



Il punto sull'**Office** **Real Estate**

2026



Premessa

Rischi, polarizzazione e nuove traiettorie di valore nel mercato degli uffici

L'asset class ufficio non è scomparsa: si è trasformata radicalmente.

Dopo la frattura pandemica, il settore ha attraversato tre fasi distinte:

- compressione e shock reputazionale,
- ridefinizione della domanda,
- polarizzazione strutturale del valore.

Oggi il mercato non premia più la mera presenza di metri quadrati, ma la qualità integrata dell'esperienza, la solidità del tenant mix e la capacità dell'asset di generare attrattività organizzativa.

Questo White Paper analizza con approccio analitico e comparativo:

- l'evoluzione dell'ufficio dal pre-pandemia al nuovo ciclo selettivo,
- la dinamica di polarizzazione tra immobili prime e secondari,
- le implicazioni per investitori, operatori e corporate real estate manager,
- le opportunità emergenti per capitali pazienti e strategie value-add,
- i segnali macro che delineano il futuro dell'asset class.

Index

- 01** Executive summary
- 02** La pandemia come catalizzatore di trasformazioni strutturali nel mondo dell'ufficio
- 03** Le grandi traiettorie globali (2020–2025): densità/qualità, hybrid, flight to quality, compressione e riconversione
- 04** Analisi per continente: divergenze strutturali e convergenze di lungo periodo
- 05** Il cambiamento del ruolo dell'ufficio: da infrastruttura di controllo a piattaforma culturale, sociale e di benessere
- 06** Le strategie dei grandi player immobiliari: capitale, flessibilità e riposizionamento nell'era post-pandemica
- 07** Il nuovo modello spaziale: dalla standardizzazione alla progettazione intenzionale dell'esperienza
- 08** Indicatori chiave 2020–2025: metriche quantitative della trasformazione
- 09** Rischi e scenari 2026–2030: tra stabilizzazione, ritorno selettivo e shock tecnologico
- 10** Implicazioni strategiche per investitori e operatori: capitale selettivo, metriche evolute e riposizionamento come motore di valore
- 11** Case studies internazionali: riposizionamento, conversioni e headquarters post-pandemia
- 12** Conclusioni: selettività, polarizzazione e nuove opportunità nell'asset class office



Executive summary

Nel 2019 l'ufficio era ancora, per molti investitori, un'infrastruttura relativamente prevedibile: contratti lunghi, conduttori corporate solidi, compressione dei rendimenti trainata da liquidità abbondante e tassi bassi. La metrica dominante era la location; la leva di valore era la stabilità del cash flow; la narrativa era quella di un asset core difensivo, quasi assimilabile a un bond immobiliare.

Il 2020 ha interrotto bruscamente questa traiettoria. La pandemia non ha distrutto l'ufficio, ma ha spezzato due assunti fondamentali: che la presenza fisica fosse condizione necessaria per la produttività e che la domanda di metri quadri fosse strutturalmente crescente nelle economie avanzate.

Nel giro di pochi mesi, il lavoro remoto è passato da marginale a sistemico. I vacancy sono saliti, i volumi di investimento si sono contratti, i valori in alcuni mercati – in particolare negli Stati Uniti – hanno subito correzioni a doppia cifra.

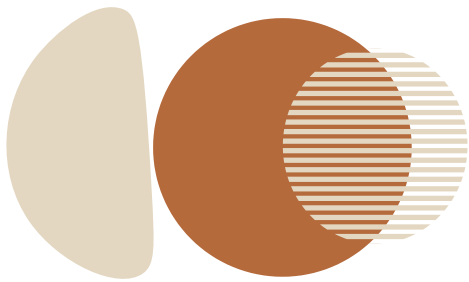
Il mercato ha scoperto che l'ufficio non era un asset omogeneo, ma profondamente segmentato.

Nel periodo 2022–2025 si è affermata una nuova configurazione. Il lavoro ibrido si è stabilizzato come equilibrio dominante nelle economie avanzate.

La domanda non è scomparsa, ma si è trasformata: meno spazio standardizzato, più spazio qualificato; meno densità fine a sé stessa, più qualità ambientale, flessibilità e servizi.

L'ufficio è passato da luogo di controllo a piattaforma di cultura organizzativa, capitale sociale e benessere. La funzione produttiva individuale può essere distribuita; la funzione relazionale resta ancorata allo spazio fisico.





Questa trasformazione ha prodotto una polarizzazione strutturale del mercato. Gli asset prime, sostenibili, ben localizzati e tecnologicamente avanzati hanno mantenuto resilienza di canoni e maggiore liquidità. Lo stock secondario energivoro e mal posizionato ha subito svalutazioni, vacancy prolungata e rischio di obsolescenza. Il differenziale di valore tra immobili ESG-aligned e non compliant si è ampliato, sostenuto da regolamentazione europea, criteri di credito più stringenti e preferenze occupier orientate a qualità e benessere.

Come investimento, l'office non è più un asset "passivo" trainato dalla compressione dei rendimenti. È diventato un asset gestionale e selettivo. Il valore non deriva più automaticamente dalla mera proprietà e dalla lunghezza dei contratti, ma dalla capacità di riposizionare, riqualificare e integrare servizi e tecnologia. Il capex è passato da leva tattica a prerequisito strategico. La diversificazione del tenant mix, la qualità energetica, l'utilizzo reale degli spazi e l'integrazione urbana sono diventati indicatori centrali.

Le opportunità non sono scomparse; si sono spostate. Esistono ritorni potenzialmente significativi nel segmento value-add e brown-to-green, dove l'acquisizione a base di costo corretta e il riposizionamento possono generare creazione di valore reale. Al contempo, i mercati core europei mostrano resilienza per asset di alta qualità, sostenuti da città compatte, domanda corporate e quadro normativo ESG che premia l'allineamento.

Guardando al 2030, le previsioni più solide convergono su un punto: l'ufficio continuerà a essere una componente essenziale dell'economia della conoscenza, ma in forma più selettiva e integrata. L'intelligenza artificiale e l'automazione potranno ridurre alcune funzioni amministrative, ma rafforzeranno la centralità di spazi ad alta intensità collaborativa. Il mercato resterà polarizzato; la qualità diventerà soglia di accesso, non vantaggio marginale.

In sintesi, l'ufficio è passato da infrastruttura standardizzata a piattaforma strategica.

Da asset "quasi obbligazionario" a investimento che richiede visione, capitale e competenza operativa.

Non è morto: è diventato esigente.

E proprio per questo, per chi saprà leggerne le trasformazioni, può rappresentare una delle asset class più interessanti del prossimo ciclo immobiliare.



02

La pandemia come catalizzatore di trasformazioni strutturali nel mondo dell'ufficio

A cinque anni dallo shock pandemico, l'evidenza empirica consente una lettura meno emotiva e più strutturale del fenomeno. I principali findings che emergono dall'analisi internazionale sono tre:

primo, **il lavoro ibrido non rappresenta una deviazione temporanea ma una nuova architettura organizzativa stabile**; secondo, **il mercato immobiliare direzionale ha subito una polarizzazione qualitativa senza precedenti, con un marcato "flight to quality"**; terzo, **il ruolo dell'ufficio si è spostato dalla funzione di controllo e supervisione a quella di piattaforma culturale e relazionale**.

La pandemia non ha creato queste tendenze, ma le ha accelerate e rese irreversibili.

Già prima del 2020 il lavoro da remoto era in crescita costante, sebbene su numeri marginali. Negli Stati Uniti, secondo i dati del Bureau of Labor Statistics, nel 2019 solo il 5,7% dei lavoratori svolgeva abitualmente attività da casa¹.

Lo shock sanitario ha prodotto una discontinuità immediata: nell'aprile 2020 circa il 35% della forza lavoro statunitense lavorava esclusivamente da remoto², mentre uno studio del National Bureau of Economic Research stima che nel maggio 2020 il 50% delle ore lavorate negli USA fosse svolto da casa³. Questo passaggio repentino ha dimostrato su larga scala la fattibilità operativa del lavoro distribuito, trasformando un'opzione organizzativa marginale in una competenza sistemica.

L'Europa ha registrato dinamiche analoghe. Secondo Eurofound, durante la prima fase pandemica circa il 37% dei lavoratori europei ha sperimentato il lavoro da remoto, contro percentuali inferiori al 15% nel periodo pre-Covid⁴. Nei Paesi nordici e nel Benelux le quote hanno superato il 50% degli occupati nei mesi di lockdown.

L'Asia-Pacifico ha mostrato un andamento differenziato: in Giappone la quota di lavoratori da remoto è salita dal 10% pre-pandemia a oltre il 28% nel 2020⁵, mentre Singapore ha registrato picchi superiori al 45% nei momenti di restrizione massima⁶.



Il dato globale, secondo l'ILO, è che nel secondo trimestre 2020 il 17% della forza lavoro mondiale operava in modalità remota, con punte superiori al 30% nelle economie avanzate⁷.

“ Il ritorno alla presenza non ha riportato i livelli ai valori pre-2020. I dati 2023–2024 mostrano una stabilizzazione dell’ibrido. ”

Secondo il Survey of Working Arrangements and Attitudes (Stanford University) nel 2024 i lavoratori statunitensi lavorano in media 1,4 giorni a settimana da remoto, contro 0,5 nel 2019³. In Europa, un'indagine McKinsey del 2023 rileva che oltre il 70% dei dipendenti con mansioni compatibili preferisce modelli ibridi⁸. L'Office Occupancy Index di Kastle Systems mostra che nel 2024 le presenze medie negli uffici delle principali città statunitensi oscillano intorno al 50–55% dei livelli pre-pandemia⁹. Il fenomeno non è ciclico ma strutturale.

Questa trasformazione organizzativa ha avuto effetti misurabili sul mercato immobiliare. Nel 2019 il vacancy rate medio nei CBD statunitensi era intorno al 12%; nel 2023 ha superato il 18%, con città come San Francisco oltre il 25%¹⁰. A Manhattan il tasso di sfritto ha raggiunto il 22% nel 2023, massimo storico¹¹. In Europa l'impatto è stato più contenuto ma comunque significativo: secondo CBRE, nel 2023 il vacancy medio nelle principali capitali europee si attestava intorno all'8–9%, ma con forte divergenza tra asset prime e secondari¹².



Parigi CBD e Milano centro hanno mantenuto livelli di assorbimento relativamente solidi per immobili di nuova generazione, mentre gli stock obsoleti hanno subito un incremento di vacancy superiore alla media.

Il dato più rilevante non è la riduzione aggregata della domanda, bensì la polarizzazione qualitativa. JLL evidenzia che nel 2023 oltre l'80% dell'assorbimento netto negli USA si è concentrato su edifici classificati "Class A" o con certificazioni ESG elevate¹³.

Gli immobili costruiti prima del 2010, privi di upgrade ambientali, hanno registrato vacancy medi superiori al 20%, contro valori inferiori al 10% per edifici di ultima generazione. In Europa, secondo MSCI, gli edifici con rating energetico elevato mostrano una resilienza dei canoni superiore di 6-11 punti percentuali rispetto agli asset non efficienti¹⁴.

La pandemia ha quindi accelerato una selezione darwiniana del patrimonio direzionale.

Sul piano economico-finanziario, il repricing è stato significativo. Tra il 2022 e il 2023 il valore degli asset office negli Stati Uniti è diminuito mediamente del 25-35% rispetto ai picchi pre-pandemici, secondo Green Street¹⁵. In alcune aree secondarie il calo ha superato il 40%.

L'Europa ha registrato contrazioni più contenute ma comunque rilevanti, tra il 15% e il 25% a seconda dei mercati¹². Parallelamente, è cresciuto il volume di operazioni di conversione office-to-residential: nel solo 2023 negli USA oltre 20 milioni di square feet di uffici sono stati oggetto di progetti di riconversione o pianificazione avanzata¹⁶. Il fenomeno segnala una riallocazione strutturale di capitale urbano.



La dimensione culturale è altrettanto rilevante. Studi del MIT e di Harvard Business School mostrano che:

durante il lavoro completamente remoto le reti di collaborazione interna tendono a diventare più statiche e meno cross-funzionali, con riduzione delle interazioni deboli, cruciali per l'innovazione¹⁷.

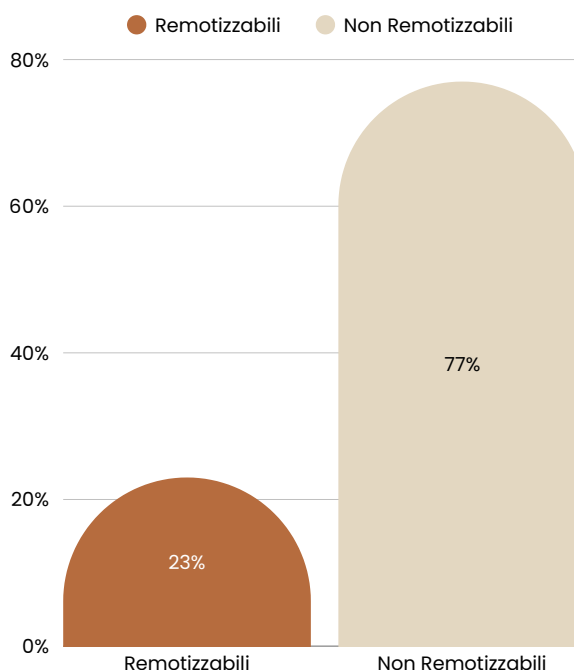
Ciò ha spinto molte organizzazioni a reintrodurre la presenza non per ragioni di controllo, ma per preservare capitale sociale e capacità innovativa. Secondo Microsoft Work Trend Index 2023, il 85% dei leader ritiene che la collaborazione in presenza sia fondamentale per la cultura aziendale, mentre solo il 12% dei dipendenti desidera un ritorno full-time in ufficio¹⁸.

Si configura dunque una tensione strutturale tra flessibilità individuale e coesione organizzativa.

Anche la metrica spaziale è cambiata. Prima del 2020 la densità media negli uffici statunitensi era scesa a circa 150 sqft per dipendente, rispetto ai 250 degli anni '90¹⁹. Dopo la pandemia, molte aziende hanno ridotto la superficie totale locata ma aumentato lo spazio medio per postazione effettivamente utilizzata nei giorni di presenza, investendo in aree collaborative e spazi di socializzazione.

Il workplace diventa meno luogo di produzione individuale e più infrastruttura relazionale.

Sul piano globale, l'ILO stima che oltre il 23% delle ore lavorabili nel mondo sia tecnicamente remotizzabile⁷. Questo dato rappresenta una soglia strutturale: una quota significativa di attività cognitive non necessita più di co-presenza quotidiana.



23%



La conseguenza è che l'ufficio non è più un'infrastruttura obbligata ma una scelta strategica.

Le organizzazioni che investono in qualità spaziale, tecnologia e benessere mostrano migliori indicatori di attrattività e retention.

Secondo Gallup, i lavoratori ibridi riportano livelli di engagement superiori rispetto sia ai full-remote sia ai full in-office²⁰.

In sintesi, la pandemia ha agito come acceleratore di dinamiche latenti: digitalizzazione del lavoro, centralità del benessere, polarizzazione qualitativa del real estate, rinegoziazione del patto tra impresa e lavoratore.

L'ufficio non è stato disintermediato; è stato rifunzionalizzato. Il suo valore economico non risiede più nella mera capacità di concentrare forza lavoro, ma nella capacità di generare capitale sociale, identità organizzativa e qualità dell'esperienza professionale.

La frattura del 2020 ha reso visibile ciò che era già in atto: il luogo di lavoro è diventato una leva strategica di posizionamento competitivo e non più solo un costo operativo.

Fonti

1. U.S. Bureau of Labor Statistics, Job Flexibilities and Work Schedules Summary, 2019.
2. Brynjolfsson E. et al., "COVID-19 and Remote Work: An Early Look at US Data", NBER Working Paper No. 27344, 2020.
3. Barrero J.M., Bloom N., Davis S., "Why Working From Home Will Stick", NBER Working Paper No. 28731, 2021; aggiornamenti Survey of Working Arrangements and Attitudes 2024.
4. Eurofound, Living, Working and COVID-19 Dataset, 2020.
5. Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism (Japan), Telework Population Survey, 2021.
6. Ministry of Manpower Singapore, Labour Force in Singapore Report, 2021.
7. International Labour Organization, Working from Home: Estimating the Worldwide Potential, 2020.
8. McKinsey & Company, Americans Are Embracing Flexible Work—and They Want More of It, 2023.
9. Kastle Systems, Back to Work Barometer, 2024.
10. Moody's Analytics, U.S. Office Market Outlook, 2023.
11. CBRE, Manhattan Office MarketView, Q4 2023.
12. CBRE Research, EMEA Office Market Figures, 2023.
13. JLL Research, Global Office Outlook, 2023.
14. MSCI Real Assets, ESG and Property Performance Report, 2023.
15. Green Street, Commercial Property Price Index – Office Sector, 2023.
16. CBRE, Office Conversions Feasibility Study, 2023.
17. Yang L. et al., "The Effects of Remote Work on Collaboration Among Information Workers", Nature Human Behaviour, 2022.
18. Microsoft, Work Trend Index Annual Report, 2023.
19. Cushman & Wakefield, The Evolution of Office Density Report, 2019.
20. Gallup, State of the Global Workplace Report, 2023.



Le grandi traiettorie globali (2020–2025): densità/qualità, hybrid, flight to quality, compressione e riconversione

Nel quinquennio 2020–2025 si consolidano quattro traiettorie che, lette insieme, spiegano perché l'ufficio stia diventando un asset "a due velocità": (i) si riduce l'enfasi sulla densità e cresce quella su qualità, salute e sostenibilità; (ii) l'hybrid work si stabilizza come nuovo equilibrio (non come eccezione); (iii) la domanda si polarizza con un flight to quality che premia asset prime e penalizza lo stock obsoleto; (iv) la compressione della domanda innesca riconversioni e demolizioni, ma lascia in eredità una massa critica di immobili "stranded" (non convertibili e non competitivi) che richiede strategie creative di valorizzazione e una vera price discovery.

3.1 Densità vs qualità: meno "metri", più performance (umana e ambientale)

La riduzione o la stabilizzazione della presenza settimanale ha spinto molte aziende a ripensare l'efficienza non come "compressione" ma come riallocazione: meno postazioni dedicate e più superfici ad alto valore d'uso (collaboration, project room, social spine, training).

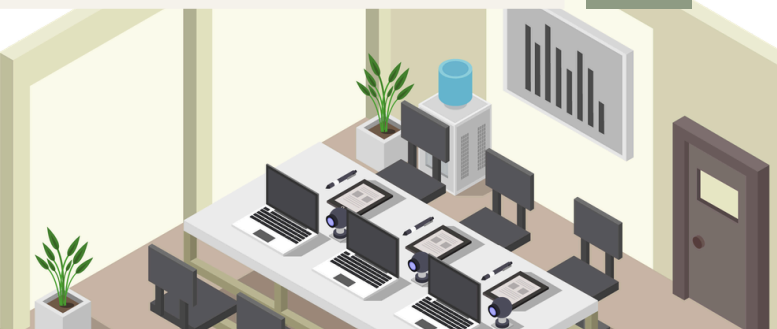
Nella pratica, la metrica che conta non è più solo il mq/dipendente teorico, ma il rapporto tra superfici e giornate effettive di presenza, in un modello che privilegia picchi (tipicamente martedì–giovedì) e riduce i giorni "vuoti".

Un proxy robusto del nuovo equilibrio è l'occupancy misurata su accessi reali: negli USA, la media dei principali mercati ha toccato un massimo post-pandemia del 54,2% a fine gennaio 2025 (top 10 mercati) secondo il dato Kastle riportato da Colliers.¹

Questo shift ha coinciso con ⚡

un'accelerazione sugli standard di qualità, con due driver convergenti: talent attraction/retention e rischio regolatorio/finanziario sugli immobili inefficienti.

Densità	↓
Qualità / Salute / ESG	↑ ↑
Presenza media in ufficio	↔
Polarizzazione canoni/valori	↑ ↑
Conversioni / demolizioni	↑



L'adozione di framework "healthy building" è esplosa: IWBI indica che gli spazi "ingaggiati" con WELL hanno superato 6 miliardi di piedi quadrati nel 2025, con crescita dichiarata "twelve-fold" rispetto all'inizio del 2020.² Questa dinamica è coerente con un movimento più ampio: nel solo 2023, negli USA risultano 814 progetti office con certificazioni o ricertificazioni LEED, pari a 244 milioni di piedi quadrati (dato su base USGBC).³

Sul piano del razionale economico (non solo reputazionale), il nesso tra qualità ambientale e performance cognitiva è supportato da letteratura sperimentale. Uno studio su Building and Environment trova che lavorare in edifici "green certified" è associato a punteggi di cognitive function superiori del 26,4% e a circa il 30% in meno di "sick building symptoms" rispetto a edifici non certificati, a parità di controlli socio-professionali.⁴ È un passaggio chiave: ➤



qualità dell'aria, ventilazione, VOC, luce e comfort diventano parametri di produttività e rischio operativo, non semplici "amenity".



3.2 Hybrid Work come nuovo default:

presenza ridisegnata, non ridotta a zero A livello globale, il lavoro da casa si è stabilizzato su un "nuovo plateau".

Un paper PNAS (giugno 2025) basato sul Global Survey of Working Arrangements (G-SWA) stima che ➤

tra 2023 ed inizio 2025 i laureati lavorino da remoto in media "circa un giorno a settimana" su scala globale, con variazioni significative tra Paesi.⁵

Negli Stati Uniti, NBER (2025) stima che il WFH rappresenti “un quarto delle giornate lavorative pagate” tra gli adulti 20–64 anni.⁶ Lato organizzazioni, i dati sugli utilizzi reali suggeriscono una convergenza internazionale su livelli di occupazione inferiori al pre-2020 ma in risalita e stabilizzazione: la survey Cushman & Wakefield/CoreNet indica livelli di utilizzo globali che si assestano tra 51% e 60%.⁷ Questo crea una ➤

nuova ingegneria della settimana lavorativa: spazi dimensionati e disegnati per picchi, non per piena capacità quotidiana.

La differenza settoriale resta determinante. A parità di città, il “return” è più robusto dove esistono vincoli di security, compliance o value chain fisica (es. finanza regolata, manufacturing HQ con prossimità agli impianti), mentre nel tech e nei servizi avanzati il modello ibrido tende a permanere più a lungo. Sul tema produttività e trade-off, la letteratura più solida converge su un punto:

l’ibrido può preservare flessibilità e retention, ma richiede progettazione intenzionale di processi e spazi per evitare la perdita di capitale sociale e la frammentazione delle reti collaborative

(tema che diventa poi centrale nel flight to quality, perché gli asset migliori sono quelli che “rendono” l’esperienza di presenza desiderabile).



3.3 Flight to Quality: polarizzazione strutturale di canoni, occupazione e liquidità

L'esito più tangibile del quinquennio è la polarizzazione. In Europa, Savills evidenzia che, dal Q1 2020, i prime CBD rents sono cresciuti mediamente del 7,4% contro appena l'1,1% per i secondary CBD, segnalando una divergenza che combina qualità, localizzazione e performance ESG.⁸

In Italia, un indicatore operativo molto netto: nel 2024, secondo JLL, circa il 70% dell'assorbimento tra Milano e Roma si concentra su spazi di grado A.⁹



Negli Stati Uniti, il repricing degli uffici è stato severo: Fitch (citando Green Street CPPI) indica un calo dei valori office "circa 35%".¹⁰ Ma la parte più interessante, per la strategia immobiliare, è la dinamica delle transazioni "a sconto", che segnala una price discovery ancora in corso e una liquidità selettiva.

Il National Office Report di Yardi Matrix (agosto 2025) rileva che, tra le transazioni 2025 fino a luglio, il 46% degli asset ha chiuso a un prezzo inferiore rispetto alla vendita precedente; la quota era 20% nel 2021.¹¹ Nei mercati top per discounted sales: Houston 69%, San Francisco 67%, Manhattan 64%, Washington DC 64% e Dallas 61%.¹²

Ancora più rilevante: dal 2023, il 71% degli A/A+ ha venduto a sconto (contro 38% dei B e 19% dei C), e una parte significativa di immobili ha registrato ribassi molto profondi rispetto alla transazione precedente.¹² Questo punto va letto bene: non è solo "obsolescenza dei B/C". Anche molti A/A+ in CBD hanno subito repricing per effetto combinato di tassi, vacancy e underwriting più severo.

Il flight to quality, quindi, convive con una correzione dei valori: gli asset top possono attrarre domanda e canoni, ma non necessariamente sostenere gli stessi multipli di capitale del ciclo precedente.

3.3.1 L'aumento degli asset obsoleti: il nodo degli immobili "stranded"

Il tema critico per i mercati secondari (e per gli edifici con geometrie e impianti non aggiornabili) è la crescita di uno stock di uffici che non riesce a "migrare" né verso il prime office né verso la conversione residenziale. CBRE mostra che nel 2024 è stato completato un record di conversioni: 94 progetti per 13,1 milioni sqft; per il 2025 sono attesi 68 progetti per 12,8 milioni di sqft.¹³ Tuttavia, proprio CBRE evidenzia anche un vincolo strutturale: molti edifici anni '70-'80 con grandi floorplate sono meno adatti al multifamily; di conseguenza, gli edifici più vecchi rappresentano oltre metà delle demolizioni ma solo il 35% delle conversioni.¹⁴

Questo genera una categoria operativa: gli "immobili che restano uffici" non per scelta strategica, ma perché i costi e i vincoli tecnici rendono la conversione non sostenibile, soprattutto in mercati secondari dove i valori finali non coprono capex e rischio.

Che fine fanno? Nel quinquennio emergono quattro esiti ricorrenti, spesso in sequenza: (1) distressed leasing (canoni nominali stabili ma concessioni elevate, capex ridotto al minimo, tenant mix opportunistico); (2) distressed sales e ricambio di proprietà a forte sconto (il mercato "riparte" solo con un reset di basis); (3) mothballing funzionale (edificio parzialmente spento, occupancy minima, difesa del cash flow in attesa di finestre di mercato o policy pubbliche); (4) demolizione/land banking quando la struttura è irrimediabilmente fuori mercato e il valore residuo è nel suolo o nella futura trasformazione urbana. Sul fronte credito, l'effetto leva aggrava la traiettoria:

la pressione su rifinanziamenti e default aumenta la probabilità di transazioni a sconto e passaggi di mano forzati.

Trepp segnala un CMBS delinquency rate complessivo al 7,47% nel gennaio 2026, trainato dall'office.¹⁵ Il Wall Street Journal riporta per l'office un delinquency rate record del 12,34% nello stesso periodo, con un ritorno dei lender a strategie più aggressive dopo una fase "extend and pretend".¹⁶



3.4 Compressione e riconversione: la supply si riduce, ma non abbastanza da “salvare” tutto lo stock

La compressione della domanda (meno giorni medi, footprint in ripensamento) e il flight to quality generano una risposta sul lato offerta: conversioni e demolizioni. CBRE evidenzia che

la riduzione di inventory via conversioni/demolizioni sta superando le nuove consegne,

un evento raro nel ciclo office USA.¹³ A New York, il Financial Times indica che nel 2025 circa 4,1 milioni di rentable sqft risultano in conversione, con attività ai massimi dal 2008 e uno spostamento delle conversioni da Downtown a Midtown nel post-2020.¹⁷ Il mixed-use diventa l'archetipo di risposta dove la trasformazione è economicamente sostenibile: residenziale (soprattutto multifamily), hospitality light, education, servizi urbani, talvolta life science (solo per asset idonei). Ma la selezione è dura: la conversione non è una soluzione universale, perché richiede compatibilità geometrica (profondità piastra, luce naturale), impiantistica, vincoli normativi e soprattutto un business case che “stia in piedi” con i valori del mercato locale. Per questo la domanda strategica che resta aperta — e che impatta direttamente la valorizzazione nei mercati secondari — è come gestire lo stock che non può convertirsi e non può competere.

Qui il punto di svolta, nel 2020–2025, è la 

ricomparsa della “creatività immobiliare” come disciplina economica: non basta ristrutturare, serve riprogettare il prodotto ufficio e la sua proposizione commerciale.

Nella pratica, le strategie più robuste per gli stranded offices (quando devono restare uffici) tendono a combinare: retrofit mirato “brown-to-green” (capex selettivo su impianti/aria/energia), riposizionamento del tenant mix verso usi resilienti (PA, sanità amministrativa, education, servizi professionali locali), contratti flessibili/plug-and play per ridurre frizione commerciale, e un modello “office-as-a-service” light per colmare il gap di esperienza rispetto al prime. Il mercato sta già prezzando la necessità di questo salto: una quota crescente di transazioni avviene a sconto, segnalando che senza un reset di basis (o senza politiche pubbliche di incentivo) una parte significativa dello stock rischia una traiettoria di declino prolungato.^{11 12 16}

Fonti 1. Colliers Knowledge Leader (cit. Kastle Systems Back to Work Barometer), dato utilizzo 54,2% top 10 mercati USA a fine gennaio 2025. (Knowledge Leader) 2. International WELL Building Institute (IWBI), press release: oltre 6 miliardi sq ft “engaged” e crescita “twelve-fold” dal 2020. (Risorse WELL) 3. USGBC/CommercialSearch (su dati USGBC): LEED office 2023, 814 progetti, 244M sq ft. (CommercialSearch) 4. Allen J.G. et al., Building and Environment: green certified buildings e cognitive function (+26,4%) e ~30% sick building symptoms. (ScienceDirect) 5. Aksoy, Barrero, Bloom, Davis et al., “The Global Persistence of Work from Home”, PNAS, 2025. (WFH Research) 6. NBER Working Paper w33508, “Measuring Work from Home” (stima: WFH ~ 1/4 paid workdays negli USA nel 2025). (NBER) 7. Cushman & Wakefield + CoreNet Global, survey 2025: utilizzo globale stabilizzato 51 60% e insight occupier. (Cushman & Wakefield) 8. Savills Research, “European Office Green Rental Premiums” (prime CBD rent +7,4% vs secondary +1,1% dal Q1 2020). (Savills) 9. JLL (Italia), 2024: Grade A ~70% del take-up Milano+Roma. (JLL) 10. Fitch Ratings (cit. Green Street CPPI): office values ~ -35%. (Fitch Ratings) 11. Yardi Matrix / CommercialSearch, office report: 46% asset venduti a sconto nel 2025 (YTD luglio), vs 20% nel 2021; altre metriche di repricing. (CommercialSearch) 12. Yardi Matrix National Office Report (Aug 2025): mercati con maggior quota di discounted sales e 71% A/A+ a sconto dal 2023. (yardimatrix.com) 13. CBRE Research (May/June 2025): record 94 conversioni nel 2024 (13,1M sq ft) e stima 2025 (12,8M sq ft). (cbre.com) 14. Facilities Dive (su dati CBRE): edifici più vecchi = >50% demolizioni ma solo 35% conversioni. (facilitiesdive.com) 15. Trepp (Jan 2026): CMBS delinquency rate complessivo 7,47%, trainato dall'office. (trepp.com) 16. Wall Street Journal (Jan 2026): office delinquency rate record 12,34% e fine della fase “extend and pretend” in molti casi. (Wall Street Journal) 17. Financial Times (NYC): 4,1M rentable sq ft in conversione nel 2025 e trend post-2020. (Financial Times)



04

Analisi per continente: divergenze strutturali e convergenze di lungo periodo

Il quinquennio 2020–2025 non ha prodotto un'unica traiettoria globale, ma una geografia differenziata della trasformazione dell'ufficio.

Nord America e Cina hanno sperimentato shock più violenti sul valore e sulla vacancy; Europa continentale ha mostrato maggiore stabilità occupazionale e una polarizzazione guidata da ESG e qualità urbana; Asia-Pacifico sviluppato ha registrato un ritorno più rapido alla presenza; Medio Oriente ha capitalizzato lo scenario come leva di attrazione internazionale; America Latina ha vissuto un ibrido diffuso ma in un contesto macro più volatile.

4.1 Nord America

Gli Stati Uniti rappresentano il laboratorio più estremo della crisi e della ridefinizione dell'asset class. Nel 2023–2024 il vacancy rate degli uffici nei CBD statunitensi ha superato il 18–20%, con picchi oltre il 25% in mercati come San Francisco¹. A Manhattan il vacancy ha oltrepassato il 22% nel 2023, massimo storico².

L'utilizzo reale degli uffici, misurato tramite accessi, si è stabilizzato nel 2024–2025 intorno al 50–55% dei livelli pre-2020 nelle principali città³. La risposta è stata duplice: riduzione dell'offerta tramite conversioni/demolizioni e ristrutturazione profonda degli asset prime. Nel 2024 negli USA sono stati completati 94 progetti di conversione per 13,1 milioni di sqft; per il 2025 sono attesi ulteriori 12,8 milioni di sqft⁴. Tuttavia, solo una parte limitata dello stock è realmente convertibile per ragioni geometriche, tecniche e di business case. Molti edifici rimangono uffici ma subiscono repricing significativo:

**nel 2025 il 46%
delle transazioni office
(YTD luglio) è avvenuto
a sconto rispetto alla
vendita precedente,
contro il 20% nel 2021⁵.**



Il mercato del credito ha amplificato il fenomeno. Nel gennaio 2026 il CMBS delinquency rate complessivo ha raggiunto il 7,47%, con l'office come principale contributore⁶; secondo il Wall Street Journal il delinquency rate specifico dell'office ha toccato il 12,34%⁷. Questo contesto ha favorito strategie opportunistiche da parte dei grandi landlord e dei fondi globali. Brookfield ha perseguito un doppio binario: cessione di asset non core con haircut rilevanti e concentrazione su trophy asset in gateway cities, investendo in retrofit ESG e amenity-driven repositioning.

Blackstone ha ridotto esposizione office USA privilegiando segmenti alternativi (logistica, residenziale in affitto) ma mantenendo selettivamente immobili prime in mercati resilienti.

Hines ha intensificato strategie "brown-to-green", con interventi di riqualificazione energetica e riprogrammazione degli spazi per renderli compatibili con modelli ibridi.

Il confronto New York vs Sunbelt evidenzia una divergenza strutturale. Manhattan soffre per densità elevata, dipendenza dal commuting e stock datato; al contrario città come Austin, Miami e Nashville hanno registrato una crescita occupazionale e demografica superiore alla media nazionale, sostenendo una domanda office più resiliente⁸. Tuttavia, anche nei mercati Sunbelt si osserva polarizzazione: asset di alta qualità performano, quelli secondari registrano vacancy crescente.

4.2 Europa

L'Europa continentale ha mostrato una maggiore stabilità occupazionale rispetto agli USA.

Nel 2023 il vacancy medio nei principali mercati europei si attestava tra l'8% e il 9%¹⁰, con divergenze interne ma senza raggiungere i picchi statunitensi. Parigi CBD, Milano centro e Amsterdam prime hanno mantenuto livelli di assorbimento relativamente solidi per immobili di nuova generazione. Il fattore distintivo europeo è il contesto urbano e normativo.

**Le città compatte,
con mix funzionale
e trasporto
pubblico capillare,
hanno favorito
un ritorno graduale
ma più stabile
alla presenza.**



Il modello “città dei 15 minuti” ha sostenuto Milano, Parigi, Amsterdam come poli attrattivi per headquarters e talenti.

ESG non è solo driver reputazionale ma vincolo regolatorio. L'EU Taxonomy e la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) stanno imponendo criteri stringenti su performance energetica e disclosure, con impatto diretto su underwriting e costo del capitale⁹. Gli asset non allineati rischiano obsolescenza accelerata e svalutazione. MSCI evidenzia che gli edifici con rating energetico elevato mostrano resilienza superiore di 6–11 punti percentuali nei canoni rispetto agli immobili meno efficienti¹².

I principali player europei hanno reagito con strategie mirate. Covivio ha investito in ristrutturazioni profonde orientate a ESG e mixed-use, puntando su flessibilità contrattuale e servizi integrati. Gecina ha rafforzato la quota di asset prime parigini con certificazioni ambientali avanzate. Colonial ha concentrato portafoglio su CBD di Madrid, Barcellona e Parigi, privilegiando immobili Grade A. AXA IM Alts ha integrato criteri ESG in modo sistemico, con programmi di decarbonizzazione degli asset core.

La narrativa dominante non è riduzione dell'office, ma sua selezione qualitativa.

Italia (focus dedicato)

Il mercato italiano ha mostrato una resilienza relativa, con polarizzazione accentuata su Milano. Nel 2024 il take-up complessivo tra Milano e Roma ha superato i 540.000 mq, con circa il 70% concentrato su immobili Grade A⁹.

Milano CBD e Porta Nuova continuano a registrare prime rent in crescita o stabilità, mentre stock secondario periferico soffre vacancy più elevata e maggiore negoziazione sui canoni effettivi.

Il nodo italiano è lo stock anni '70–'90 in mercati secondari, spesso non convertibile per costi e vincoli urbanistici. In assenza di incentivi pubblici strutturali, questi immobili rischiano traiettorie di declino prolungato o passaggi di mano a valori significativamente inferiori rispetto ai picchi 2018–2019. Il riposizionamento richiede interventi selettivi su efficienza energetica, layout flessibili e integrazione di servizi, con un modello “plug-and-play” per attrarre PMI, studi professionali e funzioni amministrative pubbliche.

La creazione di valore non deriva dall'espansione, ma dal reset della base di costo e dalla ridefinizione del prodotto.



4.3 Asia-Pacifico

L'Asia-Pacifico presenta una traiettoria più eterogenea. Singapore e Tokyo hanno registrato un ritorno alla presenza più rapido rispetto a USA ed Europa, sostenuto da cultura aziendale e minore diffusione strutturale del remote work. Nel 2023 il tasso di presenza media a Singapore si è attestato stabilmente sopra il 70% dei livelli pre-pandemici¹³. Tokyo ha mantenuto vacancy inferiori rispetto ai principali CBD americani, pur con incremento rispetto al 2019. La Cina rappresenta un caso distinto. La crisi del settore immobiliare e l'overbuilding hanno prodotto un eccesso di offerta significativo in molte città di secondo livello. Vacancy elevata e pressioni sul credito hanno colpito anche il segmento office, con valori in contrazione e domanda più debole. Corea e Giappone mantengono una cultura aziendale più orientata alla presenza fisica, con modelli ibridi meno estremi rispetto all'Occidente. Sviluppatori come CapitaLand, Swire Properties e Mitsui Fudosan hanno investito in complessi mixed-use ad alta qualità ambientale, integrando retail, hospitality e office in un'unica piattaforma urbana.

4.4 Medio Oriente

Dubai e Riyadh emergono come hub in espansione. Dubai ha registrato nel 2023-2024 un incremento significativo dei canoni prime office, sostenuto da afflusso di multinazionali e family office¹⁴. Riyadh, nell'ambito del programma Vision 2030, sta promuovendo mega developments direzionali per attrarre headquarter regionali. L'office è qui asset strategico di politica economica: non solo spazio di lavoro, ma leva per attrarre capitale umano internazionale. La vacancy prime resta contenuta rispetto agli standard occidentali, mentre i nuovi sviluppi integrano standard ESG e workplace premium.

4.5 America Latina

L'America Latina combina diffusione dell'hybrid con instabilità macroeconomica. Brasile e Messico mostrano modelli ibridi diffusi nei servizi avanzati, ma con ciclicità legata a inflazione e valute. Il coworking è cresciuto come soluzione di flessibilità: a Città del Messico e San Paolo l'assorbimento di spazi flessibili ha compensato in parte la riduzione delle locazioni tradizionali. La volatilità macro riduce la visibilità di lungo periodo sugli investimenti office, ma nei mercati prime permane domanda per edifici di alta qualità e certificazione ambientale. Nel complesso, l'analisi continentale conferma che la trasformazione non è omogenea, ma la direzione è convergente: polarizzazione qualitativa, selezione degli asset, integrazione ESG e ridefinizione dell'ufficio come infrastruttura strategica. Le differenze geografiche influenzano velocità e intensità del cambiamento, non la sua natura.



Fonti 1. Moody's Analytics, U.S. Office Market Outlook, 2023. 2. CBRE, Manhattan Office MarketView, Q4 2023. 3. Kastle Systems, Back to Work Barometer, 2024-2025. 4. CBRE Research, Conversions and Demolitions Reducing U.S. Office Supply, 2025. 5. Yardi Matrix National Office Report, August 2025. 6. Trepp, CMBS Delinquency Report, January 2026. 7. Wall Street Journal, Commercial Real Estate Delinquencies, January 2026. 8. U.S. Census Bureau, Population Estimates 2020-2024; BLS Employment Data. 9. JLL Italia, Office Market Overview 2024. 10. CBRE Research, EMEA Office Market Figures 2023. 11. European Commission, EU Taxonomy Regulation; CSRD Directive Documentation. 12. MSCI Real Assets, ESG and Property Performance Report 2023. 13. JLL Asia-Pacific Office Market Review 2023. 14. Knight Frank, Dubai Office Market Review 2024.



Il cambiamento del ruolo dell'ufficio: da infrastruttura di controllo a piattaforma culturale, sociale e di benessere

Nel quinquennio post-2020 l'ufficio ha perso la sua funzione primaria di luogo di sorveglianza e coordinamento gerarchico per assumere un ruolo più sofisticato: infrastruttura culturale, acceleratore di capitale sociale e dispositivo di salute organizzativa. Tre evidenze empiriche sostengono questa trasformazione: (i) la disarticolazione del nesso automatico tra presenza e produttività; (ii) l'emergere del capitale sociale come variabile critica per innovazione e coesione; (iii) la crescente correlazione tra qualità ambientale degli spazi e performance cognitiva, engagement e retention.

5.1 Da luogo di controllo a luogo di cultura

Per oltre un secolo il paradigma dominante è stato implicito ma potente: "presenza = produttività". Il taylorismo e, più tardi, la cultura manageriale del Novecento hanno consolidato l'idea che la co-presenza fisica fosse condizione necessaria per coordinamento ed efficienza. La pandemia ha messo alla prova questa assunzione su scala globale. Uno dei dataset più robusti sul tema, elaborato dal National Bureau of Economic Research, mostra che tra il 2022 e il 2024 il lavoro da casa negli Stati Uniti rappresenta circa il 25% delle giornate lavorative pagate, senza evidenze aggregate di crollo della produttività totale dei fattori nei settori compatibili¹.

Parallelamente, uno studio pubblicato su Nature (2024) su un campione di 1.600 lavoratori in Cina evidenzia che il lavoro ibrido (2 giorni da remoto a settimana) ha ridotto il turnover del 33% senza effetti negativi sulla performance individuale². Questi dati hanno indebolito l'associazione meccanica tra controllo visivo e produttività. Il tema si è spostato verso outcome misurabili e qualità della collaborazione.

Secondo Microsoft Work Trend Index 2023, l'87% dei dipendenti dichiara di sentirsi produttivo in modalità ibrida, mentre l'85% dei leader teme una perdita di produttività quando non vede fisicamente i team³. La divergenza tra percezione manageriale e auto-percezione dei lavoratori segnala un cambiamento culturale ancora in corso.

L'ufficio si riconfigura così come piattaforma di identità organizzativa.

Salesforce, ad esempio, ha trasformato diversi headquarter in "collaboration hubs" con riduzione delle postazioni assegnate e incremento di spazi per workshop, townhall e formazione. Analogamente, Unilever ha ripensato la propria sede londinese enfatizzando spazi per co-creazione e community events, riducendo le aree di desk tradizionali.

In questi casi

il workplace non è più dimensionato per la totalità della forza lavoro, ma per momenti di alta intensità relazionale.

5.2 Social Capital e innovazione

Il capitale sociale – reti di relazioni, fiducia, scambio informale – emerge come variabile strategica. Uno studio pubblicato su Nature Human Behaviour (Yang et al., 2022), basato su dati di comunicazione di oltre 60.000 dipendenti Microsoft, mostra che il passaggio al lavoro completamente remoto ha ridotto significativamente le interazioni cross-team e indebolito i legami deboli (weak ties), essenziali per l'innovazione incrementale e radicale⁴. Le reti sono diventate più statiche e meno interconnesse. La ricerca MIT Sloan evidenzia che i team con maggiore densità di interazioni informali presentano una probabilità superiore del 20–25% di generare soluzioni innovative rispetto a gruppi con comunicazione prevalentemente formale⁵.

Questo implica che

la presenza fisica non è necessaria per l'esecuzione individuale, ma resta rilevante per la generazione di capitale sociale.



Il rischio delle organizzazioni ibride è la frammentazione culturale:

dipendenti presenti sviluppano legami più forti tra loro, mentre i remote rischiano isolamento periferico.

Uno studio di Gallup (2023) indica che i lavoratori full-remote riportano livelli di engagement inferiori di 7 punti percentuali rispetto agli ibridi⁶. Il modello che emerge come più sostenibile non è né il full-remote né il full in-office, ma un ibrido intenzionale, supportato da spazi progettati per favorire interazione spontanea e apprendimento sociale. Un caso concreto è quello di JPMorgan Chase, che ha progressivamente rafforzato la presenza in sede per le funzioni core, investendo parallelamente in ristrutturazioni high quality per rendere l'ufficio un luogo di esperienza e non mera obbligazione. Il nuovo campus a New York (270 Park Avenue) integra spazi verdi interni, luce naturale diffusa e aree collaborative modulari, con l'obiettivo esplicito di rafforzare cultura e innovazione.



5.3 Longevity e wellbeing

La dimensione più sottovalutata della trasformazione riguarda la salute. L'ufficio diventa infrastruttura di qualità della vita, con impatto su salute fisica, cognitiva e mentale. La Harvard T.H. Chan School of Public Health ha dimostrato che lavorare in ambienti con ventilazione migliorata e basse concentrazioni di CO₂ è associato a punteggi cognitivi fino al 61% superiori rispetto a spazi con ventilazione standard⁷. Lo stesso studio evidenzia che livelli di CO₂ inferiori a 800 ppm correlano con migliori capacità decisionali e di problem solving.

Sul fronte luce naturale, una ricerca pubblicata sul Journal of Clinical Sleep Medicine mostra che lavoratori con esposizione significativa a daylight dormono in media 46 minuti in più per notte rispetto a colleghi in ambienti privi di finestre, con effetti positivi su benessere e produttività⁸. Il biophilic design – integrazione di elementi naturali negli ambienti – è associato a riduzione dello stress e incremento del benessere percepito.

Secondo Human Spaces Report (2015), dipendenti in ambienti con elementi naturali riportano un incremento del 15% nel livello di benessere e del 6% nella produttività⁹. Le certificazioni ambientali riflettono questa tendenza. Nel 2025 oltre 6 miliardi di sqft di spazi risultano coinvolti nel sistema WELL², mentre LEED continua a crescere nel segmento office³. Queste metriche non sono solo marketing: MSCI evidenzia che immobili con performance energetica elevata mostrano maggiore resilienza nei canoni e minore vacancy¹⁰.

Il workplace diventa quindi dispositivo di longevity organizzativa.

Aziende come Google e Apple hanno progettato campus con percorsi pedonali interni, scale centrali incentivanti il movimento, accesso diffuso a luce naturale e spazi verdi, riconoscendo che salute e innovazione sono interconnesse. In questo contesto, l'ufficio assume una funzione che trascende la produzione: diventa infrastruttura sociale e sanitaria. Se nel Novecento era una macchina per coordinare lavoro, nel ventunesimo secolo diventa una piattaforma per generare cultura, capitale relazionale e benessere cognitivo.

La creazione di valore immobiliare non deriva più solo dalla posizione o dalla metratura, ma dalla capacità di un edificio di sostenere engagement, collaborazione e qualità della vita professionale.



Fonti 1. Barrero J.M., Bloom N., Davis S., NBER Working Paper Series, 2023–2025. 2. Bloom N. et al., "Hybrid Working from Home Improves Retention Without Damaging Performance", Nature, 2024. 3. Microsoft, Work Trend Index Annual Report, 2023. 4. Yang L. et al., "The Effects of Remote Work on Collaboration Among Information Workers", Nature Human Behaviour, 2022. 5. MIT Sloan Management Review, research on team collaboration and innovation, 2022–2023. 6. Gallup, State of the Global Workplace Report, 2023. 7. Allen J.G. et al., Harvard T.H. Chan School of Public Health, Cognitive Function Study, Environmental Health Perspectives, 2016. 8. Boubekri M. et al., Journal of Clinical Sleep Medicine, 2014. 9. Human Spaces, The Global Impact of Biophilic Design in the Workplace, 2015. 10. MSCI Real Assets, ESG and Property Performance Report, 2023.

Le strategie dei grandi player immobiliari: capitale, flessibilità e riposizionamento nell'era post-pandemica

Nel ciclo 2020–2025 i grandi operatori hanno risposto alla trasformazione dell'ufficio con quattro leve integrate: riallocazione massiva di capex verso retrofit ESG e qualità esperienziale; maggiore flessibilità contrattuale e modelli plug-and-play; integrazione tra real estate, tecnologia e servizi in logica Workplace as a Service; consolidamento e nascita di capitali opportunistici sul distressed office. In Europa, la pressione regolatoria (EU Taxonomy, SFDR, CSRD) ha reso l'upgrade ESG non opzionale ma finanziariamente determinante, influenzando costo del debito, liquidità e pricing.

6.1 Capex di riqualificazione: retrofit vs dismissione

Il repricing dell'office e la polarizzazione della domanda hanno spinto i landlord a scegliere tra due strade: retrofit profondo (brown-to-green) o dismissione selettiva. La dimensione del capex è significativa. Secondo JLL, gli interventi di riqualificazione "deep retrofit" in Europa possono variare tra 600 e 1.200 €/mq per edifici anni '80–'90 con upgrade impiantistico, facciate e certificazioni ambientali¹. La soglia di investimento è giustificata dal differenziale di performance: MSCI evidenzia che asset con rating energetico elevato mostrano resilienza dei canoni superiore di 6–11 punti percentuali rispetto agli immobili meno efficienti². In Francia, Gecina ha annunciato un piano di investimento pluriennale per la decarbonizzazione del portafoglio, con target di riduzione delle emissioni del 60% entro il 2030 rispetto al 2017³.

Covivio ha incrementato la quota di asset certificati, con oltre il 90% del portafoglio core dotato di certificazioni ambientali, e ha avviato programmi di ristrutturazione orientati a flessibilità e servizi integrati⁴.

Colonial ha concentrato capex su CBD di Madrid, Barcellona e Parigi, privilegiando immobili prime e dismettendo progressivamente asset secondari⁵.

AXA IM Alts ha integrato criteri ESG nel processo di underwriting e asset management, con programmi di retrofit energetico per migliorare l'allineamento alla EU Taxonomy e proteggere il valore nel lungo periodo⁶.

Nel Regno Unito, British Land ha investito oltre 1 miliardo di sterline negli ultimi anni per riqualificazioni e mixed-use regeneration (Broadgate, Canada Water), con obiettivo Net Zero Carbon al 2030⁷.

Landsec ha adottato una strategia analoga, con target di net zero portfolio wide e focus su asset prime londinesi⁸. Il retrofit non è tuttavia universalmente sostenibile: nei mercati secondari o per asset con floorplate e impianti non aggiornabili, molti operatori optano per dismissioni a sconto o demolizioni. CBRE evidenzia che negli USA nel 2024 demolizioni e conversioni hanno superato le nuove consegne, riducendo l'inventario netto⁹. In Europa il fenomeno è meno estremo ma crescente, specie in Germania e UK per immobili anni '70–'80 energivori.



6.2 Flessibilità contrattuale: lease più brevi e plug-and-play

La stabilizzazione dell'hybrid work ha modificato la struttura dei contratti. Prima del 2020, in Europa occidentale la durata media dei lease office prime oscillava tra 6 e 9 anni; oggi molte operazioni si chiudono su orizzonti più brevi o con break option anticipate¹⁰.

La flessibilità è diventata leva competitiva. I landlord hanno risposto con modelli plug-and-play: spazi arredati, cablati e pronti all'uso, con canone all-inclusive. Covivio ha sviluppato la piattaforma Wellio in Francia e Germania, offrendo soluzioni turnkey integrate nel portafoglio core¹¹. Gecina ha lanciato YouFirst Office, enfatizzando servizi e flessibilità contrattuale¹². Le partnership con operatori di coworking sono diventate strutturali. In Germania e Olanda, proprietari istituzionali collaborano con brand come WeWork, Mindspace e Spaces (IWG) per occupare porzioni di edifici prime e offrire flessibilità senza disintermediare completamente il landlord. Secondo JLL,

lo spazio flessibile rappresenta oggi circa il 5% dello stock office globale, con previsione di crescita verso l'8-10% entro il 2030¹³.

6.3 Workplace as a Service: integrazione tra spazio, tecnologia e servizi

La strategia più avanzata non si limita alla riqualificazione fisica, ma integra tecnologia e servizi. Il concetto di Workplace as a Service combina locazione, gestione operativa, piattaforme digitali e data analytics per monitorare utilizzo, qualità ambientale e performance energetica.

Hines ha sviluppato strumenti proprietari per monitoraggio energetico e occupazione, integrando sistemi di building management e analytics per ottimizzare costi e comfort¹⁴. In Europa, AXA IM Alts e Allianz Real Estate hanno implementato piattaforme digitali per tracciare KPI ESG e utilizzo degli spazi nei portafogli core¹⁵.

La gestione dell'ibrido richiede tecnologie di booking, occupancy sensing e indoor air quality monitoring. Secondo un report CBRE 2024, oltre il 60% dei "corporate occupier" europei utilizza sistemi digitali per prenotazione desk e monitoraggio presenza¹⁶. L'edificio diventa una piattaforma dati, con misurazione continua di CO₂, temperatura e utilizzo spazi, elementi che influenzano sia benessere sia costi energetici.



6.4 Consolidamento del settore e capitale opportunistico

Il repricing dell'office ha aperto spazio a investitori opportunistici e fondi distressed.

Negli Stati Uniti, Blackstone e Starwood hanno ridotto esposizione core office ma aumentato allocazioni in segmenti alternativi; parallelamente, fondi specializzati in distressed real estate stanno acquisendo asset office a sconto con strategia value-add o conversione¹⁷. In Europa, il consolidamento è più graduale ma visibile. L'aumento dei tassi nel 2022–2023 ha compresso i valori e ampliato gli spread, creando opportunità per operatori con accesso a capitale paziente. Secondo MSCI, il volume di investimenti office in Europa nel 2023 è diminuito di oltre il 50% rispetto al 2019, ma nel 2024 si osservano primi segnali di stabilizzazione nei segmenti prime¹⁸.

Emergono opportunità per operatori specializzati nel riposizionamento di asset obsoleti: strategie brown-to-green, re-tenanting selettivo, frazionamento spazi e integrazione servizi. In Italia e Spagna, diversi fondi locali e family office stanno acquisendo immobili secondari con sconto significativo rispetto ai valori 2018–2019, puntando su capex mirato e reset della base di costo.

Il consolidamento non è solo finanziario ma strategico:

sopravvivono e prosperano operatori capaci di integrare capitale, competenze ESG, design e gestione flessibile.

La creazione di valore non è più legata alla compressione dei rendimenti, ma alla capacità di ripensare il prodotto immobiliare in chiave culturale, ambientale e digitale.



Fonti 1. JLL, European Office Refurbishment Cost Guide, 2023–2024. 2. MSCI Real Assets, ESG and Property Performance Report, 2023. 3. Gecina, Sustainability Roadmap 2030, Corporate Report 2023. 4. Covivio, Universal Registration Document, 2024. 5. Colonial, Annual Report 2023. 6. AXA IM Alts, Responsible Investment Report 2024. 7. British Land, Annual Report and Accounts 2024. 8. Landsec, Sustainability Performance Report 2024. 9. CBRE Research, Conversions and Demolitions Reducing U.S. Office Supply, 2025. 10. Savills, European Office Lease Length Trends Report, 2023. 11. Covivio, Wellio Flex Office Platform Overview, 2024. 12. Gecina, YouFirst Office Strategy Presentation, 2023. 13. JLL, Global Flex Space Outlook, 2024. 14. Hines, ESG and Innovation Report, 2024. 15. Allianz Real Estate, ESG Integration Report 2024. 16. CBRE, European Occupier Sentiment Survey, 2024. 17. Green Street, Commercial Property Price Index Office Sector, 2023–2024. 18. MSCI, European Capital Trends Report, 2024.



07

Il nuovo modello spaziale: dalla standardizzazione alla progettazione intenzionale dell'esperienza

Nel quinquennio 2020–2025 il cambiamento organizzativo si è tradotto in una trasformazione fisica tangibile. Il modello spaziale dominante tra il 2005 e il 2019 – open space ad alta densità, desk non assegnati, massimizzazione del rapporto mq/postazione – è entrato in crisi. Al suo posto emerge un paradigma più sofisticato: spazi polarizzati tra concentrazione e collaborazione, headquarters concepiti come hub relazionali ad alta intensità culturale e diffusione territoriale di micro-hub urbani. Il denominatore comune è la progettazione intenzionale dell'esperienza, non l'efficienza geometrica fine a sé stessa.

7.1 Fine dell'open space standardizzato

Tra il 2010 e il 2019 la densità media negli uffici statunitensi era scesa fino a circa 150 square feet per dipendente, rispetto ai 250 degli anni '90'. L'open space standardizzato, spinto da logiche di cost optimization, aveva progressivamente ridotto spazi individuali e aumentato la condivisione. La pandemia ha messo in discussione questa configurazione per due motivi: minore presenza media e maggiore attenzione a salute e concentrazione. Secondo il Global Workplace Survey di Gensler 2023,

**solo il 35%
dei dipendenti dichiara
di poter svolgere
efficacemente lavoro di
concentrazione in open
space tradizionali;**

la percentuale sale oltre il 60% in ambienti con spazi dedicati alla focus work². Parallelamente, il 83% degli intervistati considera fondamentale avere accesso a spazi per collaborazione di qualità, ben attrezzati e tecnologicamente supportati². Il dato è chiaro: non si tratta di abbandonare l'open space, ma di superare la sua versione monolitica.

L'Activity Based Working (ABW), già presente prima del 2020, evolve in chiave più strutturata. Non è più solo desk sharing, ma un ecosistema di ambienti differenziati: quiet rooms, phone booth, team rooms, project lab, social lounge.

Secondo JLL, nel 2024 oltre il 70% dei nuovi fit out corporate in Europa integra layout ABW avanzati, con percentuali crescenti di superfici dedicate a collaborazione e spazi informali³. Un caso emblematico è quello di Microsoft a Milano e Amsterdam, dove le sedi sono organizzate in "neighbourhood" tematici con mix di spazi focus e co-creation, supportati da sistemi digitali di prenotazione e occupancy analytics. La logica non è riempire lo spazio, ma orchestrarlo in funzione delle attività.





L'ufficio diventa luogo di onboarding, formazione, eventi interni, community building.

Deloitte, ad esempio, ha ripensato diverse sedi europee introducendo spazi auditorium modulari e aree hospitality interne per eventi corporate. Spotify ha definito il proprio modello "Work From Anywhere", ma mantiene headquarters progettati come spazi identitari, con forte caratterizzazione architettonica e culturale.

L'eventizzazione del luogo di lavoro è un indicatore concreto di questa trasformazione. Secondo un report Savills 2024, la quota di superficie destinata a spazi multifunzionali e townhall nelle nuove sedi prime europee è aumentata mediamente del 20-30% rispetto al pre-pandemia⁵.

L'ufficio diventa teatro organizzativo:

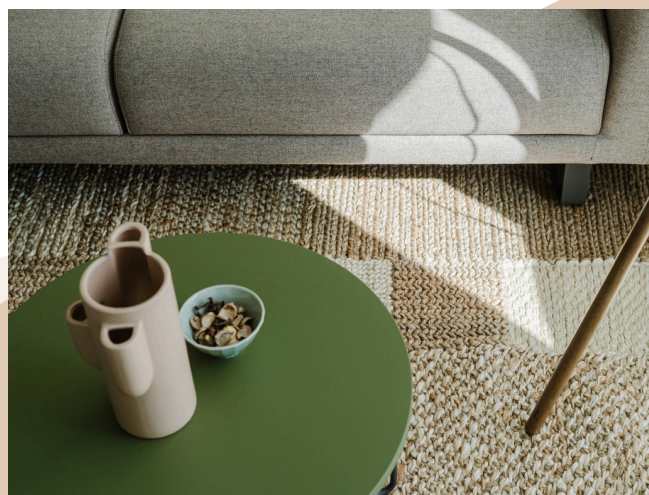
7.2 Headquarters come hub relazionale

Il nuovo headquarter non è più dimensionato per accogliere il 100% della forza lavoro simultaneamente. Secondo un'indagine CBRE 2024,

il 58% delle multinazionali europee ha ridotto la superficie complessiva locata rispetto al 2019, ma ha aumentato l'investimento medio per metro quadro nelle sedi core⁴.

Si osserva una contrazione numerica delle sedi e una crescita qualitativa di quelle rimanenti. Il concetto chiave è l'hub relazionale.

non luogo di routine quotidiana, ma palcoscenico di momenti ad alta intensità relazionale. Anche gli investimenti in qualità architettonica e sostenibilità riflettono questo ruolo simbolico. Il nuovo campus di Intesa Sanpaolo a Torino e la torre Unipol a Milano integrano spazi pubblici, verde verticale e aree aperte alla città, rafforzando la dimensione identitaria oltre quella funzionale.



7.3 Ufficio diffuso e policentrismo urbano

Parallelamente alla concentrazione qualitativa degli HQ, emerge un modello policentrico. La riduzione del commuting quotidiano ha riattivato l'attenzione verso quartieri e nodi urbani secondari.



Fonti 1. Cushman & Wakefield, The Evolution of Office Density Report, 2019. 2. Gensler, Global Workplace Survey 2023. 3. JLL, Future of Work and Office Design Report, 2024. 4. CBRE, European Occupier Survey, 2024. 5. Savills, European Office Fit-Out and Design Trends, 2024. 6. JLL, Global Flex Space Outlook, 2024.

In diverse città europee si osserva una crescita della domanda per spazi flessibili in aree semicentrali o ben connesse, ma non necessariamente CBD tradizionali.

Secondo JLL, nel 2023 circa il 40% delle nuove aperture di spazi flessibili in Europa è avvenuto in location non-core CBD, ma in quartieri emergenti o secondari ben collegati⁶.

Il coworking e i micro-hub aziendali diventano strumenti per ridurre tempi di spostamento e aumentare qualità della vita. A Londra, il fenomeno "hub-and-spoke" ha portato diverse corporate a mantenere un HQ centrale e attivare sedi satellite in quartieri periferici o città satellite.

A Parigi, la domanda si è distribuita tra CBD e La Défense ma anche verso aree come Saint-Ouen o Issy-les Moulineaux, con immobili moderni e canoni inferiori rispetto al centro storico. In Italia, Milano mostra segnali di policentrismo con sviluppo di micro-centralità come Scalo Romana, Bicocca e Mind, dove funzioni direzionali si integrano con residenziale e ricerca.

Il modello urbano compatto favorisce una redistribuzione più che una dispersione. Il nuovo modello spaziale non elimina l'ufficio; lo rende più selettivo e strategico. Meno spazio standardizzato, più spazio intenzionale. Meno sedi diffuse e anonime, più hub identitari e micro-presidi di prossimità. L'efficienza non è più solo metratura per persona, ma qualità dell'esperienza, capacità di generare relazione e integrazione con l'ecosistema urbano.



Indicatori chiave 2020–2025: metriche quantitative della trasformazione

L'analisi delle traiettorie globali dell'ufficio tra il 2020 e il 2025 può essere sintetizzata attraverso cinque indicatori strutturali: vacancy rate, superficie per dipendente, premium rent per edifici ESG, capex medio di riqualificazione e flussi di investimento per area geografica. L'insieme di queste metriche restituisce una fotografia oggettiva della polarizzazione in atto.

Vacancy rate globali

Il vacancy rate rappresenta l'indicatore più immediato dello squilibrio tra domanda e offerta. Secondo Cushman & Wakefield,

Negli Stati Uniti, dati CoStar mostrano che il vacancy complessivo ha superato il 13% nel 2024 a livello nazionale, con CBD oltre il 18%². In Europa occidentale il dato medio è rimasto più contenuto, attestandosi intorno al 7,8% nel 2024 secondo BNP Paribas Real Estate³. In Asia Pacifico, il vacancy medio nelle principali città si colloca intorno al 14%, con mercati come Hong Kong oltre il 16% e Singapore sotto il 9%⁴. La divergenza geografica è rilevante: i mercati con maggiore esposizione al settore tech e a modelli full-remote hanno registrato incrementi più marcati, mentre città con presenza finanziaria tradizionale e minore penetrazione del remote hanno mostrato maggiore stabilità.

il vacancy globale degli uffici nelle principali 210 città monitorate ha raggiunto il 15,6% nel 2023, livello più alto degli ultimi due decenni¹.



Riduzione metrature per dipendente

La superficie media per dipendente è un indicatore chiave della riorganizzazione spaziale. Prima della pandemia, in Europa occidentale la densità media si attestava intorno a 12–14 mq per persona nelle configurazioni standard corporate.

Secondo Knight Frank, nel 2024 molte aziende europee stanno pianificando target tra 10 e 12 mq per dipendente nominale, ma con maggiore allocazione di spazi condivisi e meno desk assegnati⁵. Nel Regno Unito, il British Council for Offices riporta che il rapporto medio desk-to-employee è passato da circa 1:1 nel 2019 a 0,7–0,8:1 nel 2024 nelle organizzazioni ibride⁶.

Negli Stati Uniti, dati CoreNet Global indicano che oltre il 60% delle corporate ha ridotto il footprint totale tra il 10% e il 30% rispetto ai livelli pre-2020⁷.

La riduzione non è lineare: si osserva una contrazione della superficie complessiva ma un aumento della qualità e della percentuale di spazio dedicato a collaborazione, formazione e socialità.



Spazio x lavoratore

Pre - 2020

Post 2020

12/14
mq



12/10
mq

Premium rent edifici ESG

Il differenziale di canone tra edifici sostenibili e non sostenibili è diventato tangibile. Secondo uno studio della London School of Economics (Real Estate Economics, 2023), nel mercato londinese gli edifici con certificazione EPC A o B registrano un premium medio del 8–12% rispetto agli asset con rating inferiori⁸.

Un'analisi della Deutsche Bundesbank sul mercato tedesco evidenzia che immobili con certificazione energetica elevata presentano valori di mercato superiori fino al 6% rispetto a edifici comparabili meno efficienti⁹.

Negli Stati Uniti, uno studio pubblicato su Journal of Sustainable Real Estate rileva premium di vendita tra il 5% e il 10% per immobili certificati LEED¹⁰. Il premium non è solo di canone ma anche di liquidità: asset ESG-aligned mostrano tempi medi di assorbimento inferiori rispetto allo stock non certificato.



Capex medio di riqualificazione

Il costo medio di riqualificazione è aumentato per effetto dell'inflazione dei materiali e della complessità impiantistica richiesta per adeguamenti ESG. Secondo Turner & Townsend, nel 2024 il costo medio di fit-out office Grade A in Europa varia tra 1.800 e 3.000 €/mq, a seconda della città e del livello tecnologico¹¹.

Per retrofit energetici completi (involucro, impianti HVAC, sistemi digitali), Savills stima investimenti tra 500 e 1.500 €/mq per edifici costruiti prima del 2000¹².

In Germania, il programma federale di efficientamento energetico (BEG) ha evidenziato che interventi di deep renovation possono ridurre i consumi energetici fino al 40–60%, ma richiedono capex significativo, spesso sostenibile solo per asset in mercati core¹³.

Trend di investimento per area geografica

Il volume globale di investimenti in uffici è diminuito drasticamente nel biennio 2022–2023. Secondo RCA (MSCI), nel 2023 gli investimenti office globali sono scesi del 55% rispetto alla media 2017–2019¹⁴. In Europa il calo è stato intorno al 50%, mentre negli Stati Uniti ha superato il 60%¹⁵.

Nel 2024 emergono segnali di stabilizzazione selettiva: Asia-Pacifico ha registrato una lieve ripresa dei volumi prime, sostenuta da capitali core regionali¹⁶. Medio Oriente mostra crescita degli investimenti direzionali, con Dubai che ha registrato un incremento a doppia cifra nei volumi di transazione office nel 2023–2024 secondo Knight Frank¹⁷. Il dato strutturale è la maggiore concentrazione dei capitali su asset prime e ESG-compliant.

Gli investitori istituzionali soggetti a vincoli di sostenibilità e disclosure privilegiano immobili allineati a standard ambientali, riducendo la liquidità per stock obsoleto.

Nel complesso, gli indicatori 2020–2025 delineano un mercato meno espansivo ma più selettivo. Vacancy elevata in alcuni mercati, riduzione del footprint per dipendente, premium per qualità ambientale, aumento dei costi di riqualificazione e contrazione dei volumi di investimento convergono verso una stessa conclusione: l'ufficio non è scomparso, ma è diventato un asset ad alta soglia di qualità, capitale e competenza gestionale.



Fonti 1. Cushman & Wakefield, Global Office Market Report 2023. 2. CoStar, U.S. Office Market National Report 2024. 3. BNP Paribas Real Estate, European Office Market Outlook 2024. 4. Colliers, Asia-Pacific Office Market Snapshot 2024. 5. Knight Frank, (Y)OUR SPACE Global Occupier Survey 2024. 6. British Council for Offices, Guide to Specification 2024. 7. CoreNet Global, Corporate Real Estate Survey 2023. 8. Eichholtz P., Kok N., LSE Real Estate Economics Study 2023. 9. Deutsche Bundesbank, Energy Efficiency and Property Valuation Study 2023. 10. Journal of Sustainable Real Estate, LEED Price Premium Study 2022. 11. Turner & Townsend, International Construction Market Survey 2024. 12. Savills, European Office Refurbishment Cost Benchmark 2024. 13. Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz, BEG Programme Report 2023. 14. MSCI Real Capital Analytics, Global Capital Trends 2023. 15. MSCI, U.S. Office Investment Trends 2023. 16. CBRE, Asia Pacific Investment Market View 2024. 17. Knight Frank, Dubai Office Market Review 2024.



09

Rischi e scenari 2026–2030: tra stabilizzazione, ritorno selettivo e shock tecnologico

Il periodo 2026–2030 sarà determinante per comprendere se l'ufficio abbia raggiunto un nuovo equilibrio o se sia ancora in una fase di transizione. Le variabili critiche non saranno solo macroeconomiche (tassi, crescita, credito), ma strutturali: diffusione dell'intelligenza artificiale generativa, evoluzione culturale della leadership, regolamentazione ambientale e demografica urbana. Gli scenari plausibili non sono tre traiettorie lineari, ma configurazioni alternative che possono coesistere per geografia e settore.



9.1 Scenario di stabilizzazione: l'hybrid come equilibrio permanente

In questo scenario, il lavoro ibrido si consolida come architettura organizzativa dominante. I dati più recenti suggeriscono che siamo già prossimi a un plateau. Il Survey of Working Arrangements and Attitudes (Stanford University) indica che negli Stati Uniti il numero medio di giorni lavorati da remoto si è stabilizzato intorno a 1,4–1,6 a settimana tra 2023 e 2024¹. Il Global Survey of Working Arrangements (2025) rileva che nei Paesi avanzati la quota di giornate lavorative da remoto si attesta stabilmente tra il 20% e il 30%².

Se questa traiettoria si conferma, l'ufficio 2026–2030 non tornerà ai livelli di occupazione 2018–2019, ma nemmeno subirà ulteriori contrazioni drammatiche. Le aziende dimensioneranno gli spazi su una presenza media del 60–70% della forza lavoro nei giorni di picco, con layout altamente flessibili. La conseguenza immobiliare è una stabilizzazione dei vacancy nei mercati core e una progressiva eliminazione dello stock obsoleto tramite demolizione o conversione.

In questo scenario, la competizione non sarà quantitativa ma qualitativa: attrarre talenti, sostenere cultura e innovazione. Il rischio principale non è la riduzione della domanda, ma la biforcazione definitiva del mercato tra “asset prime” e “stranded assets”.



9.2 Scenario di ritorno alla presenza: leadership, cultura e controllo

Un secondo scenario prevede un rafforzamento del ritorno in ufficio, trainato da pressioni culturali e di leadership. Negli Stati Uniti, diverse grandi aziende (Amazon, JPMorgan, Goldman Sachs) hanno già imposto policy di presenza 4-5 giorni a settimana nel 2024-2025³.

La motivazione dichiarata è spesso legata a cultura, mentoring e produttività percepita. La ricerca suggerisce che le organizzazioni con maggiore intensità di apprendimento informale e innovazione complessa possono beneficiare di interazioni frequenti in presenza. Uno studio MIT Sloan evidenzia che

la probabilità di mentorship efficace e trasferimento tacito di competenze aumenta significativamente con la co-presenza fisica⁴.

Tuttavia, i dati di preferenza dei lavoratori restano orientati all'ibrido. Secondo Gallup (2024), il 60% dei lavoratori con mansioni remotizzabili preferisce modelli ibridi, mentre meno del 10% desidera un ritorno full-time in ufficio⁵. Un ritorno forzato potrebbe quindi generare effetti collaterali su retention e engagement.

In Europa continentale, la cultura manageriale è mediamente meno polarizzata rispetto agli Stati Uniti. Tuttavia, nei settori regolati (finanza, consulenza strategica, PA) si osserva già una pressione verso maggiore presenza. Lo scenario di ritorno non implica necessariamente piena occupazione 5 giorni su 5, ma un aumento della frequenza media a 3-4 giorni settimanali.

Dal punto di vista immobiliare, questo scenario favorirebbe una riduzione più rapida della vacancy nei mercati prime, ma non risolverebbe la questione dello stock secondario energivoro o mal localizzato.



9.3 Scenario di ulteriore contrazione: AI e automazione

Il terzo scenario è il più strutturale e meno discusso in chiave immobiliare: l'impatto dell'intelligenza artificiale sul lavoro d'ufficio. A differenza della pandemia, che ha cambiato il "dove" si lavora, l'AI incide sul "quanto" lavoro umano è necessario. Goldman Sachs stima che l'AI generativa possa automatizzare parzialmente o totalmente fino al 25% delle attività lavorative nelle economie avanzate⁶.

McKinsey (2023) suggerisce che fino al 30% delle ore lavorate negli Stati Uniti potrebbe essere automatizzato entro il 2030, con impatto significativo su funzioni amministrative, legali, finanziarie e customer service⁷.

Il Fondo Monetario Internazionale (2024) indica che circa il 40% dei posti di lavoro globali è esposto a trasformazioni legate all'AI, con maggiore incidenza nelle economie sviluppate⁸. Il punto cruciale per il real estate è che molte delle funzioni più esposte all'automazione sono tipicamente "white collar" e basate in ufficio: contabilità, back-office bancario, analisi documentale, supporto legale, amministrazione HR.

Se anche solo una parte di queste attività venisse ridotta o aumentasse drasticamente la produttività per addetto, la domanda netta di superficie potrebbe contrarsi ulteriormente.

Un esempio concreto è l'automazione dei processi di revisione documentale legale tramite AI generativa, che in alcune law firm ha già ridotto il tempo necessario per analisi preliminari fino al 60–70%. Analogamente, sistemi di coding assistito hanno aumentato la produttività di sviluppatori junior in modo significativo, riducendo il fabbisogno di personale entry-level in alcune aziende tecnologiche.

Tuttavia, la storia economica suggerisce che le ondate tecnologiche non eliminano solo lavoro, ma lo trasformano. Il rischio non è una semplice riduzione lineare dei metri quadri, ma una riconfigurazione della composizione della forza lavoro: meno ruoli routinari, più ruoli creativi, di coordinamento, strategici.

Questo potrebbe accentuare la necessità di spazi collaborativi ad alta intensità cognitiva, pur riducendo la domanda per grandi superfici amministrative standardizzate. Un'ulteriore variabile è l'effetto combinato AI + hybrid.

Se l'AI riduce il tempo necessario per task individuali, la quota di lavoro collaborativo potrebbe aumentare relativamente, rafforzando il ruolo dell'ufficio come luogo di interazione. In questo caso la superficie complessiva potrebbe non diminuire proporzionalmente al numero di addetti, ma riconfigurarsi qualitativamente.



Rischi trasversali 2026–2030

Tre rischi attraversano tutti gli scenari: primo, la rigidità dello stock esistente, che potrebbe generare un eccesso strutturale di offerta in mercati secondari; secondo, l'aumento dei costi di compliance ambientale, che potrebbe accelerare l'obsolescenza di edifici non allineati alla normativa europea; terzo, la divergenza geografica, con città globali che attraggono capitale e talenti e aree secondarie che subiscono declino direzionale. Il periodo 2026–2030 non sarà quindi definito da una singola narrativa ("ritorno", "fine dell'ufficio", "dominanza AI"), ma dall'interazione tra tecnologia, cultura organizzativa e qualità immobiliare. L'asset class sopravviverà, ma con una soglia di qualità, flessibilità e integrazione tecnologica significativamente più alta rispetto al passato.

Fonti 1. Stanford University, Survey of Working Arrangements and Attitudes, 2024. 2. Aksoy, Barrero, Bloom, Davis, Global Survey of Working Arrangements, 2025. 3. Financial Times, Corporate Return-to-Office Policies 2024–2025. 4. MIT Sloan Management Review, Research on Mentorship and In-Person Collaboration, 2023. 5. Gallup, State of the Workplace 2024 Update. 6. Goldman Sachs Global Investment Research, The Potentially Large Effects of Artificial Intelligence on Economic Growth, 2023. 7. McKinsey Global Institute, The Economic Potential of Generative AI, 2023. 8. International Monetary Fund, Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work, 2024.



10

Implicazioni strategiche per investitori e operatori: capitale selettivo, metriche evolute e riposizionamento come motore di valore

Il ciclo 2020–2025 ha trasformato l'office da asset "beta macroeconomico" a asset ad alta intensità gestionale e selettiva. Per investitori e operatori, il tema non è più se investire nell'ufficio, ma dove, con quali caratteristiche e con quale strategia di creazione di valore. I dati mostrano un mercato polarizzato: contrazione dei volumi complessivi, ma resilienza – e talvolta crescita – nei segmenti prime, ESG-aligned e ubicati in città globali.

Dove investire

La prima discriminante è geografica. Secondo MSCI Real Assets, nel 2024 i volumi di investimento office in Europa core (Francia, Germania, Paesi Bassi, Italia prime) hanno mostrato segnali di stabilizzazione, mentre i mercati secondari hanno continuato a registrare contrazioni a doppia cifra¹.

Le città globali con ecosistemi universitari, infrastrutture e densità di servizi mantengono maggiore liquidità. Parigi CBD, Monaco, Amsterdam, Milano centro e Madrid prime hanno registrato livelli di take-up e canoni prime più resilienti rispetto alla media nazionale². La seconda discriminante è qualitativa. Secondo Savills, nel 2024 oltre il 75% degli investimenti office in Europa si è concentrato su asset core/core+ con certificazioni ambientali o con potenziale di allineamento alla EU Taxonomy³. Gli edifici con rating energetico elevato non solo mostrano canoni superiori, ma risultano più finanziabili: diverse banche europee applicano condizioni di credito migliorative (green loans) per asset con performance ESG certificate.

La terza discriminante è funzionale. Gli immobili integrati in contesti mixed-use o in cluster innovativi (life science, tecnologia, finanza avanzata) mostrano maggiore resilienza. In Germania, il segmento life science office/lab ha registrato tassi di vacancy inferiori rispetto all'office tradizionale nel 2023–2024, secondo CBRE⁴. Analogamente, gli asset direzionali con forte integrazione di servizi (retail, hospitality, wellness) attraggono tenant di qualità.



Quali asset evitare



La categoria più esposta è rappresentata dagli edifici secondari energivori in mercati non core, con scarsa accessibilità e floorplate rigidi. Secondo l'European Banking Authority, l'introduzione di requisiti ESG nel sistema finanziario europeo aumenterà progressivamente il costo del capitale per asset non allineati⁵.

Ciò implica un rischio di stranded asset crescente. Gli immobili costruiti tra gli anni '70 e '90 senza aggiornamenti significativi presentano un doppio rischio: tecnico (impossibilità di raggiungere standard energetici senza capex sproporzionato) e commerciale (minor appetibilità per tenant corporate soggetti a reporting ESG).

In diversi mercati europei si osservano transazioni con sconti rilevanti rispetto ai valori 2018–2019, talvolta superiori al 30–40% nei casi di asset periferici⁶. Anche asset prime possono essere a rischio se sopravvalutati rispetto ai nuovi fondamentali di occupazione. L'analisi dei yield spread rispetto ai titoli governativi resta cruciale: compressioni eccessive in un contesto di tassi strutturalmente più alti possono generare correzioni future.

Quali metriche osservare



Le metriche tradizionali (yield, vacancy, prime rent) non sono più sufficienti. Gli investitori devono integrare indicatori di qualità operativa e ambientale.

Primo, intensità energetica (kWh/mq/anno) e traiettoria di decarbonizzazione rispetto agli obiettivi EU 2030–2050. Secondo l'Agenzia Europea dell'Ambiente, il settore building rappresenta circa il 40% del consumo energetico totale dell'UE⁷; gli edifici inefficienti saranno oggetto di crescente pressione normativa.

Secondo, tasso di utilizzo reale (occupancy effettiva vs nominale). L'adozione di sensori e analytics consente di misurare la performance dello spazio e di ottimizzare layout e servizi. Edifici con occupancy stabile sopra il 60–65% nei giorni medi mostrano maggiore resilienza rispetto a immobili con utilizzo sporadico.





Terzo, qualità del tenant mix e durata media residua dei contratti (WAULT). In un contesto di maggiore flessibilità contrattuale, la stabilità dei flussi di cassa dipende dalla solidità creditizia dei tenant e dalla capacità dell'asset di attrarre settori resilienti.

In un contesto di maggiore flessibilità contrattuale, la stabilità dei flussi di cassa dipende non solo dalla durata media residua dei contratti, ma dalla struttura e diversificazione della base tenant. Se nel ciclo pre-2020 il modello dominante privilegiava pochi conduttori corporate con lease lunghi e covenant elevato, il nuovo contesto suggerisce un equilibrio più articolato tra solidità creditizia e frammentazione controllata del rischio. Una base tenant diversificata, che includa mid-cap, PMI innovative, studi professionali e funzioni pubbliche o para-pubbliche, può aumentare la resilienza del cash flow riducendo il rischio binario legato alla perdita di un singolo anchor tenant. L'esperienza 2020-2023 ha mostrato che immobili mono-tenant o con elevata concentrazione (>40-50% del canone su un singolo occupante) hanno sofferto maggiormente in caso di rilascio o rinegoziazione aggressiva, con impatti immediati su vacancy e valutazione.

Al contrario, asset con mix frazionato e settorialmente eterogeneo hanno registrato volatilità più contenuta, compensando eventuali uscite con dinamiche di leasing più agili. La maggiore flessibilità contrattuale – lease più brevi, break option, plug-and-play – non implica necessariamente maggiore rischio, se supportata da una gestione attiva e da una pipeline commerciale strutturata. In un mercato in cui la domanda è più fluida, la capacità di riassorbire rapidamente spazi diventa una competenza chiave dell'asset manager.

In questo senso, la diversificazione interna all'immobile può svolgere una funzione analoga alla diversificazione di portafoglio: riduce la dipendenza da singoli covenant e distribuisce il rischio su più flussi. È tuttavia necessario bilanciare due dimensioni. Da un lato, una quota di tenant investment grade o con forte standing finanziario contribuisce a sostenere il valore dell'asset in fase di refinancing e valutazione bancaria, influenzando positivamente il loan-to-value e le condizioni di credito. Dall'altro, una componente di tenant più piccoli e dinamici può garantire maggiore flessibilità di assorbimento e adattamento a cicli economici differenti.

L'ottimizzazione non è quindi nella concentrazione né nell'eccessiva frammentazione, ma in una composizione calibrata. In prospettiva 2026-2030, dove la flessibilità diventa sovrana e l'impatto dell'AI potrebbe modificare rapidamente la dimensione di alcune organizzazioni, una base tenant diversificata appare strutturalmente più robusta. La resilienza dell'asset non deriva solo dalla lunghezza dei contratti, ma dalla sua capacità di attrarre e trattenere una pluralità di operatori, distribuendo il rischio e mantenendo elevata la liquidità commerciale.



Quarto, capex futuro necessario per allineamento normativo. Un edificio che richiede 800 - 1.200 €/mq di investimento per raggiungere standard minimi ESG deve essere valutato su base netta rispetto al potenziale incremento di canone o compressione yield.

Il ruolo del riposizionamento come leva di creazione di valore

In un mercato polarizzato, la creazione di valore non deriva più dalla compressione dei rendimenti, ma dalla trasformazione dell'asset. Il riposizionamento tecnico, funzionale e commerciale, diventa leva primaria.

Il modello brown-to-green prevede upgrade energetico e certificazioni per ridurre rischio normativo e migliorare liquidità. Secondo dati MSCI, asset oggetto di riqualificazione energetica mostrano maggiore probabilità di outperformare benchmark di settore nel medio periodo¹.

Il riposizionamento può essere anche tipologico: frazionamento spazi per PMI, integrazione coworking, riconfigurazione layout in chiave ABW, inserimento di servizi wellness e hospitality. In Italia e Spagna si osservano casi di acquisizione di immobili secondari con sconto significativo e successivo re-tenanting selettivo, con ritorni superiori rispetto a strategie core passive.



Un elemento strategico è il reset della base di costo.

L'acquisizione a valori corretti, combinata con capex mirato e gestione attiva, consente di generare IRR interessanti anche in un contesto di crescita moderata dei canoni.

In assenza di riposizionamento, lo stesso asset rischia una spirale di vacancy e deprezzamento. Per investitori e operatori, la conclusione è chiara: l'ufficio 2026-2030 non è un asset da detenere passivamente. Richiede capitale paziente, competenza tecnica, lettura normativa e capacità di progettazione culturale dello spazio. Il valore non è intrinseco alla metratura, ma alla capacità dell'immobile di rispondere a nuove esigenze organizzative, ambientali e sociali.



Fonti 1. MSCI Real Assets, European Capital Trends Report 2024. 2. BNP Paribas Real Estate, At a Glance Europe 2024. 3. Savills, European Investment Market Report 2024. 4. CBRE, Life Sciences Real Estate Market Overview 2024. 5. European Banking Authority, ESG Risk Management Guidelines 2023. 6. RCA/MSCI, Distressed Office Transactions Review 2024. 7. European Environment Agency, Energy Consumption in Buildings Report 2023.



11

Case studies internazionali: riposizionamento, conversioni e headquarters post-pandemia

Il periodo 2020–2025 ha prodotto una nuova generazione di progetti che non rappresentano semplici operazioni immobiliari, ma veri e propri prototipi di adattamento strategico. I casi più rilevanti non sono quelli che hanno semplicemente “resistito” alla crisi, ma quelli che hanno ridefinito funzione, posizionamento e proposta di valore dell’asset.

Edifici riposizionati con successo

Un primo esempio è **Broadgate** a Londra, sviluppato e gestito da British Land. Il complesso, originariamente concepito come distretto finanziario mono-funzionale, è stato oggetto di un profondo riposizionamento post-pandemia: aumento degli spazi pubblici, inserimento di retail e ristorazione di qualità, upgrade ESG e certificazioni ambientali. British Land ha investito oltre 1 miliardo di sterline in progetti di riqualificazione e mixed-use regeneration nel proprio portafoglio core¹. Il risultato è una maggiore resilienza dei canoni prime e una riduzione del vacancy rispetto alla media londinese.

A Parigi, il progetto **“The Link”** di Covivio a La Défense rappresenta un esempio di riposizionamento su larga scala. Si tratta della futura sede globale di TotalEnergies, con oltre 130.000 mq progettati secondo standard ESG avanzati e con forte integrazione di spazi collaborativi e servizi. Il progetto integra certificazioni ambientali di alto livello e una concezione dello spazio orientata a collaborazione e benessere, superando il modello torre direzionale tradizionale². In Germania, EDGE Grand Central a Berlino, sviluppato da EDGE (gruppo OVG), è uno degli edifici ufficio più sostenibili d’Europa, con certificazione DGNB Platinum e WELL Gold. L’edificio integra sensori per monitoraggio continuo di occupazione, qualità dell’aria e consumo energetico, offrendo un esempio concreto di edificio data-driven. Il riposizionamento è stato costruito attorno alla promessa di performance ambientale e digitale, attrattiva per tenant corporate globali.



Headquarters post-pandemia innovativi

Il nuovo headquarter non è più solo un contenitore funzionale, ma un manifesto culturale. Il campus Apple Park in California, pur concepito prima della pandemia, ha dimostrato la centralità dell'architettura come leva identitaria: spazi aperti, percorsi pedonali interni, integrazione paesaggistica e attenzione al benessere. Dopo il 2020, la funzione simbolica dell'HQ si è rafforzata.

Il nuovo 270 Park Avenue di JPMorgan Chase a New York, completato nel 2025, è progettato per ospitare circa 14.000 dipendenti e integra sistemi di ventilazione avanzati, luce naturale estesa e spazi collaborativi modulari. L'edificio punta a certificazioni ambientali elevate e rappresenta una dichiarazione di lungo termine sul ruolo dell'ufficio come hub strategico.

In Europa, il campus Deloitte a Amsterdam e il nuovo quartier generale di Intesa Sanpaolo a Torino integrano spazi pubblici, auditorium, aree wellness e forte connessione con il tessuto urbano. Questi edifici non sono dimensionati per presenza totale quotidiana, ma per momenti di alta intensità relazionale, formazione e community building. Un altro esempio è il campus di Siemensstadt Square a Berlino, progetto di rigenerazione urbana che combina ricerca, uffici, residenziale e spazi pubblici, posizionando l'headquarter come parte di un ecosistema urbano più ampio.

Lezioni trasversali dai case studies

I casi analizzati mostrano alcune costanti: 1. La qualità architettonica e ambientale è prerequisito, non optional. 2. Il mixed-use aumenta resilienza e attrattività. 3. Il riposizionamento richiede capex significativo ma genera vantaggio competitivo nei mercati core. 4. L'headquarter post-pandemia è uno strumento di cultura e branding, non solo di produzione. I case studies dimostrano che l'ufficio non è un asset statico. La sua capacità di adattamento dipende da visione strategica, capitale e comprensione profonda delle nuove dinamiche organizzative. Gli immobili che hanno saputo reinterpretare la propria funzione sono quelli che oggi mostrano maggiore resilienza e prospettive di valore nel medio termine.



12

Conclusioni: selettività, polarizzazione e nuove opportunità nell'asset class office

A cinque anni dalla pandemia, la narrativa dell'office is dead" si è dimostrata semplicistica. I dati mostrano una realtà più complessa: l'ufficio non è scomparso, ma è diventato selettivo. La domanda non si è azzerata; si è redistribuita. La metratura complessiva in alcuni mercati è diminuita, i vacancy sono saliti in modo significativo, ma parallelamente gli asset prime, sostenibili, ben localizzati e integrati in ecosistemi urbani dinamici hanno mantenuto, e in alcuni casi rafforzato, la propria attrattività. La polarizzazione è la nuova normalità. Gli edifici di alta qualità, con certificazioni ESG, buona accessibilità e proposta esperienziale evoluta, mostrano canoni resilienti, maggiore liquidità e migliore accesso al credito.

Al contrario, lo stock secondario energivoro e mal posizionato subisce repricing, vacancy prolungata e rischio di obsolescenza strutturale. Questa biforcazione non è ciclica ma strutturale, sostenuta da regolamentazione ambientale, cambiamento organizzativo e pressione dei capitali istituzionali verso asset compliant. Il valore della qualità emerge come unico vero differenziale competitivo. Qualità non solo architettonica, ma energetica, digitale, gestionale e urbana.

Gli edifici che integrano sostenibilità, flessibilità e servizi hanno dimostrato maggiore capacità di attrarre tenant e capitale.



Opportunità per nuovi investitori

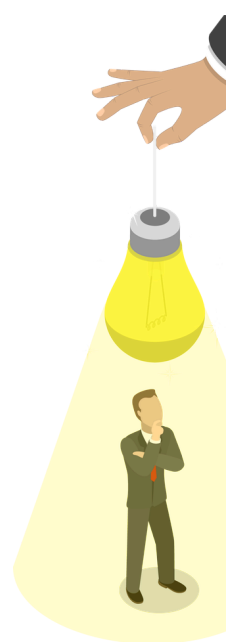
In un contesto di repricing e maggiore volatilità, emergono opportunità significative per nuovi investitori, in particolare per capitali pazienti e operatori con competenze di riposizionamento. La prima area di opportunità è il segmento value-add e distressed nei mercati core. Secondo diverse analisi di mercato, i valori office in alcune città statunitensi hanno registrato cali tra il 25% e il 40% rispetto ai picchi pre-2020; in Europa le contrazioni sono state mediamente inferiori ma comunque rilevanti nei segmenti secondari.

L'acquisizione a base di costo corretta, combinata con capex mirato per upgrade energetico e riposizionamento commerciale, può generare ritorni superiori rispetto a strategie core tradizionali. Il rendimento non deriva più dalla compressione dei yield, ma dalla trasformazione dell'asset. La seconda opportunità riguarda il brown-to-green. La pressione normativa europea (EU Taxonomy, EPBD revision, CSRD) crea un gap tra edifici compliant e non compliant. Investitori in grado di finanziare e gestire deep retrofit possono beneficiare di premium di canone e maggiore liquidità futura. Il differenziale di performance tra asset ESG-aligned e non allineati tende ad ampliarsi nel medio periodo, rendendo il capex un investimento difensivo e al contempo generatore di valore.

La terza area è l'integrazione mixed-use e la rigenerazione urbana. Progetti che combinano ufficio, residenziale, hospitality e servizi aumentano resilienza dei flussi e riducono dipendenza da un'unica funzione.

In molte città europee e mediorientali, i nuovi sviluppi direzionali si inseriscono in ecosistemi urbani policentrici, generando valore non solo immobiliare ma territoriale. La quarta opportunità è rappresentata dal frazionamento intelligente e dalla gestione attiva del tenant mix. In un mondo dominato dalla flessibilità, immobili capaci di accogliere PMI, mid-cap e funzioni ibride, con layout adattabili e servizi plug-and-play, possono mantenere occupancy elevata anche in contesti macro incerti.

La diversificazione interna all'immobile diventa leva di stabilizzazione del cash flow. La quinta area è l'infrastruttura digitale dell'edificio. L'adozione di sistemi di monitoraggio energetico, occupancy analytics e gestione smart consente di ottimizzare costi operativi e migliorare esperienza utente, aumentando attrattività e valore percepito. Il workplace data driven diventa un asset competitivo.



Rischi e disciplina

Le opportunità sono accompagnate da rischi strutturali. L'impatto dell'intelligenza artificiale potrebbe ridurre la domanda netta di alcune funzioni amministrative e white collar, con effetti indiretti sulla metratura richiesta. L'aumento dei costi di compliance ambientale potrebbe comprimere margini per chi non pianifica adeguatamente il capex.

Il contesto dei tassi più elevati rispetto al decennio 2010–2020 impone maggiore disciplina finanziaria. In questo scenario, la selezione è cruciale. Non tutti gli asset office sono destinati a recuperare valore. Una parte dello stock rimarrà strutturalmente sotto pressione e potrebbe richiedere conversione o demolizione. L'analisi micro-locale, la qualità urbana e la solidità della domanda occupier diventano variabili decisive.



Il futuro dell'asset class secondo le previsioni dominanti

Le previsioni più solide convergono su un punto: l'ufficio continuerà a esistere come componente essenziale dell'economia della conoscenza, ma con dimensioni e configurazioni diverse. Le stime internazionali indicano che il lavoro ibrido si stabilizzerà su una quota significativa di giornate remote, ma non sostituirà completamente la presenza fisica.

La domanda di spazi di alta qualità, flessibili e sostenibili resterà sostenuta nei mercati globali. L'asset class office diventerà meno omogenea e più segmentata.

Gli investitori orientati al core dovranno accettare rendimenti più selettivi ma stabili su asset prime; quelli orientati al value-add potranno cogliere opportunità significative su asset sottovalutati, a condizione di possedere competenze operative e capacità di gestione attiva.

In prospettiva 2030, l'ufficio non sarà più valutato solo come contenitore di metri quadri, ma come infrastruttura di capitale umano, culturale e relazionale.





**La creazione di valore
non sarà automatica né diffusa:
sarà concentrata in immobili
capaci di interpretare le nuove
esigenze organizzative,
ambientali e tecnologiche.**

L'ufficio non è morto.

*È diventato un asset
ad alta soglia di qualità,
capitale e visione strategica.*

*In un mercato polarizzato,
la differenza tra declino e creazione
di valore risiederà nella capacità
di leggere le trasformazioni strutturali
e di agire con disciplina, innovazione
e competenza gestionale.*



produced by Sharp marketing

Stella33 è una società specializzata nel riposizionamento, marketing e gestione di immobili ad uso ufficio, con un focus su asset multi-tenant e su modelli di workspace flessibile. Affianca proprietari e investitori nella valorizzazione degli edifici attraverso concept, servizi e gestione operativa, incrementandone l'attrattività e i flussi di cassa. Allo stesso tempo crea ecosistemi di lavoro evoluti per aziende e professionisti, combinando uffici flessibili, hospitality e community per generare ambienti di lavoro produttivi e connessi.

Pietro Martani

