



*Nell'ultima parte del '22 sul rallentamento del settore ha inciso l'innalzamento dei tassi*

# Real estate, il mercato tira il freno ma i fondi non si fermano

## Grandi aspettative si registrano su uffici, hotel e studentati

PAGINE A CURA  
DI ANTONIO RANALLI

**R**eal estate in salute: nel 2022 il mercato immobiliare italiano ha visto investimenti superiori ai 12 miliardi di euro, con un incremento del 20% rispetto al 2021. Secondo l'analisi realizzata da *Dils* a trainare sono stati soprattutto i primi nove mesi del 2022, che hanno raccolto 9,7 miliardi di euro, rispetto all'ultimo trimestre che invece ha registrato un forte calo. Un rallentamento dovuto in parte alla situazione geopolitica che ha provocato l'aumento del costo dell'energia e l'aumento dei tassi di interesse.

Che prospettive ci sono per il settore immobiliare nel 2023 che è appena iniziato? Quasi tutti i principali operatori del mercato confermano l'incombente di una recessione. «Gli investitori stanno ormai assumendo un atteggiamento prudente, in molte operazioni gli acquirenti cercano di negoziare un repricing o chiedono un allungamento dei termini delle transazioni», dice **Emanuela Molinaro**, partner di **Orrick** e responsabile della practice real estate. «Seppure le previsioni per il 2023 non siano affatto ottimistiche, come spesso accade, dalle situazioni di crisi possono nascere opportunità. Già il

Pnrr prevede ingenti fondi a promozione di interventi per la realizzazione di un settore immobiliare sostenibile. Per il raggiungimento di tali obiettivi, però, sarà necessaria una sinergia tra capitali pubblici e privati, e lo stesso Pnrr intende favorire interventi di partenariato pubblico-privato. Nella stessa direzione si sta muovendo il mercato immobiliare che, anche in virtù dei più recenti interventi normativi euro-unitari, guarda verso progetti immobiliari sostenibili, cercando di integrare i parametri Esg nelle strategie di investimento degli operatori».

Secondo **Olaf Schmidt**, location head del dipartimento real estate di **DLA Piper** «il mercato si attende un abbassamento dei prezzi di compravendita per gli immobili in quasi tutte le asset classes, ma non siamo ancora arrivati alla conclusione su dove questi prezzi devono assestarsi. Il risultato è un atteggiamento di «wait and see» e nessuno sa quando finirà. La maggior parte degli operatori del settore prevede una ripresa delle attività nel secondo o terzo trimestre del 2023. In questo contesto, le asset classes che vedo

ancora una discreta attività di compravendita e/o sviluppo sono il settore residenziale, la logistica e l'alberghiero. Anche nel settore residenziale,





sia nella business line del build-to-rent sia nel segmento del build-to-sell, si intravedono alcune nuvole nere a causa dell'aumento del costo della vita. Ciò detto, i dati demografici fanno sì che il segmento del living continui a performare ad alto livello. L'incessante aumento dello shopping online giustifica un costante interesse nel settore della logistica, con un particolare focus sulla piccola logistica del «last mile». E, da ultimo, la bellezza del nostro paese continua ad attrarre turisti e induce gli sviluppatori e gli operatori del settore alberghiero a investire risorse nei tanti alberghi a gestione familiare che necessitano di investimenti per aumentare la qualità dei servizi. A questo si aggiunge il trend di convertire immobili con destinazioni non più attraenti in destinazioni diverse. In conclusione: le previsioni sono positive, anche se potremmo aspettare fino all'estate per vedere il mercato immobiliare italiano tornare ai livelli di attività del 2021».

Per **Andrea Francesco Castelli**, responsabile del dipartimento Real Estate di **Gattai, Minoli** «diversi elementi fanno pensare che que-

sto rallentamento si protrarrà per almeno parte del 2023, nondimeno vi sono pure fattori che fanno sperare che l'Italia possa registrare una dinamica parzialmente divergente da quella degli altri grandi paesi europei. Innanzitutto in Italia permane un deficit strutturale con riguardo ad alcune asset class (studentati, data center, logistica), inoltre, volendo generalizzare, anche lì dove non manca la «quanti-

tà» manca una qualità adeguata alla domanda (vedi hotel, ma anche uffici), ergo permane un potenziale intrinseco di espansione dei volumi e del mercato; le risorse del Pnrr andranno anche a potenziare le infrastrutture e ciò potrebbe creare i presupposti affinché gli investimenti «escano», per così dire, da Milano e Roma, abbracciando ad esempio aree urbane che appaiono lontane solo perché mal collegate; la crescita economica italiana è stata sopra le aspettative nel 2022 e più sostenuta di quella di Francia e Germania, e potrebbe esserlo secondo alcuni anche nel 2023; potremmo forse essere vicini al picco del costo del denaro (oggi nell'Ue al 2,5% contro una stabilizzazione al 3% ipotizzata da alcuni analisi se l'inflazione, come sta accadendo negli Usa rallenterà anche in Europa)».

Secondo **Rocco Ferrari**, equity partner di **Gatti Pave-**

**si Bianchi Ludovici** «a luglio si recitava il de profundis del settore. In realtà, anche inaspettatamente vista la tradizionale ritrosia dei venditori italiani a digerire il repricing imposto dal mercato, le operazioni in corso si sono concluse malgrado gli acquirenti abbiano dovuto riprezzare l'asset in considerazione delle mutate condizioni di finanziamento o di altri fattori (come i costi di costruzione) che hanno avuto un impatto sui loro business plan.

Poi è innegabile che nonostante alcuni investitori istituzionali siano diventati effettivamente molto cauti se non freddi, continuiamo a notare interesse (anche da newcomers stranieri) nei settori che





hanno primeggiato negli ultimi anni come la logistica e quello residenziale in primis, così come un rinnovato interesse nell'hospitality e qualche sprazzo di luce nel retail. Ovviamente chi non ha necessità di fare leva finanziaria è favorito in un contesto di rialzo dei tassi e grande cautela da parte delle banche».

Il settore alberghiero offre importanti prospettive. «Il 2022 ci ha visti molto impegnati nel settore dell'hotellerie, principalmente assistendo operatori stranieri nell'apertura di strutture alberghiere o residenziali short-term di dimensioni me-

dio-piccole», spiega **Ruben Pescara**, socio fondatore dello studio **Nunziante Magrone** e responsabile del dipartimento Real Estate. «Grazie alla digitalizzazione dei processi (a partire dal check-in/check-out, fino alla gestione e alla vendita su siti web proprietari e portali), sono diventate interessanti e profitable anche delle strutture che in precedenza potevano essere gestite solo a livello familiare o piccolo imprenditoriale. Mi aspetto che il trend continui anche nel 2023, nonostante lo scenario economico complicato da guerra e inflazione. A tal proposito, anche se percepisco un moderato ottimismo per il real estate europeo per il 2023, credo che dovremo guardare con attenzione a ciò che succederà negli Stati Uniti, dove l'aumento dei tassi rischia di avere conseguenze importanti con ripercussioni anche per il vecchio continente. Continuerà l'interesse per i nuovi sviluppi alberghieri, specie nell'ambito

di progetti di rigenerazione urbana, anche se gli operatori sono piuttosto scoraggiati dalla complessità normativa e dai tempi della burocrazia, e per le acquisizioni di strutture già a reddito. Per gli altri settori del real estate, che sono stati meno impattati dall'innovazione tecnologica, mi aspetto un 2023 piuttosto tiepido, con il retail che continuerà a subire le code della pandemia, con cambi di gestore più frequenti di quanto vorrebbero gli operatori».

Dopo la crisi dovuta al Covid, le locazioni hanno avuto una notevole ripresa con un ritorno alla normalizzazione dei canoni, rispetto ai ribassi degli anni precedenti. «Uguale, nel settore delle compravendite e degli investimenti immobiliari, è proseguito un trend decisamente positivo, con un aumento consistente delle transazioni, ben distribuito su tutto il territorio, tanto in provincia che nei capoluoghi. Per il 2023, i dati e le tendenze fin qui registrati suggeriscono un ulteriore incremento degli indici», spiega **Antonio de Paoli**, partner di **Andersen**. «Nel mercato delle locazioni, soprattutto commerciali, il superamento delle criticità causate dalla pandemia, legittima una prognosi ottimistica e di ulteriore consolidamento del livello dei canoni. Per quanto riguarda le compravendite e le operazioni immobiliari, pur essendo diminuita la spinta di alcuni fattori significativi, quali i bonus fiscali - determinanti per le compravendite con ristrutturazione - e i saggi d'interesse vantaggiosi, permangono ancora dei fattori che dovrebbe-





ro favorire la vitalità del mercato: condizioni sociali, politiche ed economiche che indirizzano gli investitori verso beni rifugio; un rinnovato interesse degli operatori stranieri per il mercato immobiliare italiano; un regime fiscale di settore ancora marcatamente favorevole, soprattutto per le persone fisiche».

Il 2021 si era chiuso con un mercato immobiliare in ripresa e nel senso di un - seppur cauto - ottimismo per l'uscita dalla pandemia. «Tuttavia, lo scoppio del conflitto russo-ucraino e la conseguente tensione a livello internazionale ha rallentato la ripresa e fatto emergere una serie di problematiche di natura economica, sociale e politica da tempo nascoste sotto la cenere», spiega **Paolo Bolis**, senior associate di **Greenberg Taurig Santa Maria**. «Le conseguenze più immediate di questa tensione sono facilmente visibili: aumento dei costi dell'energia, inflazione e tassi di interesse alle stelle. Non ci è voluto molto quindi per cominciare a percepire una sempre maggior prudenza degli investitori, nonché dei loro finanziatori, con conseguente impatto su operazioni che hanno subito un rallentamento, ovvero addirittura sono state abbandonate. Cosa possiamo aspettarci quindi per il 2023? Sebbene abbiamo segnali che i costi delle materie prime si siano stabilizzati o comunque indirizzati verso una progressiva stabilizzazione, la vera incognita è la tematica energetica, in relazione alla quale le politiche di dipendenza da singoli Paesi hanno comunque dimostrato le pro-

prie falle. Anche le recenti scoperte in tema di efficientamento del processo di trasformazione di energia tramite fusione nucleare, salutate come una «svolta storica», non paiono di immediata attuazione. In tutto questo scenario, chi deve costruire oggi - e chi deve finanziare lo sviluppo - teme un aumento dei costi che sarebbe stato inimmaginabile, anche solo un anno fa. L'attenzione quindi si potrebbe spostare sul parco immobili esistenti, dove però i prezzi continuano ad essere abbastanza alti per buoni prodotti e il tanto auspicato repricing non proprio alle porte, con tassi di inflazione e di interessi sulla leva, che ragionevolmente rimarranno elevati fino almeno alla prossima primavera».

I temi di contesto che si preannunciano per il 2023 riportano in evidenza la variabile fiscale come elemento propulsivo di dinamiche virtuose. «Sarebbe importante l'azione legislativa trovasse gli spazi per impostare un approccio di settore, l'unico in grado di sostenere l'economia reale sottesa

al mondo immobiliare tutelando al contempo le esigenze di gettito», spiega **Francesco Mantegazza**, co-managing partner di **FIVELEX Studio Legale e Tributario**. «La fiscalità del settore è oggi eccessivamente frastagliata e in molti aspetti caratterizzata dalla stratificazione di norme che sono state nel tempo introdotte per rispondere a esigenze contingenti e sono poi purtroppo rimaste nel tempo senza che ad esse fosse associata una vera e propria finalità di politica fiscale. Gli





esempi non mancano e qualsiasi elenco in questa sede risulterebbe incompleto. Ma basta pensare alle limitazioni poste all'investimento in immobili residenziali da parti di operatori istituzionali, alla disciplina sulla società di comodo o alle limitazioni alla deducibilità degli interessi passivi. Sono noti e legittimi i motivi che hanno portato all'introduzione di queste norme, ma dovrebbero essere rivisitate in una prospettiva organica e di sistema. Se è vero che la risposta alle esigenze di sostenibilità energetica e sociale passa anche attraverso processi di riqualificazione del patrimonio immobiliare è anche vero che questo richiede l'afflusso di capitali virtuosi, sia italiani che esteri, cui va offerto un contesto di norme equilibrato e coerente che consideri adeguatamente le peculiarità degli operatori e le finalità cui tende la norma fiscale».

In questo contesto avvocati e studi legali risultano determinanti, anche per la richiesta di specializzazione in materie come urbanistica, edilizia, finanza e diritto societario. «E' sicuramente in ascesa il settore relativo allo student accommodation dove vi sono previsioni di un significativo incremento dei posti letto nei prossimi anni», dice **Andrea Ughi**, partner di **Ughi e Nunziante**. «Questa tendenza riflette la progressiva e costante crescita del numero di studenti iscritti presso le università italiane. Non da ultimo, alcune regioni consentono a queste strutture, per alcuni mesi, di svolgere funzioni di ostello, garantendo una occupazione piena della struttura

per l'intera durata dell'anno. Non si riscontrano rallentamenti in ambito uffici e anzi la domanda di mercato è sempre

in crescita nella piazza di Milano, sempre più gestita da fondi immobiliari internazionali, sia per lo sviluppo che per la commercializzazione. Per quanto concerne il settore residenziale, si rileva una crescente ricerca di maggiori spazi che ha portato a rilanciare zone meno centrali, soprattutto a Milano. Ciò a sua volta sta portando a importanti investimenti da parte degli operatori di mercato in zone semi-periferiche delle grandi città (anche con operazioni di build to rent)».

Per **Carlo Trucco**, partner dello **Studio Pavia e Ansaldo** «non manca la liquidità per gli investimenti, ma l'incertezza dovuta alle conseguenze del conflitto Russia-Ucraina determinerà ancora nei primi mesi del 2023 un rallentamento delle operazioni, fermo restando che le acquisizioni di interesse specifico continueranno in ogni caso ad essere realizzate. A partire da maggio/giugno gli investitori, che avranno rivisto i loro piani di investimenti sulla base dei nuovi tassi di interesse e dell'inflazione, torneranno ad acquistare a ritmi più serrati. L'Italia è e resta una meta ambita per investimenti immobiliari, con settori particolarmente in crescita come Hospitality, Rsa e Rsu, soprattutto nelle maggiori città (Milano, Roma, Venezia, Firenze)».

Logistica e residenziale condiviso (student-housing e senior-housing) con un occhio al «green», sono le tendenze di risalto nel mercato immobiliare





oggetto di particolare attenzione da parte degli investitori istituzionali. «L'attenzione sembra inoltre essere tornata anche su segmenti più tradizionali, quali l'alberghiero e gli uffici, in questo caso anche su location diverse da Milano, tra tutte Roma, date le opportunità che quel mercato, assai maturo, potrà offrire col combinarsi delle iniziative del prossimo Giubileo (2025) e dell'auspicata assegnazione della sede per l'Expo (2030)», spiega **Enrico Pauletti**, partner di **Di Tanno Associati** e responsabile della sede di Milano, «Dal punto di vista fiscale, questo trend è al momento accompagnato da misure contraddittorie previste dalla legge di Bilancio 2023. Da un lato si registra un apprezzabile (ma ancora timido) incentivo

all'acquisto dal costruttore di residenze energeticamente efficienti (classi A e B) per le quali è concessa una detrazione Irpef fino al 50% dell'Iva pagata sull'acquisto. Da un altro lato, si introduce una misura che, a certe condizioni, penalizza tassandoli in Italia, i capital gains realizzati dagli investitori non residenti su partecipazioni in società ed enti, sia nazionali che esteri, il cui sottostante è principalmente rappresentato da immobili situati in Italia. La prima misura (incentivo) è immediatamente efficace. La seconda (penalizzazione) invece lo sarà (per lo più) solo in un secondo momento, quando i trattati contro la doppia imposizione sul reddito saranno stati adattati alla previsione della cosiddetta convenzione multilaterale adottata in ambito Ocse. Per quanto gli effetti negativi

di quest'ultima previsione non siano, salvo limitate eccezioni, immediati, non vi è dubbio che gli stessi verranno già scontati dagli investitori attuali».

Per **Rita Marchetti**, partner Real Estate di **Baker McKenzie** «ci sono asset class per le quali il mercato rimarrà molto dinamico. Ad esempio, lo Student Housing e le Rsa continueranno ad essere interessanti, essendo spinte da una crescente scolarizzazione le prime e dalla configurazione demografica del nostro Paese le seconde e presentando il vantaggio di una maggiore diversificazione geografica rispetto ad altre asset class che si concentrano in particolare sulle aree di Milano e Roma. L'interesse per la logistica urbana (last mile) continuerà a crescere grazie al cambiamento delle abitudini di acquisto anche dei consumatori italiani che sempre più fanno ricorso agli acquisti on line. Quest'anno il nostro Studio ha seguito un numero considerevole di operazioni nel settore alberghiero e riteniamo che gli alberghi, e in particolare il segmento resort/laisure ultra-lusso, continuerà ad attrarre l'interesse di operatori e investitori anche nel 2023. Il settore degli uffici rimarrà attraente per quegli uffici che risponderanno a criteri Esg per i quali c'è ancora più domanda che offerta. Gli investimenti immobiliari si stanno sempre più focalizzando su progetti di rige-

nerazione urbana, a cui consegue una rigenerazione sociale: l'interesse è verso progetti misti, capaci di attrarre talenti e che portino servizi, non solo a favore dei singoli edifici





ad uso ufficio, ma a favore di tutta la comunità».

La preoccupazione di molti investitori è che la situazione di incertezza che ha portato allo stallo o al rinvio di numerose operazioni (soprattutto dopo l'estate) si cristallizzi e sfoci in una recessione vera e propria. Come si posizionano i consulenti legali in un panorama così frammentario? «Sicuramente la capacità di adattamento e diversificazione in un mercato così instabile sarà – quando non lo è stata – fondamentale», dice **Paolo Foppiani**, partner di **Jones Day**. «È lecito aspettarsi un numero inferiore di operazioni, con tempi di gestione più lunghi e un'attenzione particolare alle dichiarazioni di garanzia e agli obblighi di indennizzo e un interessamento del private equity per operazioni sofisticate, potenzialmente a portafoglio e con una forte connotazione opportunistica o value add (ma non è escluso che con valutazioni in calo anche gli investitori core potrebbero puntare ad asset con un'allocation meno consistente nei loro portafogli). Sta anche riaffiorando con più forza la prassi di richiedere ai venditori rental guarantee a copertura dei canoni».

Per **Alfonso Buonpensiere**, Partner di **SM&A** «la città di Roma sta vivendo un vero e proprio periodo di rinascita, dopo la crisi del periodo pandemico, che faceva seguito ad un contesto di stagnazione. Nel mercato corporate una menzione merita il settore alberghiero, sempre a Roma. Soprattutto nel centro storico, registriamo una vera e propria corsa all'accaparramento di

immobili con destinazione alberghiera, oppure da riconvertire in strutture ricettive, da parte di investitori nazionali ed esteri, che hanno l'obiettivo di aprire alberghi 5 stelle/lusso nei prossimi 12-18 mesi. L'interesse degli investitori è basato sugli effetti di iniziative come il Giubileo del 2025 e quello straordinario del 2033, o la candidatura a Expo 2030, non tanto o non solo per il richiamo di turisti, quanto per l'arrivo di fondi pubblici destinati alle infrastrutture e alla riqualificazione dell'intera città. Per quanto riguarda il residenziale, la domanda è sempre sostenuta, ma questa crescita in futuro dovrà fare i conti con il canale creditizio: l'aumento dei tassi di interesse e la preoccupazione sulla solvibilità futura dei mutuatari influirà sulle dinamiche di settore».

*Supplemento a cura di Roberto Miliacca  
rmiliacca@italiaoggi.it  
e Gianni Macheda  
gmacheda@italiaoggi.it*



**Alfonso Buonpensiere**





**Rita Marchetti**



**Andrea Ughi**



**Enrico Pauletti**



**Antonio de Paoli**



**Andrea Francesco Castelli**



**Ruben Pescara**







**Emanuela Molinaro**



**Olaf Schmidt**

