò è utile richiamare il contributo di Müller, secondo cui l’ambiguità del termine dipende dal fatto che gli eventi possono essere “mega” in modi diversi e non tutti nella stessa misura.

Müller propone di ricondurre il concetto di mega-evento a quattro dimensioni costitutive:

- *attrattività verso i visitatori*, che riguarda la capacità dell’evento di richiamare un grande numero di visitatori o spettatori;
- *portata mediatica*, che riguarda la diffusione dell’evento attraverso i media e la sua capacità di raggiungere pubblici molto ampi anche a distanza;
- *costi*, che riguardano la dimensione delle risorse economiche necessarie per organizzarlo e sostenerlo;
- *impatto trasformativo*, che riguarda la capacità dell’evento di incidere sul contesto ospitante, soprattutto in termini di ambiente costruito, infrastrutture e popolazione.

Il punto centrale è che il mega-evento non va definito sulla base di una sola di queste dimensioni, ma sulla loro combinazione; infatti l’autore afferma che un mega-evento per diventare effettivamente “mega” deve essere grande in tutte e quattro le dimensioni, non in una sola (Müller , 2015). Un evento può essere molto costoso ma avere una portata mediatica limitata, oppure attrarre molti visitatori senza lasciare trasformazioni rilevanti: in nessuno dei due casi si tratterebbe di un mega-evento in senso pieno.

Questa lettura consente anche di trattare con più prudenza le soglie quantitative; sia Jago sia Müller richiamano il fatto che in letteratura siano state proposte soglie relative al numero di visitatori o al livello dei costi, ma mostrano anche i limiti di questi tentativi: una soglia numerica può essere utile come indicatore orientativo, ma non può valere come criterio esclusivo. Müller dice in modo chiaro quando osserva che gli eventi di grande scala non sono tutti grandi nelle stesse dimensioni e che anche la classificazione tra *major events*, *mega-events* e *giga-events* va intesa come strumento comparativo, non come classificazione rigida (Müller , 2015).

Eventi diversi, anche quando vengono genericamente inclusi tra i “grandi eventi”, non producono conseguenze direttamente comparabili sul piano territoriale o economico. Prima di chiedersi quali trasformazioni un mega-evento possa attivare, occorre chiarire quali tratti debba possedere per essere considerato tale

Alla luce delle tre fonti considerate, una definizione operativa utile per questa tesi può essere la seguente: il mega-evento è un evento programmato, temporaneo e generalmente una tantum per il territorio ospitante, caratterizzato da forte attrattività esterna, ampia visibilità mediatica, costi elevati e significativa capacità trasformativa sul contesto che lo ospita. Questa definizione non pretende di eliminare tutte le ambiguità della letteratura, ma consente di tenere insieme gli elementi più ricorrenti e più solidi emersi nelle fonti, cioè la natura di evento pianificato e temporaneo, la sua collocazione dentro la famiglia degli special events, la distinzione rispetto agli hallmark events e la sua grandezza letta in senso multidimensionale.

1.1.2 Tipologie di mega-eventi e criteri di classificazione

Non tutti i mega-eventi funzionano allo stesso modo. Un'Olimpiade, un'Expo, un vertice politico internazionale o una grande manifestazione culturale non coinvolgono il territorio nelle stesse forme, non generano gli stessi flussi e non producono gli stessi effetti economici. Per questo ha senso distinguere almeno i criteri principali con cui questi eventi possono essere classificati, prima di collegare il fenomeno a turismo, hospitality e mercato immobiliare.

Una prima distinzione riguarda il contenuto dell'evento. Dansero e Mela richiamano, tra i grandi eventi, manifestazioni sportive, culturali, politiche e religiose, mostrando che il fenomeno non può essere ricondotto esclusivamente alle competizioni sportive, pur essendo queste le più note (Dansero & Mela, 2006). Getz, con uno sguardo più ampio, sugli eventi programmati, propone una classificazione più schematica e basata sul contenuto offerto, che comprende anche eventi artistici, business, educativi e ricreativi (Getz, 2008). Ai fini di questo lavoro non è necessario riprendere tutte queste categorie nel dettaglio; il punto rilevante è comprendere che i mega-eventi appartengono a un universo eterogeneo e possono assumere forme diverse. Sapere che un evento è sportivo piuttosto che culturale o politico dice però ancora poco su come esso si rapporti al territorio che lo ospita e sugli effetti che può produrre.

Per sviluppare questo ragionamento, Dansero e Mela richiamano il concetto preso dal campo della fisica dell'evento inteso come “punto dello spazio-tempo” (Dansero & Mela, 2006). L'espressione serve a mettere in evidenza che ogni grande evento si definisce sempre attraverso una precisa collocazione temporale e territoriale, cioè avviene in un certo momento e coinvolge uno o più luoghi determinati. Da qui gli autori sviluppano una classificazione che distingue gli eventi in base alla loro distribuzione nello spazio e alla loro durata nel tempo.

Da questa impostazione deriva la distinzione proposta dagli autori tra eventi più o meno concentrati nello spazio e nel tempo. Sul piano spaziale, Dansero e Mela distinguono tra eventi concentrati, che si svolgono in un'area relativamente delimitata, ed eventi diffusi, che coinvolgono più località e costruiscono un sistema territoriale più articolato. Sul piano temporale, invece, distinguono tra eventi concentrati o diluiti e tra eventi *tantum* o ciclico-ripetuti (Dansero & Mela, 2006). Ne consegue che che eventi appartenenti alla stessa famiglia possono avere configurazioni territoriali molto diverse.

Un'Olimpiade invernale, ad esempio, può risultare più compatta o più dispersa, mentre un vertice politico di pochi giorni e una manifestazione distribuita lungo un intero anno pongono problemi organizzativi e territoriali non comparabili. Il modo in cui l'evento occupa spazio e tempo diventa quindi un primo criterio per valutarne la rilevanza territoriale, e consente anche di separare l'area direttamente interessata dall'organizzazione dell'evento da un contesto più ampio che può esserne coinvolto in modo indiretto.

Getz introduce una prospettiva diversa, più vicina alla strategia turistica delle destinazioni. Nel suo *portfolio approach*, gli eventi non vengono distinti soltanto in base alla loro natura o alla loro dimensione, ma anche in relazione alla funzione che possono svolgere per il territorio ospitante. Il modello mette in rapporto, da un lato, la domanda turistica che un evento è in grado di generare e, dall'altro, il valore che la destinazione gli attribuisce, valutabile non solo sul piano economico, ma anche tramite misure come il maggior valore d'immagine, il supporto della comunità e la sostenibilità. All'interno di questa rappresentazione, gli *occasional mega-events* occupano il livello più alto, seguiti dagli *hallmark events* periodici, dagli eventi regionali e da quelli locali. Come osserva Getz, questa classificazione è basata sulla funzionalità, cioè sul grado in cui determinati obiettivi economici, turistici o politici possono essere perseguiti attraverso l'organizzazione e la promozione degli eventi (Getz, 2008). Il punto rilevante per questa tesi è che i mega-eventi non vanno letti solo per le loro caratteristiche strutturali, ma anche per il ruolo che assumono nelle strategie di attrazione e posizionamento delle destinazioni.

A queste classificazioni si può affiancare quella di Müller, che distingue tra *major events*, *mega-events* e *giga-events* in base alla dimensione complessiva dell'evento. Il criterio non è legato al contenuto, ma all'intensità raggiunta nelle quattro dimensioni già richiamate nel sottoparagrafo precedente: attrattività verso i visitatori, portata mediatica, costi e impatto trasformativo (Müller, 2015). Questa classificazione è utile perché evita di considerare "mega" qualsiasi evento molto visibile o molto costoso. Un evento può essere grande in una dimensione e più contenuto in un'altra; per questo la scala va letta in modo multidimensionale. La classificazione di Müller, quindi, non sostituisce quella per contenuto o quella spazio-temporale, ma permette di valutare meglio l'intensità dell'evento.

Le tre prospettive non si escludono a vicenda e possono essere tenute insieme. Il piano tematico distingue tra eventi sportivi, culturali o espositivi, politici e varie forme ibride.

Il piano spazio-temporale distingue tra eventi concentrati o diffusi, brevi o diluiti, una tantum o ricorrenti. Il piano dimensionale considera l'intensità dell'evento rispetto a visitatori, media, costi e trasformazioni. Combinati, questi tre criteri offrono una griglia di lettura più utile di qualsiasi singolo criterio preso da solo, e permettono di collegare il tipo di mega-evento agli effetti che ci si può attendere sul territorio.

Gli effetti sul settore turistico e quello immobiliare non dipendono solo dalla grandezza dell'evento, ma anche dal modo in cui esso si distribuisce sul territorio perché un evento concentrato può produrre effetti più localizzati, mentre un evento diffuso può coinvolgere più mercati locali, più sistemi di mobilità e più aree ricettive. Il tipo di evento, la sua configurazione spazio-temporale e la sua scala complessiva non sono quindi dettagli classificatori, ma variabili che incidono direttamente sulla natura e sull'estensione degli impatti.

1.2 Struttura economico-finanziaria del settore turistico-ricettivo

1.2.1 Turismo, hospitality e comparto ricettivo: perimetro economico

In senso istituzionale il turismo riguarda le attività svolte da persone che si spostano al di fuori del proprio ambiente abituale per un periodo limitato, per motivi di svago, lavoro o altri scopi, senza trasferirsi stabilmente nel luogo visitato (UN Tourism Glossary, 2026)¹. Questa definizione aiuta ad evitare di ridurre il turismo ad una semplice industria, in quanto viene qualificato prima di tutto come un fenomeno di mobilità temporanea. Inoltre il turismo diventa economicamente rilevante perché attiva consumi distribuiti su più mercati come trasporti, alloggio, ristorazione, servizi locali, attrazioni ed eventi. Per questo è difficile ricondurlo a un singolo settore produttivo, è un campo economico trasversale, definito dalla domanda che nasce dallo spostamento del visitatore.

Dentro questa cornice, la distinzione tra *visitor*, *tourist* ed *excursionist* aiuta a rendere il perimetro più preciso. Il *visitor* è la categoria più ampia; il *tourist* è il visitatore che trascorre almeno una notte nella destinazione; l'*excursionist*, o *same-day visitor*, è invece il visitatore che non pernotta (UN Tourism Glossary, 2026). La differenza non è soltanto terminologica in quanto, dal punto di vista economico, il pernottamento modifica la struttura della spesa e il tipo di filiera attivata, perché coinvolge direttamente il comparto ricettivo.

Tuttavia, come osserva Jago discutendo il rapporto tra turismo ed eventi, molte visite giornaliere producono effetti di consumo molto vicini a quelli dei soggiorni brevi, soprattutto quando includono partecipazione a eventi, accesso ad attrazioni e consumi accessori (Jago, 1997). Per questa ragione il turismo può essere trattato come un sistema di domanda articolato, in cui contano sia la mobilità sia il profilo dei beni e servizi acquistati.

Dalla definizione istituzionale di turismo emerge già una prima distinzione utile. Il turismo descrive un fenomeno di mobilità e di domanda, che riguarda i flussi di visitatori, le motivazioni di viaggio, le destinazioni e l'insieme dei consumi che si formano attorno

¹ UN Tourism Glossary → Visitor “A visitor is a traveller taking a trip to a main destination outside his/her usual environment, for less than a year, for any main purpose (business, leisure or other personal purpose). A visitor (domestic, inbound or outbound) is classified as a tourist (or overnight visitor) if his/her trip includes an overnight stay, or as a same-day visitor (or excursionist) otherwise”
Tourism: “Tourism refers to the activity of visitors”

allo spostamento. Non coincide con un singolo settore produttivo, ma attraversa più filiere e più mercati in funzione del profilo del visitatore e della destinazione.

L'hospitality ha un perimetro più ristretto e si riferisce alle attività di accoglienza e di servizio rivolte all'ospite, quelle che rendono possibile e organizzano la permanenza del visitatore a partire dall'alloggio e dai servizi direttamente collegati al soggiorno. Mentre il turismo descrive la domanda nel suo complesso, l'hospitality individua la parte dell'offerta che quella domanda la intercetta e la gestisce attraverso imprese con una propria struttura economica.

Non si sta, quindi, cercando di dare allo stesso fenomeno due definizioni differenti, ma si stanno definendo due livelli di analisi diversi: uno riguarda i comportamenti e le scelte dei visitatori, l'altro le imprese che li accolgono. Il turismo lo si può considerare come il contenitore più ampio in cui rientrano anche componenti che incidono sulla scelta della destinazione che non riguardano in senso stretto il nucleo dell'ospitalità, possono esserlo ad esempio attrazioni, eventi, servizi di trasporto o attività di svago. Questi elementi influenzano la domanda turistica ma non appartengono alla struttura economica del comparto ricettivo, che resta comunque il segmento più direttamente misurabile e più rilevante per questa tesi.

All'interno del perimetro dell'hospitality, il settore ricettivo è il segmento economicamente più definito. È qui che la presenza del visitatore si traduce in variabili osservabili come camere disponibili, camere vendute, tasso di occupazione, prezzo medio e ricavo per camera, e che il fenomeno turistico diventa leggibile come attività d'impresa (Chattopadhyay & Mitra, 2019).

La letteratura sulla hospitality and tourism industry descrive questo comparto come un'attività di servizio con alcune caratteristiche distintive: forte componente immateriale, rilevanza della localizzazione, peso degli investimenti e marcata esposizione alle condizioni del contesto esterno (Altin, et al., 2018). Quando l'analisi si restringe al settore alberghiero emergono misure più specifiche, come ricavi operativi, RevPar, soddisfazione del cliente, qualità del servizio e immagine dell'hotel, che consentono di valutare la performance di imprese chiaramente identificabili (Altin, et al., 2018). È quindi il segmento in cui turismo e hospitality convergono in forma più misurabile: quando i flussi di visitatori si traducono in pernottamenti, le strutture ricettive producono dati osservabili

su quante camere vengono vendute, a quale prezzo e con quale rendimento complessivo. È su questo livello di analisi che si concentreranno i paragrafi successivi.

1.2.2 Il modello economico del settore: ricavi, costi, capacità e rischi

Il settore alberghiero opera su una capacità fissa che deve essere collocata giorno per giorno. Il numero di camere disponibili non si adatta alla domanda nel breve periodo. Quando cresce, le strutture non possono semplicemente aggiungerne; quando cala, i costi restano comunque. Una camera invenduta è ricavo perso in modo definitivo, perché il mancato incasso di quella notte non si recupera nelle successive. Un magazzino accumula merce invenduta e la vende il giorno dopo; l'hotel consuma ogni giorno una parte della propria capacità che l'abbia affittata o no.

Data questa struttura, la decisione più delicata per un hotel è fissare il prezzo delle camere. Alzarlo migliora il ricavo per camera venduta, ma rischia di ridurre la domanda; abbassarlo sostiene l'occupazione, ma comprime il rendimento. Non esiste una soluzione ottimale stabile, perché la domanda cambia con la stagione, il giorno della settimana, la composizione del mercato. Il risultato è che prezzo e occupazione si muovono in direzioni spesso opposte, e la performance operativa dipende da quanto bene una struttura riesce a bilanciare i due (Chattopadhyay & Mitra, 2019) (Pan, 2007).

Per leggere come una struttura gestisce questo equilibrio nella pratica, il settore dispone di diversi indicatori di performance. Quelli più diffusi sono tre, anche se nessuno di essi esaurisce da solo la valutazione della performance operativa, ciascuno cattura una dimensione del problema, ma lascia scoperta almeno un'altra.

- *Occupancy rate*: misura la quota di camere occupate sul totale di quelle disponibili. È utile perché mostra il grado di utilizzo della capacità ricettiva. Da solo, però, non basta: un'elevata occupazione può anche essere il risultato di politiche di prezzo troppo aggressive, che sostengono i volumi ma comprimono il rendimento unitario (Chattopadhyay & Mitra, 2019).
- *ADR (Average Daily Rate)*: indica il prezzo medio delle camere vendute. È utile perché segnala la capacità della struttura di collocare il prodotto a un certo livello tariffario. Anche questo indicatore, tuttavia, va interpretato con cautela: un ADR elevato non implica necessariamente una buona performance se è accompagnato da una bassa occupazione (Chattopadhyay & Mitra, 2019).
- *RevPAR (Revenue Per Available Room)*: rapporta il ricavo camere alla capacità disponibile e, per questo, mette insieme prezzo e occupazione. È l'indicatore più usato proprio perché consente di cogliere in una sola misura il risultato economico

della gestione delle camere. Rispetto ai due precedenti, offre quindi una lettura più completa del rendimento della capacità ricettiva (Chattopadhyay & Mitra, 2019).

Questi indicatori permettono di analizzare tre aspetti strettamente collegati: la pressione della domanda sulla capacità disponibile, la qualità del pricing e il rendimento medio per camera. Tuttavia, Brown e Dev ricordano che il RevPAR, non esaurisce la valutazione della performance, perché considera solo il ricavo delle camere e non incorpora né i ricavi degli altri reparti né la struttura dei costi necessaria a produrre quel risultato; nel settore esso rappresenta soprattutto un indicatore chiave riguardante la gestione operativa del business ricettivo, più che una misura completa della redditività complessiva (Altin, et al., 2018) (Brown, et al., 2016).

Gli indicatori appena descritti offrono una lettura utile della performance operativa, ma restano misure parziali se non vengono lette insieme al profilo di rischio del settore. Nel comparto ricettivo, infatti, la performance non dipende solo dalla qualità della gestione interna, ma anche da una struttura economica che rende l'impresa particolarmente esposta alle oscillazioni della domanda e alle condizioni del contesto. La rigidità della capacità, il peso dei costi di struttura e la forte sensibilità ai flussi fanno sì che anche variazioni relativamente contenute dell'occupazione o del prezzo possano riflettersi rapidamente sui risultati; per questo, più che in altri settori, gli indicatori operativi vanno letti insieme ai rischi che caratterizzano il modello di business (Hodari, et al., 2017) (Newell & Seabrook, 2006).

In modo sintetico, i principali rischi del settore possono essere ricondotti a cinque profili.

- Rischio di capacità: l'hotel lavora su una capacità rigida nel breve periodo. Le camere disponibili sono limitate e la capacità non utilizzata in una certa notte è perduta. Questo rende il business particolarmente esposto agli squilibri tra offerta disponibile e domanda effettiva (Pan, 2007).
- Rischio di domanda: i risultati dipendono in misura diretta dal volume di domanda che il mercato riesce ad assorbire. Una flessione della domanda si traduce rapidamente in minore occupazione e in pressione sui prezzi, con effetti immediati sui ricavi operativi (Chattopadhyay & Mitra, 2019).
- Rischio di stagionalità: nel settore alberghiero la domanda non si distribuisce in modo uniforme nel tempo. Le differenze tra alta e bassa stagione incidono sia

sull'occupazione sia sulle politiche tariffarie, rendendo più instabile il profilo dei ricavi (Chattopadhyay & Mitra, 2019) (Hodari, et al., 2017).

- Rischio operativo: il peso dei costi fissi e di struttura amplifica gli effetti delle oscillazioni dei ricavi. Quando l'occupazione si riduce, una parte rilevante dei costi rimane invariata, con un impatto più che proporzionale sulla redditività (Pan, 2007) (Hodari, et al., 2017).
- Rischio esterno o macroeconomico: il comparto è fortemente influenzato da condizioni che sfuggono al controllo dell'impresa, come shock geopolitici, crisi sanitarie, cicli economici, cambiamenti nei mercati turistici o più in generale nel contesto competitivo e finanziario. Per questo gli hotel presentano una volatilità dei flussi di cassa superiore a quella di altri comparti immobiliari (Hodari, et al., 2017) (Newell & Seabrook, 2006).

Questi tratti strutturali hanno un'implicazione diretta per la tesi. Un settore con alta leva operativa e domanda variabile reagisce in modo amplificato agli shock esterni, sia positivi che negativi. Per questo motivo i mega-eventi diventano rilevanti in una prospettiva economico-finanziaria, perché se riescono, ad esempio, a modificare la domanda o ad attenuare la stagionalità, i loro effetti non si limitano ai ricavi di breve periodo, ma possono riflettersi in modo strutturale sul profilo di rischio e sulla valutazione degli asset ricettivi.

1.2.3 Flussi turistici, performance operativa e valore degli asset ricettivi

I flussi turistici incidono sul valore di un asset ricettivo solo attraverso una serie di passaggi intermedi. Prima si traducono in domanda effettiva per le strutture, poi questa domanda si riflette su occupazione, prezzi e ricavi, e solo attraverso questi risultati operativi può incidere sulla redditività e, in ultima analisi, sul valore dell'investimento.

Il primo passaggio è relativamente diretto. Quando una struttura ricettiva vende più camere o riesce ad applicare tariffe più alte, gli indicatori di performance migliorano. Bisogna sottolineare che oltre ad essere il volume dei flussi a determinare questo risultato conta anche la composizione della domanda, perché segmenti diversi hanno disponibilità a pagare diverse e si distribuiscono in modo diverso nel calendario. Sainaghi e Mauri mostrano che nel mercato milanese la domanda si struttura attorno a segmenti con comportamenti distinti: i clienti business si concentrano nei giorni lavorativi feriali, mentre i visitatori che viaggiano per piacere e i partecipanti a fiere seguono logiche diverse, distribuendosi rispettivamente sui weekend e sui periodi fieristici (Sainaghi & Mauri, 2018). Questa segmentazione determina sia quando le camere vengono vendute sia il loro prezzo, il che significa che una variazione nei flussi che altera la composizione della domanda produce effetti su occupazione, ADR e RevPAR che non sono leggibili guardando solo ai volumi complessivi. La composizione temporale della domanda è quindi una dimensione autonoma della performance; ad esempio una struttura con flussi concentrati in poche settimane lavora con un profilo operativo molto più instabile rispetto a una con domanda distribuita nel calendario, e questa instabilità ha conseguenze dirette sui ricavi e sui margini.

Una buona performance operativa non coincide automaticamente con una buona redditività. La performance operativa riguarda la capacità della struttura di vendere, cioè quante camere riesce a riempire e a quale prezzo, ed è ciò che collegano gli indicatori già richiamati. Con la redditività ci si sposta su un piano di analisi più completo, riguarda quanto resta di quei ricavi dopo aver coperto i costi necessari a produrli, e quindi del risultato economico più che del rendimento commerciale.

Sainaghi e Mauri inseriscono questa differenza in una distinzione più ampia, articolata su tre piani di analisi. Il piano operativo poggia sugli indicatori di vendita e reagisce rapidamente alle variazioni di breve periodo. Il piano finanziario, che introduce costi, margini e capitale investito e fornisce per questo una lettura più completa del risultato.

Resta un terzo piano, quello organizzativo, meno pertinente in questa sede, che riguarda la capacità dell'impresa di adattarsi e di restare competitiva nel tempo (Sainaghi & Mauri, 2018). La redditività di cui si parla qui appartiene al piano finanziario, perché è il punto in cui i ricavi della gestione vengono confrontati con i costi che li hanno resi possibili.

Il motivo per cui piano operativo e piano finanziario non si sovrappongono sta nella struttura dei costi del comparto. Nel settore ricettivo una quota rilevante di questi costi è fissa e non diminuisce quando l'occupazione cala, la maggior parte dei costi legati al personale e all'immobile vanno comunque sostenuti, ne consegue una leva operativa elevata, per cui il risultato economico reagisce in modo amplificato alle oscillazioni dei ricavi. Una struttura con buona occupazione può così chiudere con margini modesti se le tariffe non coprono quella base di costi, e per la stessa ragione un RevPAR elevato, da solo, non basta a stabilire se l'albergo stia davvero producendo reddito.

Ai fini della tesi il passaggio maggiormente rilevante è il terzo, quello da redditività a valore dell'asset. Le strutture ricettive come gli hotel non sono immobili passivi in quanto il loro valore oltre a dipendere chiaramente anche dalla struttura dell'edificio o dalla localizzazione, in misura rilevante dipende anche dai flussi operativi che la struttura riesce a generare. Hodari e coautori affermano che investire in un asset alberghiero significa investire sia nella proprietà dell'immobile sia nella gestione aziendale di esso e che le due principali fonti di ritorno dell'asset sono il reddito operativo corrente e il prezzo di cessione finale. Aggiungono inoltre che la struttura gestionale dell'hotel può incidere sulla performance operativa e, potenzialmente, anche sulla valutazione dell'asset, ma che questo secondo profilo è stato meno studiato rispetto agli effetti sulla gestione. Nel settore è diffusa la convinzione che gli hotel venduti senza contratti di locazione o di management possano ottenere prezzi di cessione più elevati, ma secondo Hodari questa relazione non è confermata dai dati, ma anzi in molti casi la presenza di un contratto di gestione o di locazione attivo può essere valutata positivamente dagli investitori perché offre continuità gestionale e minore incertezza (Hodari, et al., 2017).

Ciò è coerente quanto osservato da Newell e Seabrook, che descrivono settore alberghiero come una *hybrid asset class*, nella quale si combinano rischio immobiliare e rischio d'impresa. Questo perché rispetto ad altri comparti immobiliari, in quello in questione sono presenti caratteristiche più vicine a quelle di un'attività operativa, cash flow più instabili, rendimenti corretti per il rischio più bassi e scarso supporto da investitori istituzionali (Newell & Seabrook, 2006).

Se i flussi operativi determinano il valore dell'asset, allora qualsiasi shock che modifichi in modo strutturale occupazione, tariffe o margini ha implicazioni che vanno oltre i ricavi di breve periodo. Un mega-evento può modificare la domanda turistica di una destinazione, variarne la stagionalità o alterarne il profilo di rischio percepito dagli investitori. Attraverso la catena descritta in questo paragrafo, quegli effetti si propagano fino alla valutazione degli asset, come e in quali condizioni questo accade è la domanda a cui i capitoli successivi cercano di rispondere.

1.3 Struttura economico-finanziaria del mercato immobiliare

1.3.1 Perimetro economico del mercato immobiliare

Con mercato immobiliare si indica l'insieme degli scambi e delle relazioni economiche che hanno per oggetto i beni immobili e i diritti ad essi collegati. Si tratta, quindi, di un mercato discretamente ampio nel quale rientrano l'utilizzo degli spazi, il trasferimento della proprietà, la produzione di reddito e la valorizzazione patrimoniale degli immobili. Non va quindi ridotto in modo semplicistico né al mercato delle abitazioni né del semplice insieme delle compravendite di edifici,

Sul piano giuridico, il riferimento di base è la nozione di bene immobile data dall'art. 812 del codice civile "Sono beni immobili il suolo, le sorgenti e i corsi d'acqua, gli alberi, gli edifici e le altre costruzioni, anche se unite al suolo a scopo transitorio, e in genere tutto ciò che naturalmente o artificialmente è incorporato al suolo. Sono reputati immobili i mulini, i bagni e gli altri edifici galleggianti quando sono saldamente assicurati alla riva o all'alveo e sono destinati ad esserlo in modo permanente per la loro utilizzazione. Sono mobili tutti gli altri beni." Tuttavia, ai fini di questa tesi, rileva soprattutto la dimensione economica del mercato immobiliare, inteso come insieme degli scambi relativi a beni immobili eterogenei, localizzati e scarsamente liquidi, il cui valore dipende da caratteristiche fisiche, localizzative, reddituali e finanziarie.

Il mercato immobiliare non può essere considerato un mercato unico o perfettamente omogeneo. È piuttosto un insieme di mercati estremamente segmentati, nei quali la localizzazione incide in modo decisivo, poiché gli immobili sono per definizione non sono trasferibili da un luogo all'altro e ciascun bene risponde a una domanda specifica. La segmentazione territoriale non va intesa a livello di città o comune, anche all'interno della stessa area urbana, se sufficientemente grande, esistono numerosi submercati distinti. Si deve considerare anche una segmentazione di mercato sulla base della destinazione d'uso e delle caratteristiche fisiche e funzionali dell'immobile. Si possono distinguere ad esempio il residenziale, gli uffici, il retail, l'industriale, l'hospitality e altri comparti che intercettano infatti domande differenti e che non sono facilmente sostituibili tra loro (Geltner, et al., 2010).

La natura segmentata del mercato immobiliare si comprende meglio se si considera la duplice funzione economica dell'immobile, come bene d'uso e come bene patrimoniale. Geltner propone una distinzione in due tipologie di mercati. Lo *space market*, cioè il

mercato dell'uso dello spazio: è il mercato nel quale famiglie, imprese e altri soggetti domandano immobili per abitare, lavorare, vendere beni o svolgere attività ricettive, mentre i proprietari offrono tali spazi in locazione o comunque in godimento. In questo mercato il prezzo rilevante è il corrispettivo per l'uso temporaneo dell'immobile, cioè il canone o la rendita d'uso. L'*asset market*, cioè il mercato nel quale l'immobile viene considerato come bene patrimoniale e oggetto di investimento: qui non rileva soltanto l'utilità diretta dello spazio, ma soprattutto la capacità dell'asset di generare reddito, conservare valore nel tempo ed entrare nelle scelte di allocazione del capitale. La distinzione proposta da Geltner mostra che il real estate opera contemporaneamente come bene d'uso e come attività patrimoniale, e che queste due dimensioni, pur distinte, sono strettamente collegate (Geltner, et al., 2010).

Il mercato immobiliare si distingue da altri mercati per alcune caratteristiche strutturali che ne condizionano il funzionamento:

- *Localizzazione*: ogni immobile è legato in modo permanente a un luogo specifico quindi il suo valore economico dipende in misura decisiva dal contesto territoriale in cui è inserito.
- *Eterogeneità*: gli immobili presentano numerose caratteristiche differenti, che rendono difficile un confronto perfetto tra beni anche apparentemente simili.
- *Illiquidità*: gli scambi richiedono un processo di negoziazione più complesso rispetto a quello di mercati più omogenei e in cui i beni scambiati presentano minori complessità, di conseguenza i tempi si allungano e i costi di transazione crescono.

A queste caratteristiche si collega anche un profilo di scarsità, particolarmente evidente nelle localizzazioni più attrattive, dove la disponibilità di suolo e di immobili ben collocati è per definizione limitata. In questo quadro, l'illiquidità del mercato immobiliare tende inoltre ad accentuarsi nelle fasi di maggiore incertezza e volatilità (Geltner, et al., 2010) (He, et al., 2018).

Letto in questa prospettiva, il mercato immobiliare non è soltanto un luogo di scambio, ma anche una componente del funzionamento economico dei territori. Crevoisier e coautori insistono sul fatto che il real estate abbia assunto un ruolo sempre più centrale nello sviluppo di città e regioni e che non possa più essere considerato soltanto come attività passiva, derivata da altri processi economici (Crevoisier, et al., 2025). In alcuni

contesti, infatti, l'ambiente costruito partecipa direttamente alla capacità di attrarre residenti, studenti, lavoratori temporanei, turisti e consumatori mobili. Il real estate, quindi, non segue soltanto lo sviluppo territoriale, ma può contribuire ad orientarlo, sia come effetto delle trasformazioni economiche sia come loro possibile catalizzatore. Questo passaggio è importante per la presente ricerca, perché permette di collegare il mercato immobiliare alla dimensione territoriale entro cui, successivamente, verranno letti gli effetti economici dei mega-eventi.

Il perimetro rilevante per questa tesi coincide con alcuni segmenti specifici del mercato immobiliare. Il residenziale, inteso come insieme delle forme contemporanee del living, sempre più articolate per tipologia di domanda (Confindustria Assoimmobiliare, 2025). Il segmento turistico-ricettivo, perché è quello in cui il legame tra immobile, attrattività del territorio e flussi temporanei di popolazione risulta più immediato (Crevoisier, et al., 2025). Il commerciale, rilevante anche nella misura in cui intercetta la capacità di spesa generata dal contesto urbano e turistico. I numerosi altri settori del real estate restano sullo sfondo, utili come termini di confronto. L'analisi si concentra quindi dove l'uso dell'immobile e il suo valore patrimoniale si legano più chiaramente alle trasformazioni del territorio e, più avanti, agli effetti dei mega-eventi.

1.3.2 Prezzo, valore e rendimento degli asset

Prezzo, valore, reddito e rendimento sono concetti che nel linguaggio corrente vengono spesso usati in modo errato e come fossero termini intercambiabili. In ottica economico-finanziaria, però, identificano ognuna un dato chiaro e ben distinto dagli altri.

Il prezzo è il dato monetario osservabile nello scambio, cioè il corrispettivo effettivamente pagato o richiesto per un immobile in un determinato momento e in specifiche condizioni di mercato. Per valore si intende invece una stima economica più ampia, fondata sulla capacità dell'immobile di generare benefici economici futuri. Secondo Geltner il valore di un asset immobiliare riflette la percezione che i potenziali investitori riguardo al livello e alla rischiosità dei cash flow che la proprietà può generare nel corso del tempo (Geltner, et al., 2010). In un mercato efficiente i due tenderebbero a convergere, ma nella realtà prezzo e valore si discostano spesso, specialmente nei periodi di incertezza o in presenza di elevata asimmetria informativa riguardo al bene immobile. Il reddito indica il flusso economico prodotto dall'asset nel tempo, solitamente in forma di reddito netto derivante dall'utilizzo o dalla locazione dell'immobile. Il rendimento, invece, misura la performance dell'investimento in rapporto al capitale impiegato e comprende sia la componente reddituale sia l'eventuale variazione del valore patrimoniale del bene (MSCI, 2025).

Quando l'immobile viene considerato come asset il suo valore si forma sulla base dei benefici economici che l'investitore si attende di ottenere nel tempo. Ciò che orienta gli investitori nelle decisioni è la capacità dell'immobile di produrre cash flow più che le sue caratteristiche fisiche qualitative. Il prezzo pagato per un immobile dovrebbe, quindi, riflettere il valore attuale dei benefici economici attesi, scontati al rendimento richiesto dal mercato. In questo contesto si colloca il *capitalization rate* (o *cap rate*) che è un indicatore sintetico del rapporto tra reddito corrente e valore o prezzo dell'asset. Consente di leggere in modo immediato quale rendimento corrente il mercato associa a un determinato asset e, quindi, di orientare il confronto tra immobili diversi o tra diverse opportunità di investimento (Geltner, et al., 2010).

La stessa logica si riflette nel modo in cui si misurano i rendimenti immobiliari. Nelle metriche MSCI la misura più ampia è il *total return*, cioè il rendimento complessivo dell'investimento, che combina una componente reddituale e una componente patrimoniale. La prima coincide con l'*income return*, vale a dire il rendimento derivante

dal reddito netto prodotto dall'immobile nel periodo considerato. La seconda coincide con la *capital growth*, cioè la variazione del valore del bene nel tempo. La distinzione tra i due mostra che la performance di un investimento immobiliare dipende sia dalla rendita dell'asset e sia dalle prospettive di rivalutazione, e che il giudizio complessivo sull'investimento nasce dalla loro combinazione (MSCI, 2025).

Il rendimento richiesto dagli investitori incorpora anche una componente di rischio. Come emerge da Geltner, il valore di un asset immobiliare dipende anche dal rendimento richiesto dagli investitori, che a sua volta riflette il costo-opportunità del capitale, le aspettative di crescita e il profilo di rischio del bene (Geltner, et al., 2010). Ne segue che, a parità di reddito atteso, un immobile percepito come più rischioso tenderà a essere valutato meno, perché il mercato richiederà una remunerazione maggiore e quindi verrà scontato a un tasso maggiore. Nel real estate il rischio comprende una serie di fattori, tra cui la volatilità del prezzo e dei cash flow, l'imprevedibilità di alcuni oneri di gestione o l'illiquidità del mercato nel momento in cui si vuole uscire dall'investimento. Su quest'ultimo aspetto He e coautori mostrano che alcuni di questi fattori di rischio sono tra loro collegati. Maggiore volatilità e maggiore incertezza tendono, infatti, a ridurre la liquidità dell'asset, rendendo più difficile lo scambio e accrescendo il premio richiesto dagli operatori (He, et al., 2018).

Gli stessi principi si riflettono negli indicatori usati nella pratica. Le *yield measures* (misure di rendimento) rappresentano in forma sintetica il rapporto tra reddito e valore del bene. In particolare, il *net initial yield* esprime il rendimento iniziale netto dell'immobile in rapporto al suo valore, mentre il *net operating income yield* collega il reddito operativo netto al valore dell'asset (MSCI, 2025). Nessuno di questi indicatori va però letto in isolamento, perché la redditività immobiliare è sempre condizionata da una serie di fattori operativi e di mercato che variano da asset a asset. Il rendimento di un immobile è quindi il risultato di più variabili che si combinano, e non una misura fissa ricavabile meccanicamente dal solo flusso di cassa corrente

Prezzo, valore, reddito e rendimento sono grandezze strettamente collegate, ma non coincidenti, e tenerle distinte è utile ogni volta che si valuta un immobile in ottica di investimento. Quello che conta non è il dato di scambio preso da solo, ma la combinazione di flussi attesi, rischio e condizioni finanziarie che ne determina il valore patrimoniale.

1.3.3 Determinanti del mercato immobiliare e implicazioni patrimoniali

Chiarito che il valore di un immobile, in ottica di investimento, dipende dalle condizioni economiche e finanziarie che ne sostengono la redditività, il passaggio successivo consiste nel capire quali variabili muovano concretamente il mercato immobiliare e come si trasmettano alle principali grandezze che ne esprimono il funzionamento. In questa prospettiva, il tema non è più definire prezzo, valore e rendimento, ma si vuole spiegare da quali fattori essi vengano influenzati.

Un determinante centrale del mercato immobiliare è sicuramente la domanda di spazio, cioè la presenza dei soggetti che desiderano immobili da affittare o da acquistare. Quando in uno specifico segmento di mercato la domanda aumenta, cresce la pressione sui canoni e si riduce la disponibilità di spazi; quando invece cala, il mercato tende a mostrare più sfitto e una diminuzione della capacità reddituale degli immobili. La domanda come fattore, intesa come fattore che influenza il mercato immobiliare, non va osservata solamente in senso statico osservando semplicemente la quantità di immobili richiesti in uno specifico momento, ma va analizzata in senso dinamico osservando anche quelle che sono le prospettive che gli operatori del settore anno sul suo andamento futuro. Geltner sottolinea che le prospettive future dei redditi immobiliari dipendono in larga misura dall'evoluzione dello *space market* che a sua volta è impattato dalle dinamiche della popolazione e dinamiche economiche dell'area geografica in cui si colloca il mercato. Queste dinamiche, quindi, non incidono soltanto sull'utilizzo dello spazio, ma anche, in modo indiretto, sul valore patrimoniale degli asset, perché influenzano i cash flow che l'investitore si attende di ottenere e quindi impattano l'*asset market* (Geltner, et al., 2010).

Accanto alla domanda, un'altra determinante centrale è sicuramente l'offerta. In questo ambito ciò che conta maggiormente è la quantità di nuove unità che è possibile costruire e, ancora di più, le condizioni e i vincoli a cui tale costruzione è soggetta. Gyourko e Molloy mostrano che, soprattutto nel comparto residenziale, l'offerta è fortemente influenzata dalla regolazione locale dell'uso del suolo, che può limitare la densità edificatoria, la dimensione dei lotti, le altezze e più in generale le possibilità di sviluppo. Sempre secondo gli autori questi vincoli incidono su quanta nuova offerta viene prodotta, su dove si colloca e su come si sviluppa, e possono rendere l'offerta meno elastica rispetto agli shock di domanda. Dove le restrizioni sono più severe, la crescita della domanda tende ad alzare i prezzi piuttosto che a stimolare nuova costruzione. (Gyourko & Molloy, 2014)

L'offerta immobiliare, inoltre, non reagisce in modo lineare alle variazioni della domanda anche per ragioni propriamente economiche. Come osserva Geltner, quando la domanda cresce il nuovo spazio non può essere immesso in fretta, perché la costruzione richiede tempo, perché la costruzione richiede tempo. Nella direzione contraria questa rigidità dell'offerta è ancora più marcata, quando la domanda si indebolisce, lo stock già realizzato non può ridursi in tempi brevi e, anzi, tendenzialmente gli immobili esistenti restano sul mercato anche se risultano in eccesso rispetto alle esigenze correnti. Questo perché anche in casi in cui a seguito di un calo della domanda gli immobili restano sfitti l'onere di abbattere un immobile eliminandolo dal mercato supera solitamente il costo di tenerlo sfitto. Il riequilibrio dei prezzi non avviene, quindi, tramite un adattamento più o meno immediato dell'offerta come avviene in altri mercati, ma tende a passare attraverso un aumento degli spazi sfitti e, soprattutto, attraverso correzioni dei canoni, che nelle fasi di rallentamento possono risultare anche marcate (Geltner, et al., 2010).

Sul piano finanziario e patrimoniale operano variabili che incidono in modo più diretto sull'immobile. Nell'asset market il prezzo che gli investitori sono disposti a pagare per un immobile riflette il reddito corrente insieme al costo-opportunità del capitale, alle aspettative di crescita dei redditi futuri e al rischio percepito (Geltner, et al., 2010). Ne deriva che i tassi di interesse, le condizioni generali dei mercati finanziari, la disponibilità di capitale e l'avversione al rischio degli investitori incidono direttamente sui *cap rates* e, quindi, sui valori patrimoniali. A parità di reddito immobiliare, una diminuzione del rendimento richiesto dal mercato tende ad aumentare il prezzo dell'asset mentre un aumento del rischio o del rendimento richiesto tende a comprimerlo. Bisogna però puntualizzare che non tutti i determinanti passano prima attraverso lo *space market* perché alcune variabili finanziarie agiscono direttamente sulla valutazione patrimoniale, anche quando i canoni correnti restano invariati.

Le condizioni del territorio e il quadro istituzionale in cui il mercato si sviluppa rappresentano l'ultimo insieme di determinanti oggetto di analisi. Crevoisier sottolinea che il real estate non deve essere interpretato solamente come semplice settore passivamente indotto da altri processi, perché in molti contesti contribuisce ad attrarre residenti, studenti, turisti e altri consumatori mobili, e può agire sia come effetto dello sviluppo territoriale sia come suo catalizzatore (Crevoisier, et al., 2025). Ne deriva che i determinanti del mercato immobiliare vanno oltre le variabili di domanda e offerta in senso stretto e chiamano in causa anche il tipo di economia territoriale in cui gli immobili

sono inseriti e dal grado di connessione con circuiti di investimento più ampi. In aree immobiliari di tipo residenziale o turistiche l'ambiente costruito incide direttamente sull'attrattività locale e, quindi, sulla capacità degli immobili di sostenere redditi e valori; in altre zone, invece, il real estate resta più strettamente dipendente dalle attività economiche dominanti del posto.

Considerati insieme, questi determinanti si trasmettono alle principali grandezze economico-finanziarie del mercato immobiliare attraverso canali differenti. Le variazioni della domanda di spazio agiscono soprattutto sul grado di utilizzo degli immobili, incluso il livello di sfritto, e quindi sui canoni. Le variazioni dell'offerta, e in particolare i vincoli che ne irrigidiscono l'elasticità, incidono sulla scarsità relativa e quindi sulla dinamica di rendite e prezzi. Le variabili finanziarie agiscono in modo più diretto sul valore patrimoniale e sui cap rates, modificando il rapporto tra reddito prodotto e prezzo dell'asset (Geltner, et al., 2010). Quando, ad esempio, cresce la domanda in un mercato con offerta rigida, i canoni tendono a salire e questo migliora i cash flow attesi; se nello stesso momento il rendimento richiesto dagli investitori resta contenuto, la compressione dei cap rates amplifica ulteriormente l'aumento dei valori. Viceversa, in presenza di shock negativi della domanda o di un aumento del rischio il processo può invertirsi perché cresce la quota di spazi non occupati, aumentano le concessioni ai conduttori, si riducono i ricavi, i rendimenti richiesti salgono e i prezzi tendono a indebolirsi.

Emergono anche delle implicazioni patrimoniali e distributive dei movimenti immobiliari. Il contributo di Sodini è particolarmente utile perché mostra che la proprietà della casa non produce soltanto un diverso status abitativo, ma può incidere in modo diretto sulla formazione della ricchezza delle famiglie. L'apprezzamento dei prezzi accresce il patrimonio e il reddito dei proprietari; al tempo stesso, la disponibilità di garanzie immobiliari amplia la capacità di indebitamento e consente una maggiore possibilità di stabilizzare i consumi nel tempo (Sodini, et al., 2016). I movimenti del mercato immobiliare, quindi, non sono neutrali. Chi possiede asset immobiliari può beneficiare dell'aumento delle rendite e dei valori immobiliari, mentre chi resta escluso dalla proprietà è costretto a subire l'aumento dei costi abitativi senza ottenere gli stessi vantaggi patrimoniali. Il real estate, in questo modo, agisce anche come meccanismo che distribuisce in modo differenziato ricchezza e opportunità economiche, e non si esaurisce nella sua veste di mercato di beni.

Anche su scala urbana e territoriale questi effetti non sono privi di conseguenze più ampie. Crevoisier mostra che la trasformazione di terreni ed edifici in asset finanziari modifica il ruolo del real estate nello sviluppo locale, inserendo i territori in circuiti di capitale che possono rafforzare alcune localizzazioni e attrarre nuovi investimenti (Crevoisier, et al., 2025). Gli effetti, però, non sono uniformi. La valorizzazione può accrescere il valore di determinati spazi urbani e consolidarne l'attrattività, ma in altri casi finisce per accentuare le differenze tra territori e tra gruppi sociali, soprattutto quando la dimensione patrimoniale del bene immobile entra in tensione con la sua funzione d'uso. Si può, quindi, affermare che il mercato immobiliare incide sui prezzi e, allo stesso tempo, sulla distribuzione della ricchezza immobiliare e, più in generale, sul modo in cui i benefici patrimoniali si ripartiscono tra soggetti e territori.

Comprendere i determinanti del mercato immobiliare è essenziale per leggere correttamente i suoi movimenti. Ciascuno di questi determinanti raggiunge il mercato in modo diverso, con effetti che si distribuiscono in misura diversa sullo *space market* e sull'*asset market*. È anche per questo che shock esterni o eventi eccezionali, inclusi i mega-eventi, possono incidere in modo rilevante sul mercato immobiliare solo nella misura in cui passano attraverso questi meccanismi e ne modificano gli equilibri.

1.4 Meccanismi di trasmissione dei mega-eventi

1.4.1 Il mega-evento come shock economico-territoriale

Dopo aver definito che cosa si intende per megaevento e aver chiarito il perimetro dei due mercati centrali della tesi, quello del turismo e hospitality e quello immobiliare, è necessario comprendere in che modo un mega-evento possa incidere sul territorio e sulla sua economia. L'intento di questo paragrafo non è ancora quello di misurare e spiegare gli effetti del mega-evento, ma di costruire una cornice teorica riguardante i meccanismi di trasmissione di quegli effetti funzionale alla comprensione dei passaggi successivi.

Innanzitutto si può inquadrare il mega-evento come uno shock economico-territoriale, cioè un fenomeno straordinario che, in un arco temporale relativamente definito e tutto sommato breve, concentra in quel territorio flussi di visitatori, visibilità mediatica, investimenti e trasformazioni materiali. Questa lettura trova un fondamento nella definizione di Müller, già analizzata nel primo paragrafo, secondo cui un evento diventa “mega” proprio per la compresenza di attrattività verso i visitatori, portata mediatica, costi e impatto trasformativo (Müller , 2015).

Il termine “shock” va però interpretato con cautela, non è da intendersi come un fenomeno improvviso o incontrollabile, ma al contrario, è previsto e programmato con largo anticipo. Dansero e Mela sottolineano che il grande evento è caratterizzato da una collocazione certa nello spazio e nel tempo perché si sa quando si svolgerà e quali aree saranno direttamente coinvolte dalla sua organizzazione ed è proprio questa certezza della scadenza a renderlo particolare, perché costringe il territorio ospitante ad arrivare pronto a una data già fissata, e ciò tende a comprimere in pochi anni investimenti che in condizioni ordinarie potrebbero svilupparsi più lentamente. Più che uno shock inatteso, il mega-evento può quindi essere visto come una discontinuità programmata (Dansero & Mela, 2006).

La programmazione del mega-evento oltre ad accelerare processi e cambiamenti economici e territoriali già presenti oppure innescarne di nuovi sicuramente ne condiziona la tempistica. Müller osserva che gli investimenti collegati ai grandi eventi sono spesso sottoposti alla logica della scadenza; opere e infrastrutture devono essere completate entro il momento della manifestazione, con effetti sulle priorità pubbliche, sui tempi di realizzazione e talvolta anche sui costi (Müller , 2015). Il caso di Torino 2006 analizzato da Mancini e Papini mostra chiaramente che negli anni precedenti alle Olimpiadi furono

realizzati interventi su impianti sportivi, strutture dedicate all'evento, viabilità e opere pubbliche connesse (Mancini & Papini, 2021). Il punto ora non è stabilire se tali investimenti abbiano prodotto benefici durevoli, ma constatare la loro presenza e il fatto che il mega-evento possa modificare il ritmo ordinario della trasformazione territoriale e della programmazione politica degli interventi.

Il primo ambito in cui questa discontinuità si nota è nella domanda del settore turistico. Nelle settimane dell'evento arrivano nell'area spettatori, accompagnatori, delegazioni, giornalisti e personale dell'organizzazione, e questo grande afflusso concentrato in poco tempo fa tendenzialmente crescere la richiesta di servizi. Per le imprese ricettive si tratta di un aumento di domanda che, almeno nel breve periodo, può tradursi in tassi di occupazione più alti e nella possibilità di applicare tariffe maggiori, quindi in ricavi superiori rispetto a un periodo normale. Mancini e Papini osservano che proprio l'incremento dei flussi turistici è tra i benefici più spesso attesi dai grandi eventi sportivi, sia durante la manifestazione sia in alcuni casi negli anni successivi, quando la maggiore visibilità della destinazione continua ad attirare visitatori (Mancini & Papini, 2021). Questo chiaramente non implica che ogni mega-evento ottenga lo stesso risultato, sottintende però che il mercato turistico sia uno dei primi ambiti in cui lo shock può rendersi visibile.

Accanto alla domanda turistica, è di estrema importanza anche la trasformazione fisica del territorio, legata alla realizzazione di nuove infrastrutture e strutture turistiche funzionali al mega-evento. Dansero e Mela osservano che l'eredità del grande evento può trasformarsi in capitale territoriale locale, in quanto le opere realizzate non coincidono soltanto con le sedi della manifestazione, ma possono riguardare infrastrutture e servizi che restano anche dopo la sua conclusione (Dansero & Mela, 2006). Questo aspetto è importante per una tesi che guarda anche al mercato immobiliare, perché interventi sulla struttura urbana di una città come il miglioramento della sua dotazione infrastrutturale possono modificare il valore percepito e l'attrattività di alcune aree. Non significa che ogni opera produca automaticamente una valorizzazione, anzi in alcuni casi possono comportare anche delle perdite, ma che il mega-evento può intervenire sulle condizioni territoriali che stanno alla base delle dinamiche immobiliari.

Un altro elemento centrale è la visibilità, in quanto il mega-evento non viene vissuto solo da chi è fisicamente presente, ma anche da un pubblico molto più ampio raggiunto attraverso i media. Müller considera la portata mediatica una componente essenziale del

concetto di mega-evento (Müller , 2015); Dansero e Mela parlano, in modo simile, di una sovraesposizione delle località ospitanti, che può contribuire a rafforzare l'immagine e la sua riconoscibilità (Dansero & Mela, 2006). Tuttavia, la visibilità non si traduce automaticamente in sviluppo economico: può aprire opportunità, il cui consolidamento dipende dalla capacità del territorio di sfruttarle nel tempo.

A questo si collega anche il tema delle aspettative. L'assegnazione e la preparazione di un mega-evento possono modificare il modo in cui gli attori locali guardano al territorio ospitante; infatti l'idea che una città migliori le proprie infrastrutture o la propria immagine può influenzare decisioni economiche già nella fase precedente allo svolgimento dell'evento. Dansero e Mela insistono sul fatto che il grande evento non produce solo trasformazioni materiali, ma anche rappresentazioni e progetti di futuro legati al territorio (Dansero & Mela, 2006). Mancini e Papini, dal lato della valutazione economica, invitano però a distinguere tra attese iniziali e risultati effettivi, perché non tutte le promesse associate ai grandi eventi trovano poi conferma ex post (Mancini & Papini, 2021). Per questa tesi il tema delle aspettative è particolarmente rilevante perché turismo e mercato immobiliare possono esserne fortemente influenzati anche prima che gli effetti dell'evento inizino a manifestarsi. Ad esempio la maggior visibilità attesa o i maggiori flussi attesi possono comportare importanti variazioni nelle valutazioni degli asset già prima che essi si verifichino.

Il mega-evento va poi considerato come un processo che si sviluppa in più fasi, non come un accadimento isolato nei giorni della manifestazione. Dansero e Mela distinguono tra un "prima", un "durante" e un "dopo", perché la straordinarietà dell'evento si riflette già nella preparazione e continua nella gestione della sua eredità (Dansero & Mela, 2006). Anche Mancini e Papini, nella loro analisi di Torino 2006, distinguono temporalmente i possibili effetti dell'evento, infatti per alcune variabili considerano già la fase degli investimenti e dei cantieri, mentre per turismo e apertura commerciale assumono come riferimento l'anno dei Giochi (Mancini & Papini, 2021). Lo shock economico-territoriale va quindi letto come un processo, non come un singolo istante.

Anche la distribuzione spaziale ha la sua rilevanza, perché gli effetti di un mega-evento non si diffondono necessariamente in modo uniforme. Dansero e Mela distinguono tra territorio di progetto, cioè quello direttamente interessato dall'organizzazione dell'evento, e territorio di contesto, che può essere coinvolto in modo più indiretto (Dansero & Mela, 2006). Nel caso di un evento diffuso, gli impatti possono quindi

concentrarsi in alcune aree e risultare più deboli in altre. Mancini e Papini scelgono la provincia di Torino come unità di analisi proprio perché le Olimpiadi del 2006 non riguardarono soltanto la città, ma anche diverse località delle valli alpine (Mancini & Papini, 2021).

Non bisogna infine assumere che questo shock produca effetti positivi in modo automatico. L'evento può produrre una discontinuità rilevante, ma i suoi esiti non sono automatici né uniformi, perché dipendono dal contesto in cui si inserisce e dal modo in cui le trasformazioni attivate vengono assorbite nel tempo. Mancini e Papini, analizzando ex post Torino 2006, trovano un aumento del turismo, ma anche un incremento del debito comunale pro capite e nessun miglioramento significativo su variabili spesso richiamate nel dibattito favorevole ai mega-eventi, come valore aggiunto, occupazione e apertura commerciale. Anche sul mercato immobiliare i risultati non indicano un aumento generalizzato dei prezzi (Mancini & Papini, 2021). Questo conferma che il mega-evento può rappresentare una forte discontinuità per il territorio, ma non garantisce da solo una crescita diffusa o duratura. Per la tesi, quindi, è più corretto considerarlo come un fattore capace di attivare pressioni, aspettative e opportunità che si trasmettono attraverso canali specifici, da analizzare nel sottoparagrafo successivo.

1.4.2 I principali canali di trasmissione sui mercati locali

Un mega-evento impatta su più mercati nello stesso periodo, ma attraverso canali distinti che operano in momenti diversi e con intensità diverse a seconda delle caratteristiche dell'evento e del contesto in cui si svolge. Tra questi canali di impatto i tre principali che si possono identificare sono il canale turistico-ricettivo, quello infrastrutturale e territoriale e quello immobiliare-patrimoniale.

La dimensione temporale è rilevante quanto quella spaziale. Le aspettative sull'evento iniziano a modificare comportamenti e prezzi già nella fase di candidatura e poi di assegnazione, prima che qualsiasi trasformazione reale sia avvenuta. Il canale infrastrutturale si attiva soprattutto nella fase preparatoria, con la realizzazione delle opere; quello turistico produce gli effetti più visibili durante l'evento, con possibili ricadute negli anni successivi. Il canale immobiliare incorpora entrambe le componenti, anticipatoria e reattiva, e quindi si presta a essere letto attraverso il framework del paragrafo precedente secondo cui il valore di un asset riflette flussi attesi e rischio percepito, e un mega-evento può modificare entrambi ben prima che le gare inizino.

Il canale turistico-ricettivo è il più diretto. Nelle settimane della manifestazione arriva un afflusso di visitatori legati alle gare, ma l'evento lavora anche sulla notorietà della destinazione, e questo può portare presenze che vanno oltre il periodo delle competizioni. Boto-García e Santana-Gallego osservano che i grandi eventi sportivi rappresentano uno shock di domanda particolarmente forte per turismo e hospitality, e che parte degli effetti si manifesta già prima dello svolgimento, nella fase successiva all'assegnazione (Boto-García & Santana-Gallego, 2026). Anche negli anni di preparazione la maggiore visibilità del territorio può accrescere l'interesse dei visitatori.

Per le imprese ricettive l'aumento della domanda impatta principalmente sul tasso di occupazione delle strutture, che cresce quando i flussi aumentano, e sulle tariffe, che nei periodi di maggiore pressione gli operatori riescono ad alzare. Queste due leve che sono determinate dagli indicatori sull'occupazione e sull'ADR combinandosi determinano la variazione del RevPAR e riescono, quindi, a definire la variazione di performance economica del comparto.

L'arrivo di più turisti non si traduce automaticamente in un guadagno per il territorio. Gli stessi autori segnalano fenomeni di displacement e crowding-out per i quali una parte dei turisti ordinari rinuncia alla destinazione, scoraggiata dai prezzi più alti o dalla

congestione attesa (Boto-García & Santana-Gallego, 2026). Un evento può attrarre nuove presenze e allo stesso tempo allontanarne altre che si sarebbero comunque prodotte, modificando la composizione della domanda e non solo il suo livello.

Il secondo canale passa per gli investimenti e le trasformazioni fisiche del territorio. I mega-eventi, in particolare quelli olimpici, richiedono quasi sempre investimenti ulteriori rispetto a quelli richiesti per i soli impianti sportivi necessari al loro svolgimento. Firgo ricorda che una parte rilevante delle risorse è destinata a infrastrutture generali e trasporti, con impatti che iniziano già nella fase preparatoria dell'evento (Firgo, 2021). Questi interventi possono modificare il funzionamento del territorio in modo più strutturale rispetto a quello che può essere l'impatto dell'aumento dei visitatori e della visibilità, perché migliorano l'accessibilità di alcune aree o ne aumentano l'integrazione con il resto della città o della regione. Il mega-evento può, quindi, modificare la struttura dell'economia locale.

L'autore fa una distinzione tra investimenti infrastrutturali che possono avere una funzione più stabile per il territorio e opere il cui utilizzo successivo è meno certo (Firgo, 2021). Le infrastrutture di trasporto, ad esempio, possono incidere sullo sviluppo regionale in modo diverso rispetto a impianti sportivi molto specializzati. Questa distinzione rileva in modo particolare sul piano finanziario della valutazione dell'impatto degli eventi. Spesso negli investimenti fatti ai fini dei mega-eventi manca una giustificazione di tipo economico o sociale, ad esempio in casi di grandi impianti sportivi con elevati costi di manutenzione che mancano di un uso che li giustifichi. A questo si aggiunge il rischio che i costi di realizzazione superino le previsioni e che parte della spesa venga coperta con debito pubblico locale, un esito che la letteratura *ex post* ha effettivamente rilevato in alcuni casi. In molti altri casi, invece, grandi investimenti infrastrutturali, come possono essere quelli che vengono fatti sul miglioramento dell'accessibilità, possono interessare entrambi i mercati studiati producendo impatti positivi anche sul piano finanziario. Questi possono, da una parte rendere una destinazione turistica più semplice da raggiungere, dall'altra possono aumentare l'attrattiva di alcune località urbane o periurbane.

Il terzo canale, quello immobiliare-patrimoniale, è il punto di arrivo degli altri due, ma viene raggiunto anche direttamente attraverso le aspettative. Il valore di un asset immobiliare, come discusso nel paragrafo 1.3, riflette i flussi di reddito attesi e il rischio percepito; un mega-evento può incidere su entrambe le componenti, facendo crescere le

attese di domanda su certe aree e riducendo l'incertezza su alcune località. Quando questo accade, i valori patrimoniali salgono e i cap rates si comprimono fino a quando i cambiamenti reali si materializzano. Il real estate diventa in questo modo un veicolo attraverso cui la spesa e i capitali legati alla mobilità dei visitatori si radicano nel territorio (Crevoisier, et al., 2025). Per i mercati montani e alpini, dove la domanda immobiliare è già fortemente orientata al turismo, un evento di scala olimpica può amplificare dinamiche che erano già in moto.

Kontokosta, nel suo studio sugli effetti olimpici sui prezzi residenziali, individua i principali fattori attraverso cui l'evento si trasmette al mercato immobiliare: infrastrutture, immagine urbana e domanda abitativa già nella fase preparatoria (Kontokosta, 2012). Quando questi elementi convergono in contesti dove l'offerta è particolarmente rigida, la pressione sui prezzi può essere considerevole. I risultati però variano molto tra contesti diversi, e la coerenza tra scala degli investimenti e pianificazione territoriale fa la differenza (Kontokosta, 2012).

Una crescita dei valori immobiliari, comunque, non porta benefici uniformi. Prezzi più alti possono creare pressioni sull'accessibilità per chi abita in quelle aree e alimentare processi di sostituzione della domanda residenziale. Il canale immobiliare va tenuto presente anche come meccanismo distributivo, non solo come generatore di valore.

I tre canali si influenzano tra loro. Le trasformazioni infrastrutturali modificano l'attrattività del territorio per i visitatori e, in modo meno diretto, condizionano anche le aspettative di chi guarda al mercato immobiliare; l'aumento dei flussi turistici può a sua volta alimentare la domanda di alloggi e orientare nuovi investimenti ricettivi. Questi legami, però, non producono effetti automatici perché l'ordine in cui i canali si attivano, il loro peso relativo e la durata degli effetti dipendono molto dal tipo di evento, dalla struttura economica del territorio e dalla qualità degli investimenti realizzati. Gli eventi invernali in aree alpine partono da condizioni strutturalmente diverse rispetto alle grandi Olimpiadi estive nelle metropoli, e questa differenza di contesto ha già conseguenze sulla lettura degli effetti, come emerge dai risultati che la letteratura ha prodotto su casi diversi.

Nel complesso, i canali richiamati non operano in modo isolato. Un investimento nei trasporti può migliorare l'accessibilità di una destinazione; una destinazione più accessibile può attrarre nuovi visitatori; un'area più frequentata o più visibile può diventare più interessante anche sul piano immobiliare. La relazione, però, non è

meccanica, ma questi passaggi dipendono dalle caratteristiche del territorio e dal modo in cui l'evento si inserisce in processi economici già in corso. In questo modo, il mega-evento può essere letto come un fattore che mette in movimento più mercati nello stesso periodo, ma con effetti che possono essere differenti da caso a caso.

Capitolo II – Evidenze empiriche sugli impatti dei mega-eventi

2.1 Problemi di misurazione e identificazione causale degli impatti

2.1.1 Divario tra stime *ex ante* e risultati *ex post*

Le candidature dei mega-eventi sono sempre accompagnate numerosi documenti contenenti stime apparentemente precise e affidabili su costi, ricavi, presenze turistiche, impatti sull'occupazione, impatti sul PIL locale, ecc. Tuttavia chi produce queste stime ha quasi sempre un interesse diretto nel risultato dell'assegnazione. Tenerlo presente è utile prima di entrare nel merito della letteratura empirica.

I confronti tra le stime prodotte *ex ante* e i risultati misurati *ex post* mostrano un pattern che si ripete con una regolarità più che sospetta. I costi finali sono quasi sempre più alti di quelli previsti, i benefici quasi sempre più bassi. Il divario è ampiamente documentato nella letteratura sul tema e ha caratteristiche che lo rendono riconducibile a un problema strutturale, non a semplici errori tecnici troppo frequenti che modelli migliori potrebbero correggere.

Flyvbjerg e coautori hanno costruito un dataset sistematico sui costi delle Olimpiadi dal 1960 al 2016 e ogni edizione del campione ha registrato uno sforamento di bilancio. Il valore medio è del 172% in termini reali, calcolato sui soli costi direttamente legati allo sport. Il dato cambia se si guarda alla disaggregazione tra Estive e Invernali. Le Estive mostrano un overrun medio del 213%, le Invernali del 142%. Montréal 1976 resta il caso più estremo con uno sforamento del 720%, ma anche Barcellona, Rio, Lake Placid, Lillehammer e Sochi hanno registrato cost overrun tra il 250% e il 350% (Flyvbjerg, et al., 2021). Tra i grandi progetti infrastrutturali le Olimpiadi occupano una posizione particolare, con il cost overrun più alto in assoluto e l'unica categoria in cui tutti i casi registrano uno sforamento, come mostra la Tabella 1.

Tabella 1. Cost overrun per tipologia di grande progetto infrastrutturale

	Roads	Bridges, tunnels	Energy	Rail	Dams	IT	Olympics
Cost overrun	20%	34%	36%	45%	90%	107%	172%
Frequency of cost overrun	9 of 10	9 of 10	6 of 10	9 of 10	7 of 10	5 of 10	10 of 10
Schedule overrun	38%	23%	38%	45%	44%	37%	0%
Schedule length, years	5.5	8.0	5.3	7.8	8.2	3.3	7.0

Fonte: (Flyvbjerg, et al., 2021, p. 30)

Quello che emerge dallo studio di Flyvbjerg è che i *cost overrun* olimpici seguono una distribuzione con coda lunga, che chiamano *regression to the tail*, per cui i casi estremi sono strutturalmente probabili; spiegano infatti che è solo questione di tempo prima che un nuovo caso estremo si realizzi con un *cost overrun* superiore al massimo precedente. Tecnicamente, i dati sui costi olimpici seguono una legge di potenza con valori del parametro alfa compresi tra 1,2 e 1,7. Quando alfa si trova tra 1 e 2, la varianza della distribuzione è da considerarsi infinita, il che significa che non è possibile calcolare un intervallo di confidenza affidabile intorno alla media storica e la media campionaria può essere stravolta da un singolo caso estremo. In pratica, il 172% di overrun medio non dice nulla su quanto costerà la prossima edizione, ogni nuova Olimpiade porta con sé la possibilità di uno sfioramento più grande di tutti quelli precedenti, e questa possibilità non si riduce con l'esperienza accumulata. Il confronto che gli autori propongono con terremoti, alluvioni, attacchi terroristici, bancarotte o altri fenomeni che seguono distribuzioni simili serve a chiarire che i mega-eventi appartengono a una categoria in cui la pianificazione fondata su medie storiche è strutturalmente inadeguata (Flyvbjerg, et al., 2021).

Il problema però non si esaurisce sul lato dei costi. Müller e coautori hanno costruito un confronto sistematico tra ricavi e costi di Olimpiadi e Mondiali di calcio dal 1964 al 2018, analizzando 43 edizioni che insieme hanno mosso circa 70 miliardi di dollari di ricavi e oltre 120 miliardi di costi. La conclusione che viene tratta è che la maggior parte dei mega-eventi in questione non sono profittevoli, ma anzi più di 4 su 5 risultano in deficit. Nelle edizioni analizzate da Müller l'86% delle edizioni con dati sufficienti all'analisi ha

chiuso in perdita. Il ritorno sull'investimento medio è negativo, intorno al -38%, e ancora nessun evento con costi superiori ai 5 miliardi ha registrato un ROI positivo. Sochi 2014 detiene il record negativo con un deficit assoluto vicino ai 12 miliardi di dollari e un ROI di -79%. Montréal 1976, Atene 2004, Londra 2012 e il Mondiale di calcio Giappone-Corea 2002 seguono registrando deficit tra i 4 e i 6 miliardi di dollari. I casi profittevoli sono rari e i surplus registrati sono stati in ogni caso significativamente inferiori alle perdite degli altri eventi (Müller, et al., 2022).

Le Olimpiadi Estive presentano *overrun* medi più alti delle Invernali, ma il loro ROI medio è meno negativo, intorno al -25% contro il -37% degli invernali (Müller, et al., 2022). Le Estive generano introiti molto superiori da diritti televisivi, accordi di sponsorizzazione e biglietteria rispetto agli invernali quindi possono assorbire *overrun* più alti pur riscontrando perdite meno negative. Le Invernali partono con un bacino di ricavi più ristretto, e anche uno sfioramento moderato produce un deficit relativamente più pesante. C'è poi un secondo fattore che riguarda gli investimenti infrastrutturali. Gli impianti specializzati richiesti dagli sport invernali, dalle piste da bob alle strutture per il salto con gli sci, hanno utilizzi alternativi limitati dopo l'evento, e questo significa che una quota rilevante della spesa pubblica resta vincolata ad asset il cui valore residuo è basso o nullo. Le Estive condividono il problema con stadi e arene difficili da riconvertire, anche se il bacino di utenti potenziali per impianti polifunzionali in città di grandi dimensioni è strutturalmente più ampio. Letti insieme, i dati di Flyvbjerg e quelli di Müller convergono verso il fatto che il problema dei risultati economici negativi dei mega-eventi sia strutturale.

Chi produce le stime ha un interesse diretto nell'assegnazione dell'evento, e questo si riflette sistematicamente nei numeri che escono dai dossier di candidatura. I promotori dell'evento devono convincere governi, contribuenti e federazioni internazionali che l'investimento abbia un senso, e per farlo hanno bisogno di numeri attraenti. Flyvbjerg chiama questo fenomeno *strategic misrepresentation* e lo distingue dall'errore in buona fede. Il sistema di incentivi premia chi presenta scenari ottimistici e penalizza chi è prudente, e il risultato finisce per essere una selezione inversa, dove le candidature più convincenti sulla carta vincono l'assegnazione e poi si rivelano le più problematiche. Il fatto che ogni edizione olimpica dal 1960 abbia avuto un *cost overrun* rende difficile sostenere che si tratti di apprendimento ancora in corso. Sessant'anni di errori sistematici indicano un problema radicato. Flyvbjerg discute tre spiegazioni alternative. Una

spiegazione di tipo tecnico attribuisce gli scostamenti a errori di previsione correggibili con metodi migliori, ma fatica a giustificare la persistenza del pattern nel tempo. Una spiegazione di tipo psicologico li attribuisce all'*optimism bias* dei pianificatori, ma si scontra con il fatto che chi produce le stime è composto da professionisti esperti, dove una distorsione cognitiva dovrebbe ridursi con l'esperienza accumulata. La spiegazione che regge meglio i dati è quella di tipo politico-economico, dove gli incentivi del sistema premiano la sottostima dei costi e la sovrastima dei benefici come strategia razionale per ottenere finanziamenti (Flyvbjerg, 2009).

I modelli usati per produrre le stime amplificano il problema. Massiani ha condotto una rassegna critica dei lavori che applicano modelli CGE alla valutazione dei mega-eventi, esaminando circa venti casi documentati, e la conclusione è severa. I modelli CGE promettono di rappresentare in modo coerente le interconnessioni tra mercati, ma nella pratica gli studi disponibili sui mega-eventi sono dominati da assunzioni arbitrarie e poco discusse. Molte abitudini metodologiche radicate nella tradizione del commercio internazionale vengono trasferite ai mega-eventi senza verifica, come l'uso di dati annuali per fenomeni con un profilo temporale molto particolare o l'uso di assunzioni sul comportamento dei consumatori calibrate su contesti ordinari, che mal si adattano ai mega-eventi, sono esempi di scelte prese per inerzia. Le assunzioni cruciali sul meccanismo di finanziamento o sul comportamento dei prezzi spesso non vengono discusse né documentate, e questo rende impossibile valutare la robustezza dei risultati (Massiani, 2018).

Massiani mostra però che il problema più profondo è la manipolabilità dei risultati. Lo studio del caso di Sydney 2000 a seconda di come viene modellato il finanziamento degli investimenti privati e di quale metrica si sceglie come indicatore principale, l'evento può apparire come economicamente vantaggioso o come una perdita netta per l'economia locale. Quando si assume che gli investimenti siano finanziati dal risparmio privato domestico e si misura l'impatto attraverso il consumo privato, il bilancio dell'evento risulta negativo. Cambiando l'assunzione sul finanziamento verso un'origine internazionale e misurando l'impatto attraverso il PIL, il bilancio diventa positivo. Entrambe le scelte sono difendibili dal punto di vista tecnico, e nessuna delle due viene presentata come arbitraria dai modellisti, ma producono raccomandazioni di policy opposte sullo stesso evento. La scelta tra capitale e lavoro come fattori vincolanti, l'inclusione o meno di effetti di sostituzione nei consumi, l'orizzonte temporale dell'analisi

sono altre variabili che possono spostare i risultati in misura sostanziale (Massiani, 2018). Significa che molti studi ex ante dicono più sulle scelte del modellista che sul fenomeno che pretendono di misurare.

Un altro aspetto che determina la variabilità dei risultati proviene dalla scelta dell'unità di analisi e del perimetro geografico. La letteratura sui mega-eventi lavora su scale molto diverse, dalla città alla regione alla nazione, e i risultati cambiano in modo sensibile a seconda della scelta. Ad esempio uno studio macro che misura l'effetto sul PIL nazionale può non trovare nulla di significativo, mentre uno studio sub-nazionale può trovare effetti rilevanti su scala locale. Firgo lo mostra in modo esplicito all'interno del suo studio riguardante l'impatto economico delle Olimpiadi sulle regioni ospitanti, dove gli effetti regionali si comportano in modo diverso da quelli aggregati a livello nazionale, e dove la scelta del gruppo di controllo cambia in modo sostanziale le stime (Firgo, 2021). Inoltre il mercato immobiliare e il comparto ricettivo, oggetto di analisi in questa tesi, sono mercati specifici e localizzati, e i loro andamenti possono divergere sensibilmente dagli indicatori aggregati. Un evento può lasciare invariato il PIL regionale e produrre effetti significativi sui prezzi degli immobili o sui ricavi alberghieri in aree circoscritte. Effetti positivi visibili a scala nazionale possono nascondere dinamiche locali molto disomogenee, con aree che traggono benefici e aree che sostengono i costi senza riceverne in cambio.

Un'altra distinzione rilevante è quella tra effetti diretti e indiretti. Gli effetti diretti sono quelli che riguardano i mercati immediatamente coinvolti dall'evento, come la spesa dei visitatori sulle strutture ricettive o gli investimenti infrastrutturali sulle imprese di costruzione. Gli effetti indiretti passano attraverso i moltiplicatori, l'indotto, le catene di fornitura. Le stime ex ante tendono a sovrastimare entrambi, e in particolare i secondi, perché i moltiplicatori usati per stimare gli effetti sono spesso calibrati su economie chiuse e omogenee, mentre i contesti reali presentano fenomeni che riducono in modo sostanziale l'effetto netto (Baade & Matheson, 2016).

Baade e Matheson mostrano che la sovrastima degli effetti indiretti dipende da tre fenomeni sistematicamente ignorati nelle analisi ex ante. Il *substitution effect* che consiste nel fatto che gran parte della spesa generata dai visitatori dell'evento non rappresenta attività economica aggiuntiva, ma sostituisce semplicemente altre forme di consumo locale che sarebbero comunque avvenute. Ad esempio, i residenti che spendono per assistere alle gare riducono la spesa in altri settori e questo riduce il moltiplicatore netto.

Il fenomeno del *crowding-out* che si verifica quando i turisti che visitano la destinazione per l'evento si sostituiscono in parte ai turisti ordinari che sarebbero altrimenti venuti in assenza dell'evento, perché aspetti come i prezzi più alti, la congestione o l'immagine di città in trasformazione scoraggiano i visitatori che sarebbero venuti per altri motivi. Le città olimpiche mostrano frequentemente arrivi turistici inferiori alle attese proprio durante l'anno dell'evento, perché il flusso aggiuntivo non compensa la perdita di domanda ordinaria. Infine il *leakage* che si produce quando una parte dei salari pagati durante l'evento, una di quella dei profitti delle imprese coinvolte e una di quella degli investimenti infrastrutturali esce dall'economia locale e finisce in altre regioni o all'estero. Gli investimenti finanziati dal governo nazionale generano ricavi per imprese di costruzione che spesso non sono locali, e gran parte del valore aggiunto creato non rimane nel territorio ospitante. Questi meccanismi spiegano perché i moltiplicatori usati nelle stime ex ante, che spesso hanno valore, restituiscono valori molto superiori a quelli effettivamente osservati nelle valutazioni ex post (Baade & Matheson, 2016).

Chi produce le stime ex ante tende a valorizzare gli effetti di lungo periodo, si tende a parlare di legacy turistica, di valorizzazione duratura del territorio, di posizionamento internazionale, di crescita strutturale dei flussi nei decenni successivi all'evento. Le valutazioni ex post, invece, tendono a mostrare un quadro meno roseo. I benefici che si materializzano invece tendono ad essere meno duraturi di quanto inizialmente stimato e tendono a ridursi rapidamente una volta che l'evento si conclude. Quelli proiettati su orizzonti più lunghi, nella maggior parte dei casi, non si realizzano nella misura prevista.

I costi sono certi e immediati, e in molti casi continuano a generare oneri di manutenzione molto tempo dopo la cerimonia di chiusura. Gli impianti costruiti per i mega-eventi sono spesso strutture specializzate con scarso utilizzo post-evento. Baade e Matheson parlano esplicitamente di *white elephants*, cioè infrastrutture sportive che al termine dell'evento diventano un peso finanziario per le città ospitanti piuttosto che una risorsa. Gli impianti di Atene 2004 ne sono l'esempio più citato, con molte strutture cadute in disuso negli anni successivi. Per gli eventi invernali il problema è strutturalmente più marcato, perché impianti come piste da bob o trampolini per il salto hanno utilizzi alternativi molto limitati e richiedono manutenzione costosa indipendentemente dall'affluenza. Questi costi pluriennali non entrano quasi mai nelle stime ex ante, il cui orizzonte temporale si chiude tipicamente con la fine dell'evento. Il risultato è una distorsione sistematica nel bilancio

complessivo, perché i costi continuano ad accumularsi mentre i benefici si esauriscono rapidamente (Baade & Matheson, 2016)

Il divario tra stime ex ante ed ex post non è un problema risolvibile con modelli più sofisticati o con dati migliori. Riguarda gli incentivi di chi produce le stime, gli strumenti che usa, la scala su cui lavora e l'orizzonte temporale che considera. Studi ex post rigorosi possono mostrare effetti positivi, ma quasi sempre più contenuti rispetto alle previsioni iniziali. Questa distanza non va letta come un fallimento dell'evento, ma segnala che probabilmente le aspettative di partenza erano costruite su basi distorte.

2.1.2 Metodi di stima e limiti dell'identificazione causale

I metodi tradizionalmente usati per valutare l'impatto economico dei mega-eventi come i modelli input-output e CGE (*Computable General Equilibrium*) lavorano per simulazione. Producono stime proiettando l'effetto atteso di uno shock di domanda sull'economia locale, ma non misurano ciò che è effettivamente accaduto e non permettono di stabilire se i cambiamenti osservati siano stati causati dall'evento o da altri fattori contemporanei.

Quando si cerca di stimare l'impatto di un mega-evento una delle questioni principali da risolvere è quella riguardante il cosiddetto problema del controfattuale, cioè cercare di capire cosa sarebbe successo alla città o al paese ospitante se quel mega-evento non si fosse svolto. Tuttavia questo controfattuale non esiste e quindi non è osservabile, ogni tentativo di aggirare questa assenza cercando di costruire dei termini di paragone artificialmente o attraverso altre città o altri paesi comporta delle scelte metodologiche che inevitabilmente cambiano i risultati delle analisi in modo sostanziale.

La forma più semplice di controfattuale consiste nell'utilizzare il passato della stessa località ospitante come termine di paragone. Si confrontano i valori prima e dopo l'evento sulla sola città ospitante, guardando al PIL locale, all'occupazione, agli arrivi turistici, e si attribuiscono all'evento le variazioni osservate negli anni successivi (Scandizzo & Pierleoni, 2018). Questo approccio è lacunoso, perché qualsiasi variazione misurata può dipendere da fattori indipendenti all'evento che non sono stati causati da esso e potrebbero essere state causate dal naturale svolgimento dei cicli economici nazionali o da cambiamenti politici già in atto prima dell'evento. Ad esempio se una città ospitante avesse registrato un calo del PIL nel 2008, sarebbe illogico attribuirlo all'evento ignorando gli effetti della crisi finanziaria globale in corso.

Per superare questi limiti sono stati sviluppati dei metodi che cercano di costruire un controfattuale più credibile rispetto al semplice confronto tra la località prima e dopo l'evento. L'idea alla base di questi metodi è confrontare le variazioni economiche avvenute nella città ospitante con quelle di città simili che non hanno ospitato nulla, così da depurare la stima dai fattori che avrebbero influenzato comunque entrambe. Su questa impostazione si fondano metodi come la *difference-in-differences* o il *synthetic control method* (Scandizzo & Pierleoni, 2018).

Il *metodo difference-in-differences* segue questa logica nella forma più diretta. L'impatto dell'evento viene stimato confrontando la variazione registrata dalla località ospitante prima e dopo l'evento con la variazione osservata, nello stesso periodo, in un gruppo di località non ospitanti. In questo modo non si considera rilevante il semplice aumento o calo di un indicatore nella città ospitante, ma lo scarto tra tale variazione e quella che si registra in territori comparabili. Ad esempio se dopo un'Olimpiade gli arrivi turistici aumentano nella città ospitante, ma aumentano in misura simile anche in città non ospitanti, attribuire interamente quel miglioramento all'evento sarebbe da considerarsi fuorviante (Boto-García & Santana-Gallego, 2026).

Esistono varianti più sofisticate di questo approccio, tra cui il *synthetic control method*, che costruisce un controfattuale artificiale combinando più territori non trattati e assegnando a ciascuno un peso diverso in modo da riprodurre il più fedelmente possibile la traiettoria economica che la località ospitante avrebbe avuto in assenza di evento. Nella letteratura sui mega-eventi questo metodo è stato poco utilizzato perché richiede serie storiche molto lunghe sulla località precedentemente all'evento, che per molte edizioni olimpiche semplicemente non esistono. (Firgo, 2021).

La città che ospita un mega-evento non è un'osservazione casuale all'interno della popolazione mondiale delle città. È un'osservazione che si è auto-selezionata attraverso un processo di candidatura, e quel processo è esso stesso un segnale di caratteristiche economiche, infrastrutturali e politiche particolari. Una località che si candida a ospitare un mega-evento ha quasi sempre capacità di spesa pubblica e ambizioni di sviluppo superiori alla media, e sono solitamente proprio queste caratteristiche ad averle permesso di candidarsi ed ottenere l'assegnazione dell'evento. Confrontare il suo andamento economico con quello della media delle città è quindi fuorviante, perché si attribuirebbe all'evento ciò che dipende dalle condizioni preesistenti che hanno reso possibile la candidatura (Boto-García & Santana-Gallego, 2026).

Una delle soluzioni più convincenti consiste nel confrontare le località ospitanti l'evento con le località che si erano candidate ma non ne hanno ottenuto l'assegnazione. Le città o i paesi che hanno presentato una candidatura hanno rivelato attraverso quell'atto caratteristiche e aspettative simili a quelle del vincitore, ma per ragioni spesso indipendenti dalle loro condizioni economiche non hanno poi ospitato l'evento; si possono quindi considerare come un gruppo di controllo relativamente credibile rispetto ad un insieme indistinto delle città non ospitanti. Firgo nel suo paper in cui studia l'impatto dei

Giochi Olimpici sulle economie delle regioni ospitanti costruisce la sua analisi esattamente su questo principio, usando le regioni runner-up come controfattuale per le regioni che hanno effettivamente ospitato Giochi. I risultati che ottiene si discostano in modo marcato da quelli degli studi che usano come termine di paragone tutte le regioni non ospitanti, mostrando che la scelta del controfattuale può cambiare la sostanza delle conclusioni, e che molti studi precedenti avevano probabilmente sovrastimato gli effetti perché si confrontavano con un gruppo di controllo inadeguato (Firgo, 2021).

Gli *anticipatory effects* complicano ulteriormente la misurazione dell'evento. All'interno della località ospitante molti cambiamenti dovuti al mega-evento iniziano già anni prima del suo svolgimento effettivo, spesso dal momento dell'assegnazione ufficiale. I flussi di capitale privato e le aspettative di mercato cambiano già nella fase di candidatura. Anche i comportamenti dei turisti possono modificarsi quando la destinazione comincia a essere associata pubblicamente ad un mega-evento. Questo fenomeno ha conseguenze pesanti sulla misurazione dell'impatto dell'evento. Un confronto tra la baseline immediatamente precedente l'evento e i valori registrati durante o dopo l'evento finisce per sottostimare l'effetto totale, perché una parte degli effetti è già incorporata nella baseline che si usa come riferimento (Boto-García & Santana-Gallego, 2026).

Sia nello studio di Firgo che in quello di Boto-García e Santana-Gallego viene definito il periodo di analisi a partire dall'anno dell'assegnazione anziché da quello dell'evento, così da catturare proprio gli effetti anticipatori, e separandoli dai *legacy effects* che persistono dopo l'evento. Nel paper di Boto-García e Santana-Gallego l'analisi, condotta su un panel di 147 paesi tra il 1991 e il 2023 con stimatori difference-in-differences di ultima generazione, mostra che ignorare questa distinzione e usare solo l'anno dell'evento come trattamento produce stime sistematicamente distorte.

2.2 Effetti sul mercato turistico e sulla performance ricettiva

2.2.1 Effetti sulla domanda turistica

Tra i diversi outcome economici associati ai mega-eventi, quello sulla domanda turistica è il più studiato e quello su cui la letteratura raggiunge conclusioni meno discordanti. Sugli effetti relativi a PIL e occupazione, come visto nel paragrafo precedente, le stime restano incerte, mentre sul turismo le evidenze concordano almeno sull'esistenza di un effetto. Il problema è che questo effetto, nella quasi totalità degli studi *ex post*, risulta più contenuto e più breve di quanto i promotori degli eventi tendano a comunicare (Boto-García & Santana-Gallego, 2026).

Una parte dell'aumento degli arrivi si manifesta prima ancora che la manifestazione abbia luogo. Lo studio di Boto-García e Santana-Gallego, costruito su un panel di 147 paesi tra il 1991 e il 2023, rileva che le Olimpiadi estive generano un incremento moderato degli arrivi internazionali già negli anni che precedono l'evento, cosa che invece non accade con i Mondiali di calcio. Due eventi di scala simile si comportano quindi in modo diverso, il che indica che la fase anticipatoria non è una proprietà automatica dei mega-eventi, ma dipende dalla capacità del singolo evento di tenere viva l'attenzione internazionale durante tutto il periodo di avvicinamento. Quando si guarda alla fase successiva alla manifestazione il quadro cambia. Nel post-evento sia le Olimpiadi sia i Mondiali mostrano un impatto negativo o non significativo sugli arrivi (Boto-García & Santana-Gallego, 2026). Già Fourie e Santana-Gallego non trovavano traccia di un effetto legacy nell'anno seguente all'evento, e la loro analisi aggiornata, su un panel più ampio, porta a conclusioni ancora più caute (Fourie & Santana-Gallego, 2022). La crescita duratura dei flussi che i dossier di candidatura mettono in primo piano non trova quindi un riscontro solido nelle valutazioni *ex post*.

Fourie e Santana-Gallego stimano un aumento medio degli arrivi internazionali intorno all'8% nell'anno dell'evento, cifra che scende verso il 6% in alcune delle specificazioni più recenti. Dietro questa media ci sono però comportamenti molto diversi, dei sei eventi analizzati, quattro registrano un effetto positivo sugli arrivi, mentre le Olimpiadi invernali e il Rugby World Cup mostrano un effetto negativo (Fourie & Santana-Gallego, 2022). Il dato sulle Olimpiadi invernali non è isolato. Firgo, che lavora sulle regioni ospitanti invece che sui flussi internazionali, trova che le edizioni estive fanno crescere il PIL pro capite regionale nell'anno dell'evento e in quello precedente, mentre quelle invernali non

producono effetti positivi e in qualche caso si accompagnano a una contrazione temporanea (Firgo, 2021). I due lavori misurano variabili diverse, ma per gli eventi invernali arrivano alla stessa indicazione.

Va però tenuto presente che questi studi ragionano su aggregati nazionali o regionali, e che il comparto ricettivo locale può seguire dinamiche diverse. Un evento può lasciare poca traccia sul PIL di una regione e produrre comunque variazioni rilevanti sull'occupazione e sulle tariffe nelle aree direttamente coinvolte. Questo scarto, già segnalato nel paragrafo precedente come limite metodologico, condiziona il passaggio dalla domanda turistica aggregata alla performance delle singole imprese del settore.

I dati di Fourie e Santana-Gallego aiutano a capire da dove viene questo effetto. La maggior parte dell'aumento degli arrivi proviene dai paesi della stessa area geografica del paese ospitante, e in particolare da quelli che partecipano direttamente alla competizione. L'evento mobilita soprattutto i tifosi e i visitatori dei paesi coinvolti sportivamente, più che attrarre flussi da mercati lontani. Per un evento invernale con una base di paesi partecipanti più ristretta, ospitato in un paese sviluppato dove gli effetti anticipatori risultano statisticamente non significativi, l'aumento degli arrivi internazionali atteso è quindi strutturalmente più contenuto di quanto la media aggregata dell'8% potrebbe suggerire. Gli stessi autori osservano che i paesi in via di sviluppo traggono benefici più consistenti dall'ospitare grandi eventi, perché partono da livelli di visibilità internazionale più bassi e hanno margini di guadagno più ampi (Fourie & Santana-Gallego, 2022). Dato che i grandi eventi degli ultimi decenni sono stati assegnati prevalentemente a paesi ad alto reddito, quella stima media tende a sovrarappresentare i casi in cui l'effetto è stato più pronunciato.

C'è poi una variabile che la letteratura tende a trattare in modo meno sistematico ma che ha una sua logica abbastanza chiara. Una destinazione già conosciuta e frequentata sui mercati internazionali ricava da un grande evento un incremento di esposizione mediatica che per definizione vale meno di quello che riceverebbe un territorio meno noto: il margine di guadagno sulla visibilità è proporzionale a quanta visibilità mancava prima. Questo non è un risultato empirico diretto della letteratura sui mega-eventi, ma un'implicazione del modo in cui la visibilità funziona come leva sulla domanda turistica. Knott, analizzando il Mondiale 2010 in Sud Africa, mostra che l'esposizione mediatica generata dall'evento ha migliorato l'immagine del paese su alcuni mercati internazionali, ma che questa visibilità si è tradotta in arrivi effettivi solo dove gli operatori locali hanno

saputo sviluppare strategie attive di promozione e offerta (Knott, et al., 2015). Per una destinazione che partiva da un posizionamento già consolidato, sia la visibilità aggiuntiva sia la capacità di capitalizzarla, tendono ad avere rendimenti più bassi.

2.2.2 Effetti sulla performance del settore ricettivo

Quello che i dati aggregati non catturano è cosa succede al livello delle singole strutture ricettive nelle aree direttamente coinvolte. Un evento può non lasciare traccia rilevante sul PIL regionale e produrre comunque variazioni significative su occupazione e prezzi e quindi anche sulle performance operative a livello locale. Questo scarto è il punto di partenza del ragionamento che segue.

Durante il periodo di svolgimento di un mega-evento, la domanda si concentra in un arco di tempo breve su una capacità ricettiva che non può essere espansa nel breve termine. In queste condizioni, gli operatori possono migliorare la performance soprattutto attraverso la leva tariffaria, cioè aumentando l'ADR, oltre che attraverso un maggiore utilizzo della capacità disponibile. Lo studio di Sainaghi e Mauri sull'Expo del 2015 a Milano documenta questa struttura e mostra che nei 184 giorni dell'evento occupazione, ADR e RevPAR superano tutti i valori medi registrati nel periodo 2004-2014, con il RevPAR cresciuto del 59% rispetto alla media degli anni precedenti. La componente che traina questo risultato è però soprattutto l'ADR cresciuto del 33% contro un aumento del 23% per l'occupancy (Sainaghi & Mauri, 2018). Scomponendo l'analisi nei quattro periodi stagionali, la crescita dell'ADR risulta superiore a quella dell'occupancy in tre casi su quattro. L'effetto operativo del mega-evento può quindi essere principalmente inquadrato come un miglioramento del rendimento per camera disponibile, più che come un semplice aumento dei flussi.

Per le Olimpiadi invernali, i dati raccolti da Li su fonte STR Global mostrano una dinamica coerente con quella osservata per Expo 2015, pur senza consentire una stima causale dell'effetto olimpico. L'analisi confronta infatti gli indicatori alberghieri prima, durante e dopo l'evento, ma non costruisce un controfattuale che permetta di isolare con precisione quanto dell'aumento sia attribuibile alle Olimpiadi e quanto ad altri fattori. A Torino nel 2006, il RevPAR cresce del 15,8% rispetto all'anno precedente, con l'ADR a +10,2% e l'occupazione a +5%. A Vancouver nel 2010 la componente tariffaria è ancora più marcata in quanto l'ADR nell'anno olimpico sale del 21,2% contro un'occupazione cresciuta del 6,7% (Li, 2014). Questi dati sono calcolati su base annua e riferiti all'intera città, il che significa che il picco effettivo durante le settimane delle gare è probabilmente più pronunciato di quanto la media annua indichi.

L'aumento del RevPAR non si può spiegare solo con la crescita del numero di visitatori. Una parte del guadagno viene dal cambiamento nella composizione della clientela perché il visitatore olimpico ha mediamente una disponibilità a pagare superiore rispetto al turista ordinario il quale viene spiazzato dall'aumento dei prezzi. Falk e Vieru documentano questo meccanismo per eventi sportivi in Lapponia finlandese, dove le strutture nelle aree degli eventi registrano incrementi tariffari significativi, con il picco più alto per la Coppa del Mondo FIS di sci alpino a Levi (+63,5%) (Falk & Vieru, 2021). La scala di quegli eventi è molto inferiore a quella olimpica e i numeri non sono direttamente trasferibili, ma il caso è utile perché mostra come, in presenza di capacità ricettiva rigida e domanda concentrata, l'effetto economico per gli hotel passi soprattutto dalla leva tariffaria. Questo beneficio resta però legato alla durata dell'evento e non implica necessariamente un miglioramento strutturale della performance ricettiva.

Le destinazioni montane presentano su questo punto una specificità che vale la pena discutere separatamente. Le Olimpiadi invernali si svolgono in piena alta stagione sciistica, quando le strutture ricettive alpine operano già vicino alla saturazione. A differenza di un evento estivo in un contesto urbano, dove la domanda ordinaria è più distribuita e lascia spazio a un'addizionalità reale anche sul volume, qui lo spazio per crescere sull'occupazione è strutturalmente ridotto. La risposta degli operatori tende quindi a concentrarsi soprattutto sulla leva tariffaria. Letto in questa prospettiva, il dato già discusso nel paragrafo precedente sull'effetto negativo o nullo delle Olimpiadi invernali sugli arrivi internazionali trova in parte una giustificazione nel fatto che una quota rilevante del flusso olimpico tende a sovrapporsi al turismo sciistico ordinario invece di aggiungersi ad esso (Fourie & Santana-Gallego, 2022). L'impatto sul RevPAR rimane comunque positivo, ma l'origine del miglioramento è differente da quella che si osserva per i grandi eventi estivi.

Il nodo più rilevante sul piano finanziario riguarda però la fase successiva alla manifestazione. Sia a Torino che a Vancouver, nell'anno che segue le Olimpiadi i principali indicatori operativi tornano a livelli inferiori a quelli dell'anno olimpico. A Torino il RevPAR cala del 15,5% nell'anno +1, a Vancouver del 4%, con l'ADR in discesa in entrambi i casi (Li, 2014). Questi dati indicano che il miglioramento della performance ricettiva tende a concentrarsi nel periodo dell'evento e a non consolidarsi automaticamente negli anni successivi. Per un operatore alberghiero o per un investitore immobiliare, questo significa che il picco di ADR e RevPAR può generare un beneficio

operativo rilevante, ma non basta da solo a giustificare investimenti strutturali se non è accompagnato da un aumento stabile della domanda, da un allungamento delle stagioni, da un miglioramento duraturo della visibilità della destinazione turistica o da altri aspetti che portino ad un aumento in modo strutturale delle performance operative. Se la giustificazione dell'investimento era costruita sull'aspettativa di flussi stabili nel post-evento, aspettativa che i dati disponibili non supportano, la sostenibilità economica nel lungo periodo è a rischio. Come ricordano Hodari et al. riguardo alla struttura finanziaria degli asset alberghieri, la valutazione di un asset ricettivo incorpora le aspettative sui cash flow futuri e non i picchi di breve periodo. Quindi un RevPAR eccezionale concentrato in poche settimane non si traduce automaticamente in una rivalutazione dell'asset se il mercato interpreta quell'effetto come temporaneo (Hodari, et al., 2017).

2.3 Effetti sul mercato immobiliare

2.3.1 Capitalizzazione delle aspettative e persistenza degli effetti sui prezzi

I canali attraverso cui un mega-evento raggiunge il mercato immobiliare sono già stati descritti nel paragrafo 1.4. Quello che la parte teorica lasciava aperto è cosa succeda davvero quando questi canali agiscono su casi concreti, e a questa domanda rispondono gli studi empirici richiamati di seguito.

Un punto su cui la letteratura concorda è che il mercato non aspetta lo svolgimento dell'evento per reagire, i prezzi degli immobili iniziano a variare solitamente già dall'anno dell'assegnazione. Kavetsos, studiando l'annuncio dei Giochi di Londra 2012, rileva che gli immobili nei distretti ospitanti vengono venduti a prezzi superiori subito dopo la comunicazione della vittoria, con un premio compreso tra il 2,1 e il 3,3% e un effetto più forte per le abitazioni vicine allo stadio olimpico, stimando un impatto complessivo stimato attorno a 1,4 miliardi di sterline (Kavetsos, 2012). A Pyeongchang si osserva un fenomeno analogo, perché l'annuncio del 2011 fa salire i valori a Gangneung del 5,5% attraverso un'analisi difference-in-differences con gruppo di controllo appaiato (Han, et al., 2022). L'effetto, inoltre, non si limita all'immediato, dato che nei sei anni successivi alla comunicazione i distretti ospitanti mantengono un premio medio del 6,6% (Hur & Kim, 2023). Evidenze analoghe, seppur prive di un gruppo di controllo strutturato, sono documentate per Barcellona, Sydney e Seoul, dove i prezzi cominciarono a muoversi anni prima dei rispettivi Giochi (Lopes Dos Santos, et al., 2025). Tutto questo è coerente con il funzionamento dell'asset market già discusso nel paragrafo 1.3, per cui il prezzo riflette i flussi attesi più che quelli realizzati. Gli investitori incorporano nelle valutazioni l'aspettativa di una domanda futura nel momento in cui questa diventa credibile, e l'assegnazione di un'Olimpiade è proprio il momento in cui quella credibilità si forma.

La reazione, però, non si distribuisce in modo uniforme sul territorio. L'effetto tende a concentrarsi nelle aree fisicamente vicine ai luoghi in cui si svolgono gli eventi o alle nuove infrastrutture costruite per esse, e tendono a ridursi man mano che ci si allontana. Kavetsos misura un effetto che si attenua man mano che ci si allontana dallo stadio principale, e Hur e Kim ne quantificano il gradiente in modo netto, con un premio tra il 27,9 e il 35% per gli immobili entro cinque chilometri dalle strutture olimpiche e del 12,4% per quelli fino a venticinque (Kavetsos, 2012) (Hur & Kim, 2023). Anche Han et al. trovano che l'effetto dell'annuncio si concentra nelle zone centrali di Gangneung senza

estendersi all'intera area (Han, et al., 2022). L'aumento non riguarda quindi la città o la regione nel loro insieme, ma le aree fisicamente vicine agli interventi.

I risultati cambiano però anche tra un caso e l'altro, e le differenze possono essere anche considerevoli. Kontokosta, analizzando sei città olimpiche tra il 1984 e il 2000, trova risultati che vanno in direzioni opposte. Barcellona e Sydney mostrano effetti positivi significativi; Seoul non produce risultati statisticamente rilevanti; Los Angeles e Atlanta registrano aumenti durante la fase olimpica che si invertono nel periodo successivo; Calgary presenta effetti complessivamente negativi o non significativi. Nello spiegare queste differenze conta soprattutto il grado di coerenza tra gli investimenti olimpici e la pianificazione urbana complessiva, insieme alla posizione che la città occupa nel sistema urbano più ampio, più che la dimensione dell'evento in sé (Kontokosta, 2012). Due eventi di scala paragonabile possono così produrre esiti molto diversi a seconda del contesto in cui si inseriscono. Preso insieme al punto precedente sull'effetto di prossimità, questo suggerisce che l'effetto sui prezzi dipende dal modo in cui l'evento si innesta su un territorio specifico più che dall'evento in sé.

Misurare questo effetto in modo rigoroso è più difficile di quanto i numeri appena richiamati lascino pensare, e la difficoltà nasce proprio dalla reazione anticipata. Il problema del controfattuale, già discusso nel paragrafo 2.1, sul mercato immobiliare prende una forma particolare. Se i prezzi iniziano a salire dall'assegnazione, uno studio che prende come riferimento il periodo subito precedente alle gare coglie solo la parte residua dell'effetto, perché una quota dell'aumento è già finita dentro la baseline. Nella direzione opposta, includere nel riferimento gli anni successivi all'annuncio porta ad attribuire all'evento variazioni che si erano già prodotte. C'è poi il rischio di scambiare l'effetto dell'evento con fattori del tutto estranei. Aragão e Maennig mostrano che in Brasile l'aumento dei prezzi immobiliari negli anni dei Mondiali e dei Giochi veniva attribuito in larga parte a quei due eventi, mentre dipendeva soprattutto dalla crescita economica del paese, dal calo dei tassi e dall'allargamento dei programmi pubblici di mutuo, tanto che lo stesso andamento si registrava anche in città che non ospitavano nulla (Aragão & Maennig, 2013). Senza un termine di confronto credibile l'errore può andare in entrambi i versi, sovrastimando l'effetto quando i prezzi salgono per altre ragioni oppure sottostimandolo quando la reazione anticipata è già contenuta nel dato di partenza.

Rimane da capire se l'aumento dei valori, una volta prodotto, sia destinato a durare o a riassorbirsi, e su questo gli studi su Pyeongchang offrono un'indicazione utile. Hur e

Watanabe rilevano che durante le settimane dei Giochi i prezzi non crescono ulteriormente e che l'aumento arriva nel periodo successivo all'evento, una dinamica che leggono come una ricalibratura del mercato una volta esaurita la spinta speculativa legata all'attesa (Hur & Watanabe, 2025). Han et al. aiutano a interpretare il fenomeno, perché trovano che nel periodo olimpico l'apertura della nuova linea ferroviaria ad alta velocità fa salire dell'8,3% i valori degli immobili vicini alla stazione, mentre lo svolgimento dell'evento e l'apertura del villaggio degli atleti non aggiungono nulla (Han, et al., 2022). È la differenza tra le due componenti a contare. Questo suggerisce che l'aumento che resta è quello collegato a un'infrastruttura permanente, dato che una migliore accessibilità ferroviaria continua a sostenere i valori anche dopo la fine dell'evento, mentre quello legato alla sola attesa della manifestazione svanisce quando questa è passata. Anche per Torino 2006 la letteratura non rileva un aumento generalizzato dei prezzi immobiliari (Mancini & Papini, 2021), un esito che conferma quanto poco l'effetto possa essere dato per scontato.

La differenza tra un aumento radicato in un miglioramento infrastrutturale permanente e uno alimentato dalla sola attesa dell'evento pesa direttamente su chi deve valutare un immobile vicino a un grande evento. Un aumento di prezzo che riflette un miglioramento stabile dell'accessibilità o della qualità di un'area corrisponde a una variazione del reddito atteso che si mantiene nel tempo, e quindi a un valore patrimoniale in linea con i fondamentali dell'asset. Un aumento che riflette soltanto l'attesa dell'evento è invece destinato a rientrare quando la spinta si esaurisce, anche se nella fase di picco era stato consistente.

Leggere questi risultati richiede una certa prudenza prima di attribuire a un mega-evento le variazioni dei prezzi immobiliari. L'anticipazione rende complicato separare l'effetto dell'evento da quello delle aspettative che lo precedono. A questo si aggiunge che i risultati di un caso difficilmente si trasferiscono a un altro, vista la distanza tra i contesti, e che la sovrapposizione con fattori economici esterni può portare ad attribuzioni sbagliate. Nulla di tutto questo nega l'esistenza dell'effetto, che in condizioni favorevoli è reale e misurabile, ma la sua entità cambia da territorio a territorio. L'aumento dei valori, quando si manifesta, non si ripartisce allo stesso modo tra chi possiede gli immobili e chi invece li abita o li utilizza, ed è il tema del sottoparagrafo che segue.

2.3.2 Distribuzione degli effetti e mercato dei canoni

L'aumento dei valori, quando si verifica, non porta vantaggi uguali a tutti i soggetti che operano sul mercato immobiliare, e il modo in cui il beneficio si ripartisce dipende molto dal momento in cui si entra nel mercato.

Il repricing anticipatorio non ha un effetto neutro per chi gli investitori del settore. Quando i prezzi salgono già dall'annuncio mentre i canoni restano per un certo periodo invariati, il rendimento lordo dell'investimento si riduce, perché si paga di più per lo stesso reddito corrente. Un investitore che entra nel mercato dopo che le aspettative olimpiche sono state incorporate nei prezzi acquista quindi a condizioni meno favorevoli rispetto a chi aveva comprato prima dell'assegnazione. L'esito successivo dipende dalla natura dell'aumento. Se i prezzi riflettono un miglioramento stabile dell'accessibilità, come l'apertura di una nuova linea ferroviaria, i canoni tendono ad allinearsi nel medio periodo e il reddito dell'investimento si stabilizza su un livello coerente con i nuovi fondamentali. Se invece l'aumento dipende soltanto dall'attesa dell'evento, il prezzo è destinato a correggere una volta passata la manifestazione, e chi ha acquistato in prossimità del picco subisce una perdita patrimoniale. Il momento dell'ingresso è, quindi, una delle variabili che più incidono sulla qualità di un investimento nel campo immobiliare in ottica di un mega-evento.

Chi occupa un immobile in affitto si trova nella posizione opposta rispetto al proprietario perché quando i valori salgono, il canone che paga tende ad adeguarsi, erodendo il vantaggio che avrebbe potuto ottenere dalla crescita dell'area. Quando i valori di vendita crescono, i proprietari tendono ad adeguare i canoni per non vedersi ridurre il ritorno sull'immobile. L'adeguamento non è immediato, perché i contratti in corso hanno una durata e i canoni si rivedono solo alla scadenza, ma nel medio periodo la pressione sui valori si trasmette ai canoni richiesti per i nuovi contratti. Lopes dos Santos documentano rincari dei canoni nelle aree vicine ai siti olimpici in diverse edizioni dei Giochi, con aumenti che hanno pesato sui costi abitativi nelle zone interessate (Lopes Dos Santos, et al., 2025). Un rischio simile viene segnalato nel caso di Pyeongchang negli anni successivi all'evento, dove la crescita dei valori può tradursi in canoni più alti nelle aree ospitanti (Hur & Watanabe, 2025).

Il ragionamento cambia quando si considera il mercato degli affitti brevi. Per il proprietario la scelta tra locazione lunga e locazione breve è una decisione di allocazione

dell'immobile che dipende dal differenziale di rendimento tra le due formule. Quando un'area acquisisce visibilità turistica per effetto dell'evento, la domanda di alloggi brevi cresce e con essa le tariffe ottenibili, e per una parte dei proprietari la locazione breve diventa più redditizia di quella lunga. Lo spostamento di una quota dello stock residenziale verso il breve termine riduce l'offerta per gli affitti ordinari e contribuisce a spingere verso l'alto i canoni di lungo periodo. Questa convenienza, però, non è stabile nel tempo. La domanda di alloggi turistici segue l'andamento legato all'evento, con un picco durante la manifestazione e una flessione una volta passata, secondo lo stesso schema già descritto nel paragrafo 2.2 per il comparto alberghiero, dove le tariffe salgono durante l'evento per poi ripiegare nel periodo successivo (Falk & Vieru , 2021). Una riconversione dello stock decisa sulla spinta del picco di domanda rischia quindi di rivelarsi poco sostenibile se i flussi turistici non si stabilizzano su livelli più alti anche dopo l'evento, lasciando il proprietario con un immobile orientato verso un mercato che nel frattempo si è ridimensionato.

Un ultimo aspetto riguarda chi cattura effettivamente il valore creato dall'evento. L'apprezzamento può prodursi in alcune aree e per alcuni soggetti senza diffondersi al territorio nel suo insieme. Il valore tende a concentrarsi presso chi deteneva immobili nelle zone valorizzate al momento del repricing e presso gli operatori privati coinvolti nella trasformazione delle aree, mentre i costi connessi all'evento ricadono su una platea più ampia attraverso la spesa pubblica e l'aumento dei canoni. Lopes dos Santos e coautori osservano che nel contesto olimpico i valori immobiliari hanno una forte componente speculativa e che i benefici della rigenerazione tendono a favorire i soggetti privati, al punto che parte della letteratura propone meccanismi di recupero pubblico del valore creato per riequilibrarne la distribuzione (Lopes Dos Santos, et al., 2025). Kontokosta osserva che anche nei casi con effetti positivi sui prezzi l'aumento può aggravare i problemi di accessibilità per i residenti a basso reddito e innescare processi di sostituzione della domanda nelle aree valorizzate, come documentato per Atlanta nel 1996 e per Pechino in preparazione dei Giochi del 2008 (Kontokosta, 2012).

Queste dinamiche hanno implicazioni dirette per chi valuta un investimento immobiliare in prossimità di un grande evento. Un apprezzamento concentrato e sostenuto dalla sola attesa della manifestazione espone a un rischio di correzione che un aumento radicato in miglioramenti infrastrutturali permanenti non comporta nella stessa misura, e questo si riflette sia sul reddito atteso sia sulla possibilità di disinvestire. Quando i prezzi rientrano

dopo il picco il numero di compravendite tende a ridursi, perché i venditori faticano ad accettare valori inferiori a quelli toccati nella fase di massima domanda mentre gli acquirenti restano in attesa di ulteriori ribassi. Nei mercati sottili, come quelli delle località turistiche lontane dai grandi centri, questo blocco degli scambi è più pronunciato e chi ha acquistato vicino al picco può trovarsi nell'impossibilità pratica di uscire dall'investimento senza cedere a uno sconto rilevante.

2.4 Evidenze comparate e condizioni di trasferibilità degli impatti

2.4.1 Casi urbani e trasformazioni territoriali integrate

Con riferimento ai casi riguardanti i mega-eventi svolti in grandi contesti urbani, il confronto tra essi mostra che l'impatto dell'evento dipende meno dalla dimensione della manifestazione e più dal modo in cui essa viene inserita a funzione della traiettoria verso cui si sta sviluppando la città. Il mercato immobiliare rappresenta uno degli ambiti in cui questa differenza è maggiormente visibile, perché incorpora nei prezzi le trasformazioni strutturali dell'area considerata e le aspettative che gli operatori hanno sulla sua attrattività futura. Kontokosta, analizzando sei edizioni tra il 1984 e il 2000, ha trovato esiti che vanno in direzioni completamente opposte. Barcellona e Sydney hanno mostrato un impatto positivo sui prezzi delle abitazioni; Los Angeles, Calgary e Atlanta hanno registrato effetti complessivamente negativi; Seoul non ha prodotto risultati particolarmente rilevanti. Eventi di scala paragonabile, quindi, sono associati a esiti molto diversi sul territorio che li ospita. La spiegazione che l'autore propone non dipende solamente dalla dimensione della manifestazione. Identifica come maggiormente rilevante la motivazione della candidatura insieme al ruolo che la città occupa nella gerarchia urbana regionale o globale (Kontokosta, 2012).

Kontokosta crea una distinzione tra due tipologie di città. Quelle che usano l'evento come a uno strumento di competitività regionale, dove gli effetti sui prezzi sono modesti o negativi. Quelle che puntano a inserirsi nel mercato globale e pianificano l'evento dentro un disegno urbano più ampio, mostrano risultati più solidi, pur senza che questo sia automatico (Kontokosta, 2012). Barcellona rientra in questo secondo gruppo, e il modo in cui ha gestito i Giochi del 1992 chiarisce perché la differenza conti. Monclús ricostruisce come le opere olimpiche non siano nate per l'occasione, ma siano state inserite in una strategia di trasformazione che la città portava avanti dalla fine degli anni Settanta. Le cosiddette aree di nuova centralità, su cui si concentrò una parte rilevante degli interventi, sviluppavano previsioni già contenute nel Plan General Metropolitano del 1976, e l'evento funzionò da catalizzatore occasionale di progetti che erano già nell'agenda della città (Monclús, 2003). L'Olimpiade ha permesso di cambiare la scala dell'intervento e di accorciarne i tempi, ma il disegno esisteva prima ed è proseguito dopo.

Anche l'area dell'est londinese scelta per il parco olimpico era già oggetto di programmi di riqualificazione precedenti all'assegnazione, tra cui il terminal ferroviario di Stratford.

Kavetsos avverte che separare l'effetto dei Giochi da quello di queste trasformazioni in corso è tecnicamente difficile (Kavetsos, 2012). Jakar e Philippou, studiando i prezzi e le vendite immobiliari nelle circoscrizioni londinesi dal 2001 al 2022, trovano che la differenza tra le aree olimpiche e il resto della città è risultata positiva, ma contenuta e di breve durata, e osservano che la gentrificazione di quell'area sarebbe probabilmente avvenuto comunque, dato che le infrastrutture di trasporto e lo sviluppo commerciale erano già pianificati prima dei Giochi (Jakar & Philippou, 2025).

Nei casi meno efficaci individuati da Kontokosta, come Los Angeles e Atlanta, gli investimenti olimpici erano meno integrati in una strategia urbana di lungo periodo, e gli effetti sui prezzi sono risultati negativi o si sono riassorbiti dopo l'evento. Atlanta in particolare registra un calo del livello dei prezzi nella fase post-olimpica (Kontokosta, 2012), e la debolezza dell'effetto trova conferma anche sul mercato degli affitti, dove Coates e Matheson, lavorando su un panel di città americane, non rilevano un impatto coerente dei grandi eventi sui canoni nelle aree ospitanti (Coates & Matheson, 2011). Anche il confronto con Barcellona e Sydney mostra che ciò che separa gli esiti positivi da quelli deboli non è la presenza dell'evento, quanto il grado in cui le opere si innestano su una direzione di sviluppo che il territorio stava già seguendo.

Questa distinzione ha un risvolto diretto per chi valuta un investimento immobiliare in prossimità di un grande evento. Un aumento di valore che riflette un miglioramento stabile dell'area, già discusso nel paragrafo 2.3, ha basi diverse da uno sostenuto dalla sola aspettativa della manifestazione. Il confronto tra i casi urbani aggiunge che quella stabilità dipende da quanto gli investimenti dell'evento rientravano in un disegno coerente con la città. Nei casi in cui l'opera olimpica aveva una funzione destinata a durare oltre le gare, gli effetti hanno mostrato maggiore tenuta nel tempo. Quando invece l'investimento era finalizzato solo all'evento, gli effetti sono stati più deboli. Per un evento invernale lo stesso equilibrio si presenta in forme diverse, legate alla natura degli impianti e dei territori coinvolti.

2.4.2 Casi invernali e territori policentrici

Una parte delle difficoltà che gli eventi invernali incontrano nel lasciare un'eredità stabile nasce da condizioni già richiamate nel paragrafo 2.1, il ritorno economico mediamente più sfavorevole rispetto alle edizioni estive e la presenza frequente di impianti molto specializzati con scarso utilizzo successivo. Sul piano della trasformazione economica di lungo periodo queste condizioni si traducono in un margine ristretto fin dall'inizio. Il bacino di ricavi più contenuto rende difficile compensare la spesa per via puramente economica. Gli impianti costruiti per gli sport invernali, quando perdono una funzione dopo le gare, diventano un costo ricorrente invece che una risorsa (Baade & Matheson, 2016).

Torino 2006 è il riferimento più vicino per il contesto italiano e mostra la differenza che ci può essere tra un evento con un effetto turistico positivo osservabile e uno che porta una trasformazione economica strutturale. Gli arrivi turistici sono cresciuti e la performance ricettiva dell'anno olimpico, già discussa nel paragrafo 2.2, ha mostrato un miglioramento temporaneo. Tuttavia, Mancini e Papini con la loro analisi *ex post*, costruita usando un *synthetic control method*, non trovano miglioramenti significativi sulle variabili che i promotori degli eventi olimpici tendono a citare come benefici principali, cioè il valore aggiunto, l'occupazione e l'apertura commerciale. Sul mercato immobiliare i risultati sono più articolati, i prezzi medi non mostrano una crescita generalizzata, mentre le aree periferiche hanno guadagnato terreno rispetto al centro. L'unico effetto che si è consolidato è di carattere negativo e riguarda l'aumento del debito municipale pro capite, segno che una parte dei costi è rimasta a carico del territorio ben oltre la conclusione delle gare (Mancini & Papini, 2021). Il problema del valore residuo trova nel caso torinese un esempio concreto nel dibattito pubblico riguardante pista da bob e skeleton, la cui gestione post-olimpica si è rivelata problematica ed eccessivamente onerosa fino alla successiva dismissione.

Un quadro diverso emerge da Vancouver 2010, che nel confronto costi-ricavi di Müller et al. rientra tra le rare edizioni invernali con saldo positivo, pari a circa 0,3 miliardi di dollari (Müller, et al., 2022). Anche sul versante ricettivo il recupero è stato il migliore tra le città invernali esaminate da Li, con gli indicatori che risalgono già nel secondo anno dopo l'evento (Li, 2014). Il calo registrato nell'anno immediatamente successivo, già discusso nel paragrafo 2.2, mostra però che neppure una gestione attenta evita la flessione una volta passata la manifestazione, e il recupero che segue riporta gli indicatori verso i

livelli ordinari senza segnalare un riposizionamento stabile della destinazione. Le differenze tra le edizioni invernali esistono e dipendono dalle condizioni in cui l'evento viene preparato, ma nemmeno il caso più favorevole supera del tutto la fragilità del beneficio post-evento.

Pyeongchang 2018 offre un'indicazione utile su quale componente dell'effetto immobiliare tenda a durare. Come già visto nel paragrafo 2.3, a Gangneung l'aumento dei valori si concentra attorno all'apertura della nuova linea ad alta velocità, mentre lo svolgimento dei Giochi e l'apertura del villaggio degli atleti non aggiungono nulla di significativo (Han, et al., 2022). In un territorio montano e disperso come quello dei Giochi coreani, ciò che si consolida è l'effetto legato a un'infrastruttura permanente che migliora l'accessibilità, non quello legato alla manifestazione.

Le Olimpiadi invernali spesso si distribuiscono tra una sede principale e diverse località di montagna, ciascuna con un proprio mercato turistico e immobiliare. Questa dispersione complica la lettura degli effetti perché un impatto misurato sull'intera area può nascondere situazioni molto diverse tra le differenti località. Gli studi disponibili non trattano il formato distribuito come una categoria a sé, e le considerazioni che si possono fare restano perciò di tipo deduttivo. Coerentemente con quanto analizzato nei mega-eventi concentrati in singole località urbane è plausibile che gli effetti positivi e strutturali si concentrino dove gli investimenti hanno migliorato in modo stabile l'accessibilità o l'attrattività di una specifica sede e che altrove rimangano marginali, ma su eventi di questo tipo manca un riscontro empirico diretto per confermare ciò.

Capitolo III – Il caso Milano-Cortina 2026

3.1 Milano-Cortina 2026 come mega-evento invernale policentrico

I XXV Giochi olimpici invernali si sono svolti tra il 6 e il 22 febbraio 2026 e rientrano a pieno titolo nella categoria dei mega-eventi definita nel primo capitolo. Riprendendo le quattro dimensioni proposte da Müller, l'evento ha raggiunto una scala elevata su ciascuna di esse (Müller , 2015). L'attrattività verso i visitatori e la portata mediatica sono state quelle proprie di un'edizione olimpica, che resta una delle manifestazioni più seguite al mondo e raggiunge un pubblico televisivo globale. Anche la dimensione dei costi è stata pienamente coerente con la qualifica di mega-evento, dato che i soli investimenti infrastrutturali del piano opere valgono circa 3,5-3,6 miliardi di euro, un ordine di grandezza paragonabile a quello delle edizioni analizzate nel secondo capitolo (SIMICO S.p.A., 2026). L'impatto trasformativo è anch'esso presente, perché il piano delle opere ha mobilitato investimenti consistenti sulla dotazione infrastrutturale dei territori coinvolti. Su queste ultime due dimensioni, però, Milano-Cortina si è collocata più in basso rispetto alle edizioni che hanno portato il fenomeno olimpico ai suoi estremi. I costi restano lontani da quelli di Sochi 2014, che rimane l'edizione invernale più costosa di sempre (Müller , 2015), e la capacità trasformativa è più contenuta rispetto a interventi di rigenerazione urbana come quelli di Barcellona 1992 o Londra 2012, dato che la candidatura ha puntato sul riutilizzo di impianti esistenti e gli interventi si distribuiscono su un territorio molto ampio con una logica più di adeguamento che di trasformazione.

Müller osserva che gli eventi di grande scala non sono tutti grandi nelle stesse dimensioni e che la classificazione va letta in termini comparativi. Milano-Cortina rientra nella categoria, ma con un profilo specifico, molto forte sul piano della visibilità e più moderato su quello della spesa e della trasformazione fisica. Questo profilo ha delle conseguenze per l'analisi, perché un evento molto visibile, ma con una capacità trasformativa ridotta può aver prodotto effetti più legati alle aspettative e alla concentrazione temporanea della domanda che da modifiche durature della struttura dei mercati locali.

Un elemento che distingue Milano-Cortina 2026 dalla maggior parte degli altri mega-eventi riguarda la sua organizzazione territoriale. Le gare si sono distribuite su un'area di oltre 22.000 km² tra Lombardia, Veneto e Trentino-Alto Adige, raggruppate attorno a quattro poli principali: Milano, Cortina d'Ampezzo, la Valtellina con Bormio e Livigno, e l'area dolomitica trentina e altoatesina tra Predazzo, Tesero e Anterselva. La distanza

media tra i cluster si aggira sui 250-300 chilometri (Fondazione Milano Cortina 2026, 2025), una misura che da sola spiega perché in questo caso non si possa parlare di una città ospitante in senso proprio. Le edizioni esaminate nel secondo capitolo, anche quelle invernali, gravitavano su un centro riconoscibile attorno al quale si concentravano flussi, investimenti e attenzione mediatica. Nell'ultima edizione olimpica invernale i flussi di spettatori si sono divisi tra poli lontani tra loro, la pressione sulla ricettività si è distribuita su sistemi locali separati e ciascun territorio ha vissuto l'evento con un'intensità diversa.

Questa configurazione policentrica incide direttamente sul modo in cui possono manifestarsi gli effetti analizzati nei capitoli precedenti. I meccanismi di trasmissione descritti nel primo capitolo e l'evidenza empirica raccolta nel secondo si riferiscono perlopiù a contesti in cui l'evento insiste su un territorio sostanzialmente unitario, di solito una città. Qui invece lo stesso evento ha agito su mercati locali molto diversi tra loro. Milano ha un mercato immobiliare e ricettivo ampio, maturo e liquido, inserito in una traiettoria di crescita propria che prescinde dall'evento. Le sedi montane hanno mercati più piccoli, fortemente stagionali, con un'offerta che tende ad essere particolarmente rigida e un peso rilevante delle seconde case all'interno del contesto immobiliare. La differenza è evidente anche nel modo in cui sono stati concepiti i due principali Villaggi Olimpici. Quello di Milano è stato realizzato nell'area dell'ex scalo ferroviario di Porta Romana come struttura permanente, destinata dopo i Giochi a studentato universitario dentro il piano di sviluppo urbano della città, mentre quello di Cortina è stato costruito come insediamento temporaneo sull'area del vecchio aeroporto, con la previsione di smontarlo e cederne i moduli alla protezione civile (IOC Evaluation Commission, 2019). La funzione olimpica ha prodotto in un caso un asset immobiliare che resterà nel mercato cittadino e nell'altro una presenza transitoria che non lascia stock aggiuntivo. Ne deriva che gli stessi canali non hanno agito allo stesso modo nei diversi poli, e che un'analisi condotta sull'intero perimetro come se fosse omogeneo rischierebbe di mescolare situazioni non comparabili.

Le edizioni olimpiche invernali hanno mostrato ritorni economici più contenuti e effetti turistici più deboli rispetto a quelle estive, come emerso nel secondo capitolo, e alcune caratteristiche di Milano-Cortina la distinguono dalle edizioni precedenti senza però modificare la logica di fondo. La presenza di Milano coinvolge un mercato urbano di grande dimensione, dove i prezzi e la ricettività rispondono a logiche lontane da quelle delle località alpine. La distribuzione delle gare su poli distanti tra loro frammenta gli

effetti, invece di concentrarli su un'unica area ospitante, e distribuisce anche su più territori il rischio che gli impianti restino sottoutilizzati dopo le gare.

3.2 Governance e perimetro finanziario degli investimenti olimpici

3.2.1 Struttura di governance e piano delle opere

Alla frammentazione territoriale descritta nel paragrafo precedente corrisponde una frammentazione dei soggetti responsabili. La Fondazione Milano Cortina 2026 ha organizzato l'evento, ma non ha realizzato le opere permanenti, affidate a Società Infrastrutture Milano Cortina 2020-2026, abbreviata con l'acronimo SIMICO S.p.A., la società pubblica costituita appositamente per le infrastrutture olimpiche. Nei territori hanno operato poi enti locali di consegna che hanno gestito le competizioni nelle singole sedi, tra cui Fondazione Cortina e Fondazione Bormio, mentre sopra l'intero impianto è stata collocata una struttura commissariale con poteri straordinari (Fondazione Milano Cortina 2026, 2025).

La pluralità di soggetti risulta evidente nell'organizzazione degli appalti. SIMICO era la stazione appaltante per 49 interventi aventi un valore di circa 2,44 miliardi, ma accanto ad essa hanno operato le Province Autonome di Trento e Bolzano, ciascuna con circa 275 milioni di euro di opere, FERROVIENORD con un singolo intervento da 264 milioni, RFI con 167 milioni distribuiti su sette interventi ferroviari, oltre ai comuni delle sedi minori per importi più contenuti (SIMICO S.p.A., 2026). Quasi un terzo del piano, 30 interventi su 98 per un valore di circa 2 miliardi, è stato inoltre posto sotto il controllo del commissario straordinario con poteri derogatori rispetto alla disciplina ordinaria degli appalti. Tra le opere commissariate figurano quelle più critiche per scadenze e complessità, cioè le varianti stradali di Cortina e Longarone e gli impianti di gara in Valtellina. Il ricorso così esteso allo strumento commissariale indica che i tempi ordinari erano stati giudicati incompatibili con la scadenza olimpica già in fase di programmazione.

Questo assetto ha un peso diretto sull'analisi finanziaria. La separazione tra chi ha organizzato l'evento e chi ha costruito le opere rende meno immediata l'attribuzione di costi e responsabilità, e la Corte dei conti collega proprio alla complessità di questo quadro una parte dei ritardi e delle difficoltà di monitoraggio della spesa (Corte dei Conti, 2025). In un'operazione dove i soggetti attuatori sono numerosi e seguono procedure diverse, il coordinamento tra le scadenze diventa un fattore di rischio autonomo. Non basta che ogni intervento abbia la sua copertura finanziaria, serve che i cronoprogrammi si coordinino tra loro, e quando questo non accade, il disallineamento può tradursi in perdita

di efficienza nella gestione dell'evento e quindi in ritardi e costi maggiori. In un evento dove non esiste una singola amministrazione ospitante, anche la regia economica risulta distribuita, e questo complica le previsioni ex ante, i sistemi di controllo in itinere e le valutazioni ex post.

Il piano delle opere infrastrutturali nell'ambito del programma olimpico comprendeva 98 interventi per un quadro economico complessivo di circa 3,55 miliardi di euro. La ripartizione per finalità prevedeva che gli interventi classificati come direttamente funzionali all'evento avessero un valore di circa 465 milioni, ossia il 13% del totale, mentre la quota restante, quasi l'87%, è classificata come opere di legacy (SIMICO S.p.A., 2026). Dentro questa seconda categoria il peso maggiore spetta alle opere stradali e ferroviarie, che da sole valgono circa 2,7 miliardi, mentre il resto riguarda parcheggi, impianti a fune e altre strutture di servizio ai territori. In pratica la voce più consistente dell'intera operazione olimpica è costituita da infrastrutture di trasporto che resteranno ai territori dopo le gare, e che con lo svolgimento delle competizioni hanno avuto un rapporto solo indiretto.

Sul fronte degli impianti di gara la situazione è speculare. La candidatura prevedeva il 93% di sedi esistenti o temporanee, con due sole strutture permanenti nuove, entrambe a Milano, il Villaggio Olimpico di Porta Romana e l'arena per l'hockey di Santa Giulia, progetti che la stessa commissione di valutazione del CIO descriveva come già previsti dai piani di sviluppo della città indipendentemente dall'esito della candidatura (IOC Evaluation Commission, 2019). La normativa che ha disciplinato l'evento ha ampliato nel tempo il perimetro degli interventi finanziabili, affiancando alle opere essenziali individuate nel dossier le categorie più estese delle opere connesse e di contesto, dove il legame con i Giochi si fa via via più tenue (Corte dei Conti, 2025).

Anche lo stato di avanzamento dei lavori merita attenzione in quanto alla data di pubblicazione di questa tesi risultano concluse solamente metà delle opere previste, per precisione 49 interventi sui 98 complessivamente programmati. La parte ancora incompiuta vale oltre 2,6 miliardi di euro, circa tre quarti del valore complessivo del piano, tra opere in esecuzione, in gara o ancora in progettazione (SIMICO S.p.A., 2026). La distribuzione territoriale dei ritardi non è uniforme. L'area dolomitica veneta concentra il valore maggiore di opere non completate, circa 1,15 miliardi, in larga parte riconducibili alla variante stradale di Cortina, articolata su tre lotti per circa 556 milioni complessivi, e alla variante di Longarone da 439 milioni. In Lombardia le opere non concluse superano

i 900 milioni e comprendono soprattutto le varianti stradali in Valtellina e nella zona di Lecco e Bergamo (SIMICO S.p.A., 2026). Si tratta in entrambi i casi degli interventi sull'accessibilità che, per quanto visto nel secondo capitolo, rappresentano il canale con il maggiore potenziale di effetto duraturo sui mercati locali.

Solo 25 opere su 98 riportano una scadenza esplicitamente legata allo svolgimento dei Giochi, per un valore di circa 824 milioni, mentre le restanti 73, che valgono 2,72 miliardi, non avevano alcuna data di completamento ante-olimpica (SIMICO S.p.A., 2026). La gran parte del piano era quindi concepita fin dall'inizio come un programma di opere destinato a completarsi dopo l'evento. Questo ha una conseguenza precisa per l'analisi dei paragrafi che seguono. Gli effetti strutturali legati alle infrastrutture, in particolare quelli sull'accessibilità delle sedi montane, non potevano manifestarsi durante i Giochi e si dispiegheranno semmai negli anni successivi, quando le opere principali saranno effettivamente in funzione. L'evento si è svolto nei territori in gran parte con le infrastrutture di cui già disponevano, mentre la dotazione nuova arriverà a manifestazione conclusa.

3.2.2 Rischio finanziario e sostenibilità degli investimenti

Come è stato illustrato nel secondo capitolo, nei mega-eventi i costi sono certi e immediati, mentre i benefici di lungo periodo sono incerti e tendenzialmente sovrastimati nelle valutazioni *ex ante*. Per Milano-Cortina questo significa che l'87% di spesa classificata come legacy va guardato al di là della sua etichetta contabile. Una legacy formale è la qualificazione che il piano attribuisce a un'opera, una legacy economica è la capacità reale di quell'opera di produrre ricavi o valore per il territorio in misura coerente con il suo costo. I due profili non sempre si affiancano, e classificare una spesa come legacy non garantisce che da quella spesa derivi un valore residuo adeguato.

La legacy formale del piano si è ampliata nel tempo. Il dossier di candidatura dichiarava che non sarebbero state necessarie nuove infrastrutture di trasporto e che sarebbe stato sufficiente il miglioramento delle strutture esistenti, ma il piano effettivo ha previsto invece circa 2,7 miliardi di opere stradali e ferroviarie (Corte dei Conti, 2025). Lo scarto si spiega con il progressivo ampliamento normativo del perimetro degli interventi finanziabili, che attraverso le categorie delle opere connesse e di contesto ha ricondotto all'evento anche interventi nati per rispondere a fabbisogni territoriali preesistenti. Una parte di queste opere sarebbe stata verosimilmente realizzata anche senza l'Olimpiade, quindi attribuirle al costo olimpico gonfia la spesa apparente dell'evento. Allo stesso tempo, però, presentarle come eredità dei Giochi permette di rivendicare come beneficio olimpico un valore che si sarebbe prodotto comunque. Il fenomeno ricorda quello che Flyvbjerg et al. descrivono come *strategic misrepresentation*, dove la spesa effettiva supera in modo sistematico quanto presentato nella fase di candidatura (Flyvbjerg, et al., 2021). La differenza rispetto al fenomeno analizzato da Flyvbjerg sta nel fatto che qui l'aumento non emerge come sforamento dichiarato, ma viene assorbito sotto la voce legacy, una collocazione contabilmente più ordinata che però non riduce il rischio sottostante, perché classificare una spesa come eredità non dimostra che quella spesa produca un valore residuo adeguato.

Una parte della legacy economica del piano esiste, ma è stata rinviata nel tempo. Le opere con il potenziale di valore residuo più alto sono le infrastrutture di accessibilità, e sono in larga misura quelle non ancora completate. Le varianti stradali citate in precedenza che ad oggi risultano incompiute, come quella di Cortina o quella di Longarone, ne sono esempi evidenti. La letteratura esaminata nel secondo capitolo indica che la componente degli effetti immobiliari destinata a durare è quella legata alle infrastrutture permanenti

effettivamente in funzione; le opere ancora in gara d'appalto o addirittura in progettazione non possono produrre lo stesso tipo di effetto. La legacy economica di questi interventi è quindi potenziale, condizionata al completamento e all'utilizzo effettivo, e finché i cantieri restano aperti il loro valore residuo rimane una promessa.

Gli effetti strutturali sui mercati locali che la letteratura associa alle infrastrutture permanenti dipendono dall'opera fisica in funzione, non dalla sua classificazione nel piano. Prendendo come esempio l'area dolomitica, finché le varianti di Cortina e di Longarone restano incompiute, il canale di impatto che passa per l'accessibilità, che è quello con il maggiore potenziale di effetto duraturo sui valori immobiliari, non sarà attivo. Un'analisi degli effetti di Milano-Cortina condotta a ridosso dell'evento osserva quindi una situazione ancora parziale, e le dinamiche più rilevanti diventeranno visibili solo quando le opere principali saranno operative. È un limite che va tenuto presente nelle pagine che seguono, dove i dati disponibili permettono di leggere i segnali già in atto, ma non di isolare un effetto strutturale che in buona parte deve ancora prodursi.

Il contesto in cui la distanza tra legacy formale e legacy economica si vede meglio è lo Sliding Centre di Cortina. Va detto subito che l'impianto era una condizione necessaria per lo svolgimento dei Giochi Olimpici. Le gare di bob, skeleton e slittino richiedono una pista omologata, l'Italia non disponeva di una pista utilizzabile, e la scelta di ricostruire la "Eugenio Monti" sul sito della vecchia pista dismessa rispondeva a una logica di continuità con la storia sportiva del territorio. La questione sollevata dall'opera riguarda, la struttura economica degli eventi invernali, più che la legittimità della sua realizzazione. Già nel 2019 la commissione di valutazione del CIO giudicava il budget previsto per l'impianto sottostimato, invitava a sviluppare meglio il modello finanziario per la gestione successiva ai Giochi e suggeriva di confrontare costi e benefici con l'alternativa di utilizzare una pista esistente in un altro paese europeo (IOC Evaluation Commission, 2019). La candidatura ha proceduto con la ricostruzione, e a consuntivo l'opera è costata circa 125 milioni di risorse pubbliche.

Il piano economico-finanziario predisposto dal Comune di Cortina per la gestione post-olimpica, esaminato da KPMG per conto della Regione del Veneto, stima per la sola pista da bob ricavi annui intorno ai 527.000 euro a fronte di costi operativi che crescono da 1,11 a circa 1,16 milioni nel periodo 2027-2032, con un margine operativo negativo in ogni esercizio (Corte dei Conti, 2025). Per avvicinare l'equilibrio economico vengono aggiunti i ricavi attesi da alcuni asset immobiliari di legacy, tra cui l'ex Panificio destinato

alla locazione residenziale, la piazza ex Mercato a destinazione commerciale e due impianti a fune. Con questi apporti il fabbisogno di contributo pubblico necessario a far fronte alle perdite dello Sliding Centre si riduce progressivamente, da circa 580.000 euro nel primo anno dopo i Giochi a poco meno di 400.000 nel 2032, senza però azzerarsi entro l'orizzonte di piano (Corte dei Conti, 2025). Il quadro che ne esce è quello di un impianto che, anche nello scenario previsto dai suoi stessi gestori, non raggiunge un equilibrio autonomo e richiede un sostegno pubblico ricorrente, per quanto decrescente.

Inoltre KPMG osserva che i canoni ipotizzati per le unità abitative dell'ex Panificio, pari a 16 euro al metro quadro al mese, risultano inferiori ai valori correnti di mercato, e che in uno scenario di locazione non vincolato alle sole esigenze abitative locali i ricavi sarebbero più alti (Corte dei Conti, 2025). La sostenibilità dell'impianto dipende quindi anche da una scelta sul mercato immobiliare. Destinare gli alloggi alla residenzialità locale a canoni moderati riduce i ricavi della legacy e allarga il fabbisogno pubblico, mentre una valorizzazione a prezzi di mercato migliorerebbe i conti, ma rinunciarebbe alla funzione sociale dichiarata.

Nel complesso la pista da bob conferma sul campo quanto la letteratura aveva già individuato come tratto strutturale delle edizioni olimpiche invernali. Alcuni impianti indispensabili allo svolgimento delle gare presentano costi fissi elevati e una domanda successiva troppo ristretta per sostenerli, e diventano un costo ricorrente per il territorio piuttosto che una risorsa (Baade & Matheson, 2016). La classificazione formale come opera di legacy resta formalmente corretta, l'impianto rimane al territorio e vi svolgerà una funzione sportiva e turistica, ma la sua legacy economica è negativa e dipende da trasferimenti pubblici. In questo senso il caso descrive il prezzo strutturale che un'edizione invernale è costretta a sostenere per poter ospitare certe discipline, più che un fallimento gestionale specifico.

A questa lettura va aggiunta una componente che sfugge al piano economico-finanziario. Un impianto olimpico storico come la pista Eugenio Monti porta con sé un valore di immagine che per una località a forte vocazione turistica come Cortina può tradursi in attrattività, e quindi in un ritorno economico indiretto difficile da estrapolare dal piano economico della singola opera. Questo valore simbolico non è quantificabile in questa sede e il suo segno resta incerto. Può rivelarsi positivo, se il richiamo dell'eredità olimpica continua a essere apprezzato dai visitatori e rafforza il posizionamento della località. Può, invece, risultare negativo se col tempo prevale la percezione dell'impatto ambientale ed

estetico di una struttura di queste dimensioni in un contesto dolomitico di pregio. È un fattore che va tenuto presente accanto al dato finanziario, che però resta il riferimento principale per giudicare la sostenibilità dell'opera.

Classificare un'opera come legacy dice poco sulla sua capacità di produrre valore economico nel tempo. Le infrastrutture con il maggiore potenziale sulle dinamiche locali sono in larga parte ancora lontane dall'essere utilizzabili, e i loro effetti dipendono dall'opera fisicamente in funzione. Finché i cantieri restano aperti, o addirittura in gara d'appalto o in progettazione, quella parte della legacy rimane una promessa.

3.3 Sistema turistico e ricettivo delle aree ospitanti

3.3.1 Struttura dell'offerta e baseline turistica

Dal punto di vista turistico Milano è arrivata all'evento olimpico da una posizione di forza che prescinde dai Giochi stessi. Nel 2015, l'anno dell'Esposizione universale, la città aveva registrato circa 5,3 milioni di arrivi e 11,7 milioni di presenze. Nel 2024 gli arrivi erano saliti a 7,2 milioni e le presenze a 16,5 milioni (Comune di Milano, 2025). La serie mostra una crescita costante di medio periodo, interrotta temporaneamente dallo shock pandemico, ma pienamente recuperata negli anni successivi; è attraversata anche da un altro mega-evento come l'Expo senza che questo comporti una discontinuità duratura nella serie. La serie mostra una crescita di medio periodo che la pandemia ha interrotto e poi lasciato ripartire, e comprende già un grande evento come l'Expo senza che questo abbia modificato in modo stabile il ritmo dei flussi. Il turismo milanese cresce per ragioni proprie, legate alla domanda d'affari, fieristica e culturale, e negli anni la capacità ricettiva si è adeguata di conseguenza, lasciando al sistema spazio per accogliere flussi aggiuntivi senza pressioni di saturazione.

A Milano febbraio è un mese ordinario nel calendario ricettivo. Nel 2024 ha contato circa 521 mila arrivi e 1,19 milioni di presenze, cifre simili a quelle di gennaio e distanti dai picchi di luglio, ottobre e maggio, ciascuno sopra i 650 mila arrivi (Comune di Milano, 2025). L'evento olimpico si è svolto quindi in un periodo senza pressione stagionale particolare, dentro un sistema con capacità disponibile. In queste condizioni la domanda aggiuntiva dei Giochi si è potuto distribuire sia sui volumi sia sui prezzi, senza concentrarsi interamente sulla leva tariffaria come accade nei mercati saturi.

A Cortina il quadro è completamente diverso. Tra il 2011 e il 2025 gli arrivi sono cresciuti da circa 226 mila a 339 mila, un andamento di quasi il cinquanta per cento in più (Regione Veneto, 2025). Le presenze però sono rimaste attorno al milione per tutto il periodo, passando da 1,06 milioni nel 2011 a 1,08 milioni nel 2025, e la permanenza media è scesa da 4,7 a poco più di 3 notti. Una domanda in crescita che non si traduce in pernottamenti aggiuntivi è il segnale più diretto che l'offerta potrebbe aver raggiunto un tetto strutturale. Gli arrivi aggiuntivi trovano spazio soltanto a discapito della lunghezza dei soggiorni, non aumentando il volume complessivo delle notti vendute.

Nel 2024, ultimo anno con dati disponibili a riguardo, le presenze si sono divise quasi a metà tra il comparto alberghiero, con circa 544 mila pernottamenti, e quello

extralberghiero, con circa 451 mila. Nell'extralberghiero la componente principale è quella degli alloggi privati che coprono più della metà del comparto. È un patrimonio immobiliare diffuso tra numerosi proprietari e fatto di numerose seconde case, che cresce lentamente e segue le scelte dei singoli proprietari piuttosto che la logica dell'investimento ricettivo professionale. Questa componente ha anche subito un cambiamento brusco negli anni recenti. Le presenze in alloggi privati superavano le 400 mila unità fino al 2017 e sono poi scese sotto le 250 mila a partire dal 2018, un calo concentrato in pochi anni che i dati disponibili non permettono di attribuire con certezza, e che potrebbe riflettere tanto un mutamento della domanda quanto un effetto delle nuove regole sulla registrazione delle locazioni brevi (Regione Veneto, 2025).

Le presenze negli alberghi a quattro e cinque stelle erano circa 269 mila nel 2011, sono scese a 232 mila nel 2024 e risalite a 273 mila nel 2025, un andamento oscillante senza una direzione chiara. La categoria a tre stelle ha, invece, percorso una traiettoria più netta, crescendo da 210 mila a quasi 300 mila presenze nello stesso periodo. Le strutture a una e due stelle pesano ormai meno del due per cento del totale (Regione Veneto, 2025). Il quadro che emerge è quello di un'offerta alberghiera che si riqualifica verso categorie superiori senza però aumentare lo stock di posti letto complessivo, e questa dinamica spiega almeno in parte perché le presenze totali restino ferme nonostante la crescita degli arrivi.

Nel 2025 gli stranieri rappresentano circa il 57 per cento delle presenze a Cortina, con i mercati statunitense, britannico, tedesco e francese tra i principali (Regione Veneto, 2025). È una domanda ad alta capacità di spesa e già fortemente selezionata, che nei periodi di punta occupa la capacità disponibile senza lasciare margini significativi per flussi aggiuntivi. Cortina arriva, quindi, all'evento con un sistema ricettivo vicino al suo tetto nei mesi di alta stagione, una composizione della domanda di fascia alta e un'offerta particolarmente rigida che non si espande in modo apprezzabile nel breve periodo.

Le altre sedi montane hanno profili ricettivi diversi da Cortina, ma partono tutte dalle stesse condizioni di base come mercati piccoli, offerta rigida e stagionalità concentrata negli stessi periodi. Bormio attira soprattutto sciatori italiani con un'ospitalità di tipo tradizionale. Livigno ha una storia diversa, il regime extradoganale ne ha alimentato la vocazione commerciale prima che quella turistica, e la clientela è in larga parte giovane e europea. La Val di Fiemme, sede delle gare nordiche, ha un'economia turistica più legata allo sci di fondo nel periodo invernale ed ha una maggiore vocazione turistica estiva.

3.3.2 Effetti sulla performance ricettiva e sostenibilità della domanda

A Milano la domanda olimpica è arrivata in un mese che parte già da livelli ordinari. Febbraio 2024 contava circa 521 mila arrivi e il sistema ricettivo aveva la capacità per accogliere un afflusso aggiuntivo senza avvicinarsi al limite. In queste condizioni l'incremento legato ai Giochi ha potuto manifestarsi sia come maggiore occupazione sia come tariffe più alte nelle settimane di gara, distribuendosi tra le due variabili invece di concentrarsi su una sola. L'esperienza dell'Esposizione universale del 2015 offre un termine di paragone utile. Quell'anno la città registrò un picco di presenze, ma già nel 2016 i flussi tornarono sui valori precedenti, e la crescita robusta del decennio seguente è proseguita per ragioni che con Expo avevano poco a che fare (Comune di Milano, 2025). Un grande evento lascia a un mercato urbano di queste dimensioni un beneficio concentrato nei giorni della manifestazione, che rientra in fretta una volta finita. Per gli operatori milanesi il ritorno è reale ma circoscritto nel tempo, e difficilmente giustifica investimenti ricettivi pensati appositamente per i Giochi.

A Cortina la situazione è governata dal tetto di capacità descritto in precedenza. Febbraio è uno dei mesi di punta della stagione invernale, secondo solo al mese di agosto nel calendario del comprensorio Cortina-Dolomiti, dove le presenze del mese si aggirano da anni attorno alle 390 mila unità (Regione Veneto, 2026). Nel febbraio 2026, quello dei Giochi, il comprensorio ha registrato 406.493 presenze. Il confronto con gli anni immediatamente precedenti è la cosa più istruttiva, perché i mesi di febbraio del 2023, 2024 e 2025 avevano già toccato valori tra le 383 mila e le 417 mila presenze senza alcuna Olimpiade in corso. Il mese olimpico si colloca all'interno della normale oscillazione dei mesi di febbraio recenti e non se ne distacca in modo visibile.

In un mese già saturo, la domanda generata dall'evento non poteva tradursi in un aumento sostanziale dei pernottamenti, semplicemente perché i posti letto erano in larga parte già occupati dalla clientela invernale abituale. Lo spazio per crescere nei volumi era minimo, e infatti i volumi sono cresciuti poco. L'aggiustamento si è quindi spostato sul prezzo. Quando l'occupazione è prossima al massimo e sopraggiunge una domanda ulteriore, sono le tariffe a salire, e il ricavo per camera disponibile aumenta per effetto del prezzo più che del riempimento. In un contesto del genere l'incremento tariffario va quasi per intero a margine, perché i costi della struttura sono già coperti dalla domanda ordinaria, e ogni notte venduta a tariffa olimpica incrementa il risultato economico molto più di una notte normale.

Su questo punto va dichiarato un limite. I dati di tariffa media e di ricavo per camera disponibile a Cortina durante i Giochi non rientrano tra quelli reperibili per questa analisi, e l'effetto sui prezzi resta, quindi, una deduzione fondata sul comportamento dei volumi e sul meccanismo della leva tariffaria, non una misura diretta. La deduzione è solida, perché il dato delle presenze conferma che l'aggiustamento non poteva passare per la quantità, ma quantificare di quanto siano salite le tariffe richiederebbe rilevazioni di settore che qui non sono disponibili.

C'è poi un canale di offerta che le statistiche ricettive colgono solo in parte. In una località con un patrimonio così ampio di seconde case, una quota della capacità che si attiva durante l'evento viene dai proprietari privati che offrono l'alloggio in locazione breve per il periodo dei Giochi. Chi possiede un immobile a Cortina può così intercettare una parte della rendita tariffaria generata dall'evento, e questo collega il mercato turistico a quello immobiliare, di cui si occupa la sezione seguente.

Guardando la distribuzione delle presenze lungo l'anno emerge il nodo economico del sistema. Nel comprensorio il mese di agosto da solo vale circa il ventidue per cento delle presenze annue e luglio il diciassette, mentre febbraio e gennaio si fermano attorno al dodici per cento ciascuno (Regione Veneto, 2026). I mesi di aprile, maggio, ottobre e novembre messi insieme non arrivano al sette per cento del totale. L'attività si concentra in due stagioni separate da lunghi periodi di bassa occupazione, e l'evento si è svolto nel pieno di una di queste due stagioni. Non ha inciso sul problema che pesa di più sui conti delle strutture turistiche, ovvero la stagionalità della domanda turistica.

Da qui nasce il rischio finanziario più rilevante sul fronte turistico. Se l'attesa dei Giochi ha spinto a investire in nuovi posti letto, quella capacità aggiuntiva si scarica su un sistema che già fatica a riempirsi fuori stagione, e il suo rendimento dipende dai pochi mesi ad elevato utilizzo. Un evento concentrato su due settimane di febbraio non modifica la struttura stagionale della domanda e non assicura il ritorno di investimenti dimensionati sull'aspettativa olimpica. L'obiettivo di contrastare lo spopolamento della montagna, dichiarato tra le finalità della manifestazione, va letto tenendo conto che proviene da una fonte interna al progetto (Fondazione Milano Cortina 2026, 2025), e va confrontato con quanto emerso nel secondo capitolo, dove per gli eventi invernali l'effetto sugli arrivi nel medio periodo si è rivelato modesto quando non assente.

I dati disponibili consentono di descrivere la struttura di partenza dei due mercati e di ricostruire la natura probabile dell'effetto, tariffario a Cortina e distribuito tra volumi e prezzi a Milano. Non consentono di misurarlo con precisione, sia perché mancano i dati di tariffa, sia perché il confronto tra il febbraio olimpico e quelli precedenti soffre del problema del controfattuale già discusso. Non è possibile sapere quante presenze ci sarebbero state a febbraio 2026 in assenza dei Giochi, e quindi nemmeno isolare con certezza la quota attribuibile all'evento. Una valutazione conclusiva degli effetti sul turismo delle aree ospitanti sarà possibile solo con i dati dei due o tre anni successivi, letti contro l'andamento di lungo periodo.

3.4 Il mercato immobiliare delle aree ospitanti

3.4.1 I mercati principali e le condizioni di partenza

Milano e Cortina arrivano all'evento da condizioni strutturalmente diverse. Questa distanza incide sul tipo di effetto che i Giochi possono aver prodotto su ciascun mercato e sulla possibilità concreta di misurarlo.

Milano è un mercato immobiliare grande e liquido, con un numero elevato di compravendite ogni anno e prezzi osservabili con continuità. Attira capitali nazionali ed esteri e negli ultimi anni ha attraversato una fase di rivalutazione diffusa, sostenuta dalla riqualificazione di interi quartieri e da una domanda abitativa e di investimento robusta. Questa traiettoria è cominciata prima dell'assegnazione dei Giochi e prosegue per ragioni proprie, legate al ruolo della città come polo economico e finanziario più che a un singolo evento.

L'intervento immobiliare direttamente collegato all'Olimpiade è il Villaggio Olimpico di Porta Romana, realizzato sull'area di un ex scalo ferroviario. Si tratta, come già ricordato, di una struttura permanente destinata dopo i Giochi a studentato universitario, inserita in un piano di rigenerazione dell'area definito prima e indipendentemente dall'assegnazione (IOC Evaluation Commission, 2019). L'opera aggiunge nuovo stock abitativo a un mercato che lo assorbe senza difficoltà, e il suo effetto sui valori della zona si confonde con la trasformazione urbana più ampia di cui fa parte.

In un mercato di queste dimensioni l'effetto dell'evento sui prezzi è quasi impossibile da distinguere. Il valore di un immobile, come visto nel primo capitolo, riflette il reddito atteso e il rendimento richiesto dal mercato, e a Milano entrambe le componenti rispondono a forze che vanno molto oltre l'Olimpiade, dai tassi di interesse ai movimenti dei capitali internazionali. Un eventuale contributo dei Giochi alla dinamica dei prezzi si somma a questi fattori senza potersi isolare, e per questo l'analisi del mercato milanese resta su un piano qualitativo.

Cortina si colloca all'estremo opposto rispetto a Milano. Intervistando Giovanni Valle, titolare dell'Agenzia Menardi, la più antica agenzia immobiliare del territorio, è emerso che secondo le sue stime le quotazioni per gli immobili residenziali vadano oggi da circa 10.000 euro al metro quadrato nelle zone periferiche ai 20.000-25.000 di quelle centrali, valori che collocano il mercato tra i più cari d'Italia (Valle, 2026). Le rilevazioni OMI segnano cifre molto più basse, intorno ai 13.000 euro al metro quadro nella zona di pregio

del centro (Agenzia delle Entrate, 2025), ma lo scarto è normale, perché su un mercato con poche transazioni le quotazioni ufficiali colgono in modo errato i valori di mercato di fascia alta come quelli in questione e tendono a sottostimarli. Il dato dell'operatore, considerata la sua conoscenza del settore, resta perciò il riferimento più realistico sul livello effettivo dei prezzi.

Dal 1979 il piano regolatore limita al massimo la costruzione di nuovi edifici, motivo per cui nel comune risultano costruite soltanto cinque abitazioni nuove, e tutto il resto dello sviluppo è passato dalla ristrutturazione di edifici preesistenti, spesso vecchi fienili riconvertiti ad abitazioni residenziali. L'area urbanizzata si ferma intorno al tre per cento del territorio comunale, e il volume delle compravendite residenziali si aggira attorno alle cinquanta unità l'anno, numeri che fanno di Cortina un mercato particolarmente illiquido e con un'offerta molto rigida (Valle, 2026).

Una quota rilevante del patrimonio immobiliare è in mano a non residenti, che utilizzano gli immobili a scopo personale per periodi limitati. Questo orienta la domanda verso una logica patrimoniale e turistica più che abitativa, e lega il valore degli immobili all'attrattiva della destinazione. Gli investitori istituzionali sono assenti perché il rendimento da locazione, rimasto quasi sempre sotto all'1% (Valle, 2026), risulta troppo basso per giustificare l'investimento. A Cortina si compra soprattutto per l'apprezzamento atteso del bene e per l'utilizzo diretto.

All'interno del comune il mercato è molto disomogeneo. Tra zone più o meno centrali il prezzo può essere più del doppio di quelle periferiche, e oltre alla posizione pesano la qualità e l'esposizione del singolo immobile (Valle, 2026). Sul comparto commerciale la divaricazione è ancora più netta, con valori che possono ridursi fino a un quarto spostandosi da Corso Italia a una via parallela. Un eventuale effetto dei Giochi si concentrerebbe probabilmente quindi nelle microzone più richieste piuttosto che sull'intero comune, in linea con i casi del secondo capitolo, dove l'apprezzamento si legava alla vicinanza alle sedi e alle nuove infrastrutture.

Una conferma indiretta del livello generale dei valori viene dal piano economico-finanziario dello Sliding Centre, dove la verifica svolta da KPMG osservava che i canoni ipotizzati per gli alloggi dell'ex Panificio, fissati a livello calmierato, erano inferiori a quelli ottenibili alle condizioni di mercato (Corte dei Conti, 2025).

3.4.2 Effetti sui valori e distribuzioni tra i soggetti

Per valutare se a Cortina i prezzi abbiano già incorporato le aspettative olimpiche, il punto di partenza è ricostruire quale fosse la situazione del mercato immobiliare a ridosso della candidatura olimpica. Si deve considerare che per moltissimi anni i prezzi degli immobili erano cresciuti quasi senza soste, spinti dalla scarsità di offerta, e fino al 2011 non avevano mai registrato cali significativi. La crisi economica di quel periodo ha prodotto una correzione al ribasso dei prezzi attorno al -50%, seguita da circa cinque o sei anni di relativa stagnazione (Valle, 2026). I valori hanno ricominciato a salire dal 2018 e sono tornati sui livelli precedenti la crisi soltanto negli ultimi due anni. I dati OMI non catturano questa dinamica illustrata da Valle, dato che le serie da essi ricavate restano piatte dal 2016 al 2024 e si muovono solo nel 2025 ed in modo abbastanza lieve (Agenzia delle Entrate, 2025). Le rilevazioni ufficiali reagiscono presumibilmente con ritardo alle variazioni e faticano ad intercettare i prezzi effettivi in mercati con poche transazioni come quello di Cortina, per cui il recupero reale è probabilmente cominciato prima di quanto la serie lasci vedere.

Su questo quadro si inserisce l'assegnazione dei Giochi Olimpici nel 2019. Secondo Valle i prezzi, già in salita per la carenza strutturale di offerta, potrebbero aver ricevuto una spinta ulteriore dopo la candidatura olimpica, pur senza che un nesso causale diretto sia verificabile (Valle, 2026). È verosimile che l'aspettativa legata ai Giochi abbia agito da leva accelerando un aumento che era comunque in atto. La dinamica coinciderebbe con quella osservata altrove dove i valori cominciano a muoversi già dall'annuncio dell'evento più che dal suo svolgimento (Kavetsos, 2012). Isolare quanto del rialzo recente dipenda dall'attesa olimpica non è possibile all'interno di questa tesi, in quanto la rilevazione ufficiale si aggiorna in ritardo e il movimento del 2025 si somma a una ripresa del mercato già avviata da alcuni anni.

In un mercato dominato dalle seconde case i primi a beneficiare dell'apprezzamento sono stati i proprietari non residenti, che hanno visto crescere i valori di immobili utilizzati solo per alcune parti dell'anno. Durante l'evento i proprietari hanno potuto mettere gli immobili in locazione breve e intercettare i canoni elevati del periodo, sommando alla rivalutazione patrimoniale un reddito straordinario di breve durata.

Sul lato opposto si trova chi a Cortina vive e lavora tutto l'anno. La crescita dei valori si trasmette ai canoni richiesti per le nuove locazioni, come osservato nel secondo capitolo,

e rende più difficile l'accesso all'abitazione per i residenti e per i lavoratori stagionali del turismo. Kontokosta segnala che proprio nelle aree valorizzate dagli eventi olimpici l'aumento dei prezzi può aggravare i problemi di accessibilità abitativa e innescare processi di sostituzione della popolazione residente (Kontokosta, 2012)

Il caso dell'ex Panificio mostra questa tensione in forma concreta. Destinare gli alloggi a canoni calmierati per i residenti invece che a valori di mercato riduce i ricavi della legacy e amplia il fabbisogno di contribuzione pubblica, ma risponde all'esigenza di trattenere popolazione stabile in una località dove il mercato libero tenderebbe a espellerla. La stessa operazione che sul piano finanziario appare in perdita svolge quindi una funzione redistributiva, e le due letture vanno tenute insieme. Una parte della letteratura propone di recuperare con strumenti pubblici una quota del valore creato dagli eventi, dato che i benefici della rigenerazione tendono altrimenti a concentrarsi sui soggetti privati (Lopes Dos Santos, et al., 2025). Nel caso di Cortina un meccanismo di questo genere non risulta previsto, e la distribuzione del valore segue perciò la struttura della proprietà.

A Milano la pressione sui valori si distribuisce su un mercato ampio e articolato, dove la domanda abitativa ordinaria assorbe le variazioni senza che si crei la tensione tipica di una piccola località. Eventuali aumenti nelle zone interessate dagli interventi olimpici si inseriscono in una dinamica di rivalutazione già in corso da anni, e il completamento del Villaggio di Porta Romana inciderà sul quartiere più per la chiusura del processo di rigenerazione dell'area che per il suo legame con la manifestazione. Il valore eventualmente generato dall'evento resta perciò diluito e difficile da ricondurre a un soggetto specifico.

Resta il problema di fondo dell'intera analisi immobiliare, cioè la difficoltà di attribuire ai Giochi una variazione dei valori. Il mercato delle località alpine di pregio ha conosciuto dopo il 2020 una fase di domanda crescente, legata a trend di lungo periodo che con l'Olimpiade non hanno alcun rapporto causale, dalla riscoperta della montagna come luogo di soggiorno prolungato alla maggiore diffusione del lavoro a distanza. Una parte della rivalutazione di Cortina, maturata negli stessi anni in cui crescevano le aspettative olimpiche, è quindi riconducibile a queste dinamiche generali, e separare le due componenti non è possibile con i dati disponibili. A questo si aggiunge che un mercato con poche decine di transazioni l'anno non consente analisi statistiche affidabili, perché una singola compravendita di pregio può spostare in modo sensibile i valori medi. Hur e Watanabe, studiando il mercato residenziale delle piccole comunità che ospitano grandi

eventi, mostrano quanto sia difficile costruire una valutazione attendibile in contesti simili (Hur & Watanabe, 2025).

Conclusioni

Con questa tesi si è cercato di chiarire quando e come gli effetti economici di un mega-evento si realizzino effettivamente sul mercato turistico-ricettivo e su quello immobiliare. L'analisi si è concentrata in particolare sui meccanismi attraverso cui questi effetti raggiungono i mercati considerati, sul loro impatto, sulla loro entità, sulla loro durata e sulla loro effettiva relazione causale con l'evento stesso. I risultati emersi dal lavoro evidenziano che tali effetti spesso esistono, ma che spesso la loro entità è più contenuta di quanto la retorica delle candidature lasci intendere, e che la parte destinata a durare dipende dalle infrastrutture permanenti realizzate molto più che dalla manifestazione in sé. L'Olimpiade Milano-Cortina 2026 ha offerto un caso di studio utile per la sua configurazione policentrica che ha messo a confronto mercati profondamente diversi tra loro.

Il quadro teorico ha individuato i canali attraverso cui un mega-evento raggiunge i mercati locali. Il primo è turistico-ricettivo e agisce sulla domanda concentrata nelle settimane delle gare, che spinge occupazione e tariffe. Quello infrastrutturale si attiva nella fase preparatoria, con effetti più duraturi condizionati però alla realizzazione effettiva delle opere. Sul fronte immobiliare i prezzi anticipano gli altri due canali, perché incorporano le aspettative già dall'anno dell'assegnazione. Quando i flussi crescono migliorano occupazione e tariffe delle strutture ricettive, e quella performance operativa si trasmette al valore patrimoniale dell'asset attraverso la compressione dei rendimenti richiesti e questo rende quindi finanziariamente rilevante una variazione significativa della domanda turistica. Il meccanismo di trasmissione dipende però dalla struttura del territorio e dalla rigidità della sua offerta, e non si attiva ovunque allo stesso modo in tutti i territori coinvolti.

Il divario tra stime ex ante e risultati ex post è documentato in quasi ogni edizione olimpica dal 1960 e difficilmente attribuibile a errori tecnici, il problema viene invece ricondotto al fatto che il sistema di incentivi delle candidature premia le previsioni con impatti sovrastimati. Costruire un controfattuale credibile risulta essere uno dei problemi maggiori identificati dalla letteratura; tuttavia alcuni studi che usano come gruppo di controllo le città candidate non assegnatarie ottengono risultati più contenuti rispetto a quelli fondati su confronti meno rigorosi.

Gli effetti sul turismo ci sono, ma si concentrano nell'anno della manifestazione, con le edizioni invernali più deboli di quelle estive. Sul mercato immobiliare la componente che si consolida nel tempo è quella legata alle infrastrutture permanenti effettivamente in funzione, mentre la spinta alimentata dalla sola attesa dell'evento tende a rientrare una volta conclusa la manifestazione.

Con riferimento al caso specifico di Milano-Cortina 2026, il piano delle opere ha fatto emergere uno scarto tra la legacy formale e quella economica. La qualificazione contabile di un'opera come eredità dei Giochi non garantisce che da quella spesa derivi un valore residuo adeguato, e il caso dello Sliding Centre di Cortina lo evidenzia con molta chiarezza. Si tratta di un impianto necessario allo svolgimento delle gare e quindi allo svolgimento dell'evento, ma la cui gestione successiva difficilmente raggiunge l'equilibrio economico senza un sostegno pubblico ricorrente. A questo si aggiunge che una parte rilevante del piano risulta ancora incompiuta al momento della redazione di questa tesi, e che le opere con il maggiore potenziale di effetto duraturo sui mercati locali, cioè quelle legate all'accessibilità delle sedi montane, sono tra quelle non ancora completate e non ancora in funzione. La loro legacy economica resta perciò una promessa condizionata al completamento.

Dal punto di vista turistico le due aree olimpiche principali sono caratterizzate da situazioni di partenza e risultati differenti. Milano è arrivata all'evento con ampi margini di capacità e ha assorbito la domanda olimpica distribuendola tra volumi e tariffe, con un beneficio reale e circoscritto ai giorni della manifestazione, destinato a riassorbirsi rapidamente come già era accaduto con l'Expo del 2015. Cortina partiva invece da un sistema vicino alla saturazione nei mesi di alta stagione, con un'offerta rigida che non si può espandere a causa dei vincoli urbanistici, e l'effetto si è scaricato prevalentemente sulle tariffe. Le presenze del mese olimpico risultano in linea con quelle dello stesso periodo negli anni precedenti; per gli operatori il guadagno tariffario è andato probabilmente quasi del tutto a margine visto che i costi fissi erano già coperti dalla domanda invernale ordinaria.

Sul mercato immobiliare la distanza tra i due poli è ancora più marcata. A Milano l'eventuale effetto dei Giochi si somma a una rivalutazione urbana già in corso per ragioni proprie, e il Villaggio di Porta Romana inciderà sul quartiere più per la chiusura del processo di rigenerazione dell'area che per il suo legame con la manifestazione. Cortina è caratterizzata da un mercato piccolo e a vocazione prevalentemente patrimoniale, dove

il rendimento da locazione storicamente basso tiene lontani gli investitori istituzionali ed internazionali e la domanda immobiliare risponde più all'apprezzamento atteso del bene o ad interessi personali degli acquirenti più che a una logica di investimento reddituale. È verosimile ritenere che l'assegnazione del 2019 abbia accelerato un mercato già teso, ma è anche vero che il movimento al rialzo recente dei valori si sovrappone a una ripresa del mercato alpino che con l'Olimpiade non ha un rapporto causale verificabile, e isolare le due componenti non è attualmente ancora possibile. In entrambi i poli considerati la distribuzione del valore ha seguito la struttura della proprietà, e senza un meccanismo di recupero pubblico i benefici si sono concentrati su chi già possedeva gli immobili nelle aree interessate.

Riguardo alle osservazioni empiriche svolte riguardo al caso olimpico oggetto di analisi sono state riscontrate delle carenze statistiche che hanno inciso in senso negativo sulla completezza dei risultati. Non sono risultate reperibili le tariffe medie o i ricavi per camera a Cortina durante i Giochi a causa della vicinanza temporale all'evento. L'effetto presunto sui prezzi resta perciò una deduzione fondata sul comportamento dei volumi più che una misura diretta. Sul mercato immobiliare la scarsità delle transazioni rende inattendibili le serie statistiche ufficiali e ha imposto come unica soluzione quella di consultare un operatore del mercato immobiliare locale con una conoscenza approfondita del settore. Il limite più rilevante è però temporale, perché le opere con il maggiore potenziale di effetto strutturale non erano ancora operative al momento dell'analisi, e una valutazione condotta a ridosso dell'evento coglie, quindi, soltanto una parte del quadro.

Gli effetti più rilevanti di questa edizione olimpica devono ancora realizzarsi. Se e quando le varianti stradali e gli interventi ferroviari delle sedi montane entreranno in funzione, cambieranno le condizioni di partenza di quei mercati, e le serie turistiche e immobiliari degli anni successivi consentiranno di verificare se e dove si produrrà una rivalutazione stabile.

Il confronto tra le sedi dove le nuove infrastrutture saranno operative e quelle dove non erano previste sarà la prova più diretta dell'argomento che percorre questo lavoro, secondo cui l'effetto duraturo di un mega-evento sui mercati locali dipende dall'opera permanente in funzione più che dall'evento in sé.

Bibliografia

- Agenzia delle Entrate, 2025. *Quotazioni immobiliari OMI – Cortina d'Ampezzo*.
[Online]
Available at: <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/aree-tematiche/osservatorio-del-mercato-immobiliare-omi>
- Altin, M., Koseoglu, M. A., Yu, X. & Riasi, A., 2018. Performance measurement and management research in the hospitality and tourism industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Volume 30, pp. 1172-1189.
- Aragão, T. & Maennig, W., 2013. Mega sporting events, real estate, and urban social economics - the case of Brazil 2014/2016. *Hamburg Contemporary Economic Discussions*, pp. 1-22.
- Baade, R. A. & Matheson, V. A., 2016. Going for the Gold: The Economics of the Olympics. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 30, pp. 201-218.
- Boto-García, D. & Santana-Gallego, M., 2026. Old questions, new methods: Revisiting the economic effects of hosting mega-sport events. *Tourism Management*, Volume 113, pp. 1-20.
- Brown, G., Smith, A. & Assaker, G., 2016. Revisiting the host city: An empirical examination of sport involvement, place attachment, event satisfaction and spectator intentions at the London Olympics. *Tourism Management*, 160-172, Volume 55, p. 13.
- Chattopadhyay, M. & Mitra, S. K., 2019. Determinants of revenue per available room: Influential roles of average daily rate, demand, seasonality and yearly trend. *International Journal of Hospitality Management*, Volume 77, pp. 573-582.
- Coates, D. & Matheson, V., 2011. Mega-events and housing costs: raising the rent while raising the roof?. *The Annals of Regional Science*, Volume 46, pp. 119-137.
- Comune di Milano, 2025. *Movimenti negli esercizi ricettivi – Comune di Milano*.
[Online]
Available at: <https://milanostatistica.comune.milano.it>
- Confindustria Assoimmobiliare, 2025. *L'evoluzione del settore residenziale in Italia: Innovazione, Sostenibilità, Accessibilità*, Milano: Confindustria Assoimmobiliare.

Corte dei Conti, 2025. *Deliberazione n. 68/2025/G — Fondo opere destinato alla realizzazione delle Olimpiadi Invernali 2026*, Roma: Corte dei conti — Sezione centrale di controllo sulla gestione delle Amministrazioni dello Stato.

Crevoisier, O. et al., 2025. The role of real estate in the development of cities and region: Territorial real estate and economic system. *progress in Economic Geography*, Volume 3, pp. 1-13.

Dansero, E. & Mela, A., 2006. *Per una teoria del ruolo dei grandi eventi nei processi di territorializzazione*, Torino: XXVII Conferenza Italiana di Scienze Regionali.

Falk, M. T. & Vieru, M., 2021. Short-term hotel room price effects of sporting events. *Tourism Economics*, Volume 27, pp. 569-588.

Firgo, M., 2021. The Causal economic effects of Olympic Games on host region. *Regional Science and Urban Economics*, Volume 88.

Flyvbjerg, B., 2009. Survival of the unfittest: why the worst infrastructure gets built - and what we can do about it. *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 25, pp. 344-367.

Flyvbjerg, B., Budzier, A. & Lunn, D., 2021. Regression to the tail: Why the Olympics blow up. *Environment and Planning A: Economy and Space*, Volume 53, pp. 233-260.

Fondazione Milano Cortina 2026, 2025. *Sustainability, Impact and Legacy Report 2024*, Milano: Fondazione Milano Cortina 2026.

Fourie, J. & Santana-Gallego, M., 2022. Mega-sport events and inbound tourism: New data, methods and evidence. *Tourism Management Perspectives*, Volume 43.

Geltner, D., Norman, M., Clayton, J. & Eichholtz, P., 2010. *Commercial Real Estate Analysis & Investment*. s.l.:Cengage Learning.

Getz, D., 2008. Event tourism: Definition, evolution, and research. *Tourism Management*, Volume 29, pp. 403-428.

Gyourko, J. & Molloy, R., 2014. *Regulation and Housing Supply*, s.l.: National Bureau of Economic Research.

- Han, S.-J. et al., 2022. Effects of the Olympic Announcement and the Actual Event on Property Values: The Case of the 2018 PyeongChang Winter Olympic Games. *Sustainability*, Volume 14.
- He, X., Lin, Z. & Liu, Y., 2018. *Volatility and Liquidity in the Real Estate Market*, Dalian: Surrey International Institute and International Business College.
- Hodari, D., Balla, P. J. & Aroul, R. R., 2017. The Matter of Encumbrance: How Management Structure Affects Hotel Value. *Cornell Hospitality Quarterly*, Volume 58, pp. 293-311.
- Hur, C. H. & Kim, K., 2023. The anticipated legacies of mega sporting events: An econometric analysis of Olympic announcement effect on the real estate market in small communities. *Applied Economics*, Volume 55, pp. 823-838.
- Hur, C. H. & Watanabe, N., 2025. A monetary valuation of hosting a sport mega-event via residential real estate markets in small host communities: evidence from post-event analysis. *European Sport Management Quarterly*, Volume 25, pp. 1074-1094.
- IOC Evaluation Commission, 2019. *Report of the IOC Evaluation Commission: XXIV Olympic Winter Games 2026 – Candidatures Milano Cortina and Stockholm Åre*, Lausanne: International Olympic Committee.
- Jago, L. K., 1997. *Special Events and Tourism Behaviour: A Conceptualization and an Empirical Analysis from Values Perspective*, Melbourne: s.n.
- Jakar, G. & Philippou, C., 2025. Legacy and urban regeneration: long-term local impact of the London 2012 Olympic Games. *European Planning Studies*, Volume 33, pp. 183-203.
- Kavetsos, G., 2012. The Impact of the London Olympics Announcement on Property Prices. *Urban Studies*, Volume 49, pp. 1453-1470.
- Knott, B., Fyall, A. & Jones, I., 2015. The nation branding opportunities provided by a sport mega-event: South Africa and 2010 FIFA World Cup. *Journal of Destination Marketing & Management*, Volume 4, pp. 46-56.
- Kontokosta, C., 2012. The Price of Victory: The Impact of the Olympic Games on Residential Real Estate Markets. *Urban Studies*, Volume 49, pp. 961-978.

Li , Y., 2014. *Impact of the Olympic Games on the host city's lodging Market*, Newark: s.n.

Lopes Dos Santos, G., Morais De Sá, A. & Condessa, B., 2025. Olympic regeneration vs. social (in)justice: Value capture as a referee. *Cities*, Volume 156.

Mancini, A. L. & Papini, G., 2021. *All that glitters is not gold. The economic impact of the Turin Winter Olympics*, Roma: Banca d'Italia.

Massiani, J., 2018. Assessing the economic impact of mega events using Computable General Equilibrium models: Promising and compromises. *Economic Modelling*, Volume 75.

Monclús, F.-J., 2003. The Barcelona model: and an original formula? From 'reconstruction' to strategic urban projects (1979–2004). *Planning Perspectives*, Volume 18, pp. 399-421.

MSCI, 2025. *MSCI Property Index Methodology*, s.l.: MSCI inc..

Müller , M., 2015. What makes an event a mega-event? Definitions and sizes. *Leisure Studies*, 11, Volume 34, pp. 627-642.

Müller, M., Gogishvili, D. & Wolfe, S. D., 2022. The structural deficit of the Olympics and the World Cup: Comparing cost against revenues over time. *Environment and Planning A: Economy and Space*, Volume 54, pp. 1200-1218.

Newell , G. & Seabrook, R., 2006. Factors influencing otel investment decision making. *Journal of Property Investment & Finance*, Volume 24, pp. 279-294.

Pan, C.-M., 2007. Market dmand variations, room and capacity and optimal hotel room rates. *International Journal of Hospitality and Management*, 09, p. 6.

Regione Veneto, 2025. *Movimento turistico nel Veneto – Comune di Cortina d'Ampezzo*. [Online]

Available at:

https://statistica.regione.veneto.it/banche_dati_economia_turismo_turismo6.jsp

Regione Veneto, 2026. *Movimento turistico nel Veneto – Dati mensili per comprensorio – Dolomiti-Cortina*. [Online]

Available at: https://statistica.regione.veneto.it/banche_dati_economia_turismo.jsp

Sainaghi, R. & Mauri, A., 2018. The Milan World Expo 2015: Hospitality operating performance and seasonality effects. *International Journal of Hospitality Management*, Volume 72, pp. 32-46.

Scandizzo, P. L. & Pierleoni, M. R., 2018. Assessing the Olympic Games: The economic impact and beyond. *Journal of Economic Surveys*, Volume 32, pp. 649-682.

SIMICO S.p.A., 2026. *SIMICO – Piano delle opere*. [Online]

Available at: <https://www.simico2026.it>

[Consultato il giorno 2026].

Sodini, P., Van Nieuwerburgh, S., Vestman, R. & von Lilienfeld-Toal, U., 2016. *Identifying the benefits from homeownership: a swedish experiment*, Cambridge: National Bureau of Economic Research.

UN Tourism Glossary, 2026. *Glossary of tourism terms*. [Online]

Available at: <https://www.untourism.int/glossary-tourism-terms>

Valle, G., 2026. *Intervista personale rilasciata all'autore* [Intervista] (06 2026).