

LA VALUTAZIONE ANALITICA DEI SINGOLI ASSET  
CONSIDERATI IN CONTINUITA' O IN OTTICA  
LIQUIDATORIA (VALORE DI MERCATO O  
VALORE DI INVESTIMENTO):  
**IL CASO DEGLI IMMOBILI**

1

MAURIZIO NEGRI  
Coordinatore Nazionale – PRAXI Valutazioni e Advisory



## Gli immobili e le situazioni di crisi aziendale

A volte, nelle situazioni di crisi aziendale, vengono ipotizzati e pianificati interventi straordinari sul patrimonio immobiliare, o su parte di esso, nella convinzione che la cessione/valorizzazione di questi asset sia relativamente agevole e che l'impatto sul *core business* di una simile azione sia, almeno nel caso delle aziende manifatturiere, relativamente limitato.

In realtà, la cessione degli immobili può risultare difficoltosa e scarsamente soddisfacente, dal punto di vista dei proventi economici e soprattutto dei tempi di attuazione, sia a causa di fattori esterni (la contingenza del mercato e dell'economia), sia per le caratteristiche intrinseche degli immobili stessi.



## Pertinenza e attendibilità delle valutazioni immobiliari

Risulta perciò necessario, nella fase di elaborazione dei programmi di dismissione, che le valutazioni degli immobili siano non solamente corrette dal punto di vista concettuale e metodologico, ma soprattutto pertinenti ed attendibili per quanto concerne la *verosimile fattibilità* delle ipotesi sottostanti.

Di particolare rilevanza è la distinzione tipologica e funzionale fra le diverse categorie di immobili, che costituisce un presupposto fondamentale per un giudizio ponderato riguardo **al loro valore** ed **al grado di commerciabilità**.

## Le responsabilità

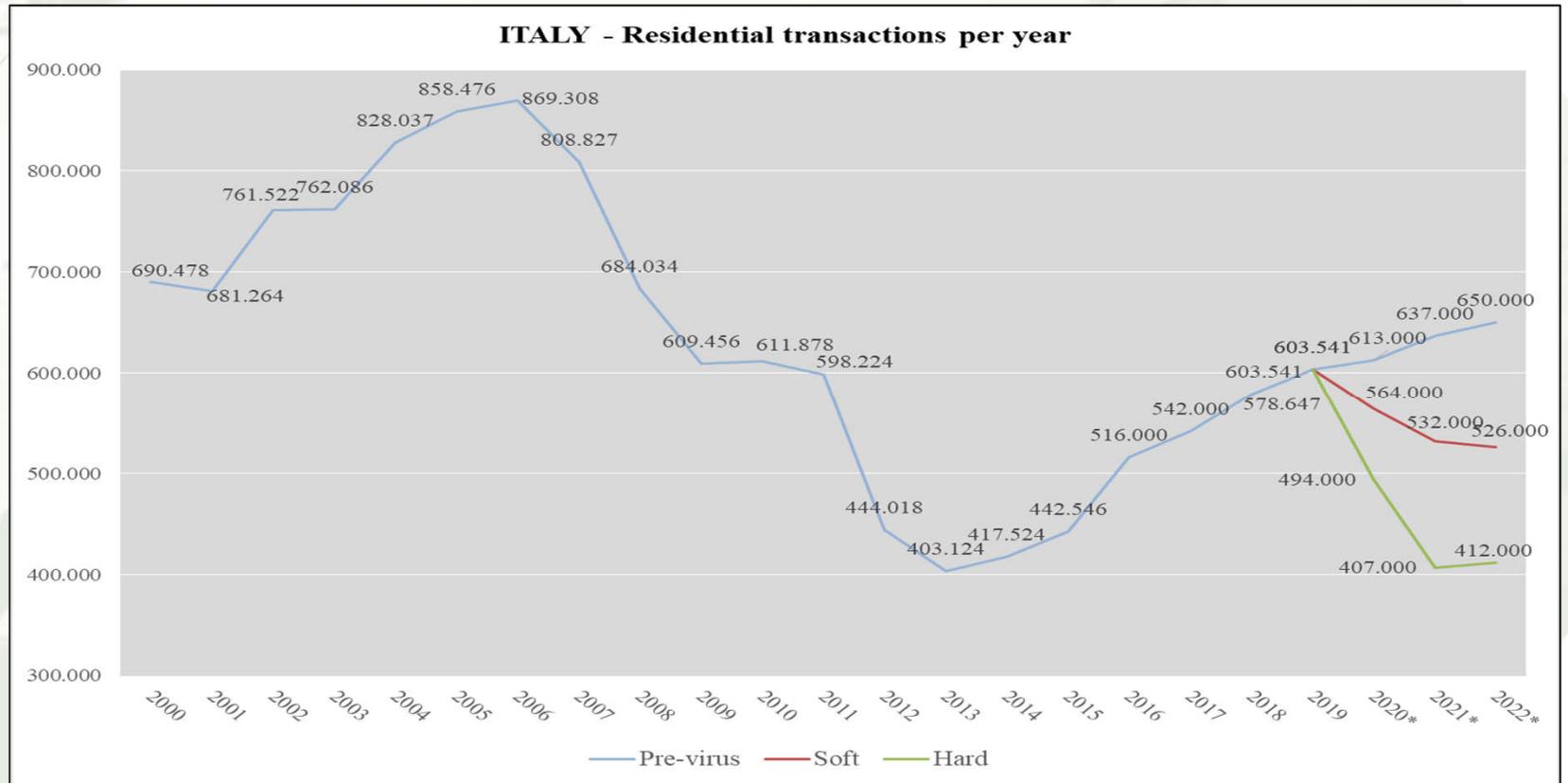
Non va sottovalutato il rilevante profilo di responsabilità a carico dei Soggetti coinvolti, in particolare nei casi di predisposizione di un piano di risanamento aziendale o di un accordo di ristrutturazione del debito. Responsabilità che riguardano (anche) i valori attribuiti agli immobili coinvolti nel piano.

Infatti, oltre che propria degli Organi aziendali, questa responsabilità è in capo all'Attestatore, al quale viene richiesta la valutazione di complessiva adeguatezza del Piano, sulla base di ipotesi che l'Attestatore deve **condividere**, ritenere **fattibili** (= concretamente realizzabili) e **coerenti** con gli obiettivi di riequilibrio economico-finanziario indicati dal Piano stesso.

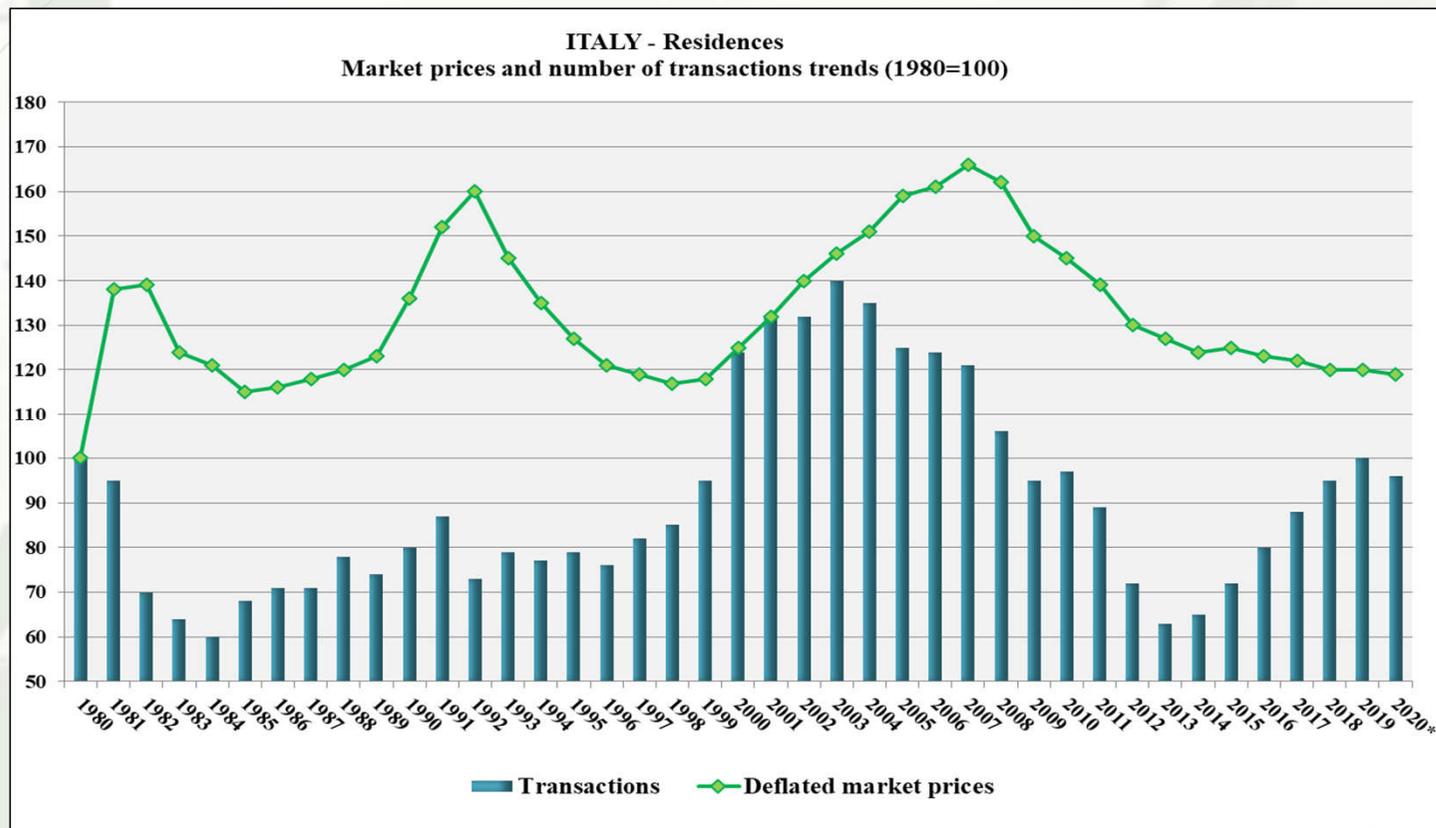


# La situazione del mercato immobiliare

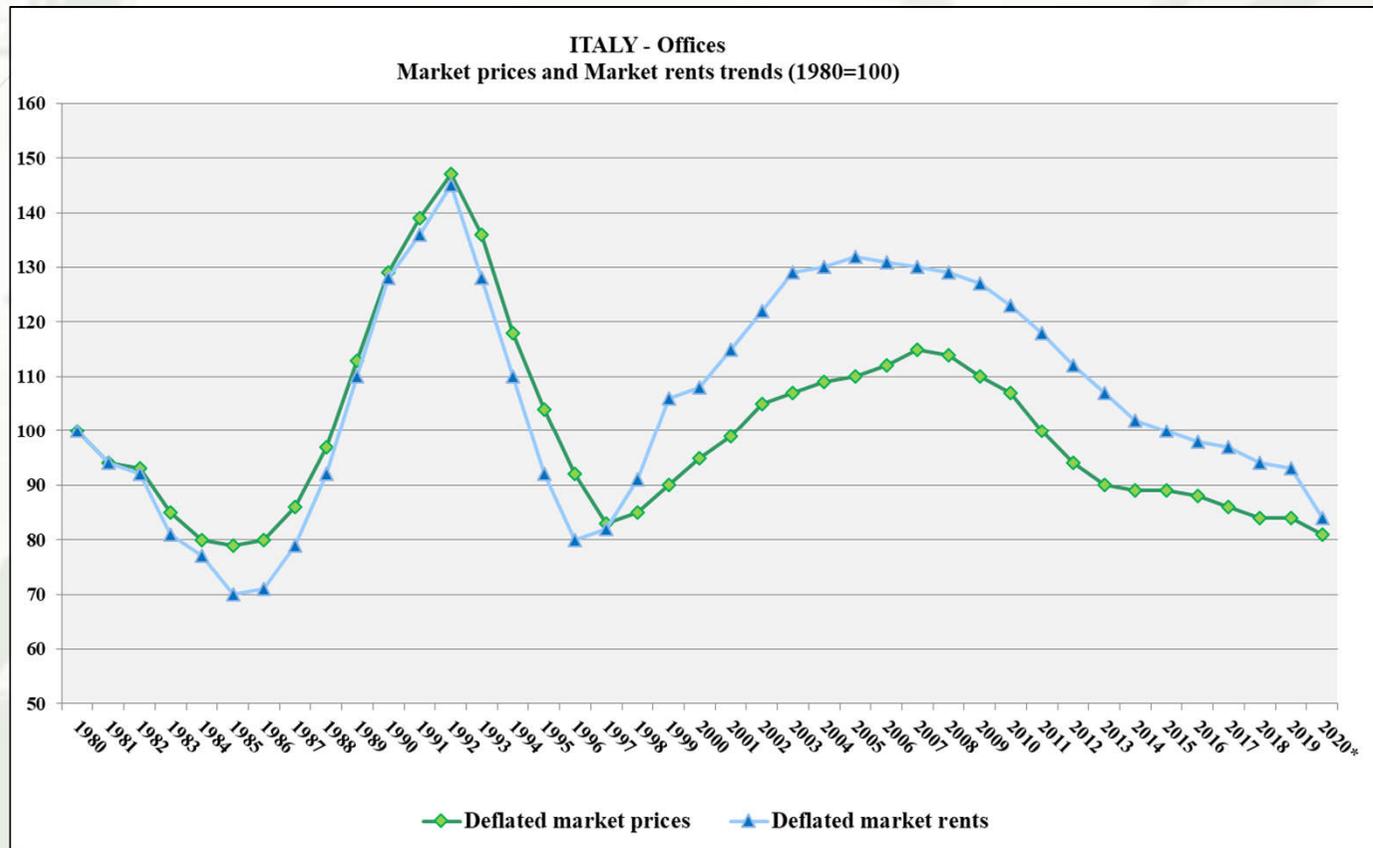
# L'impatto del COVID



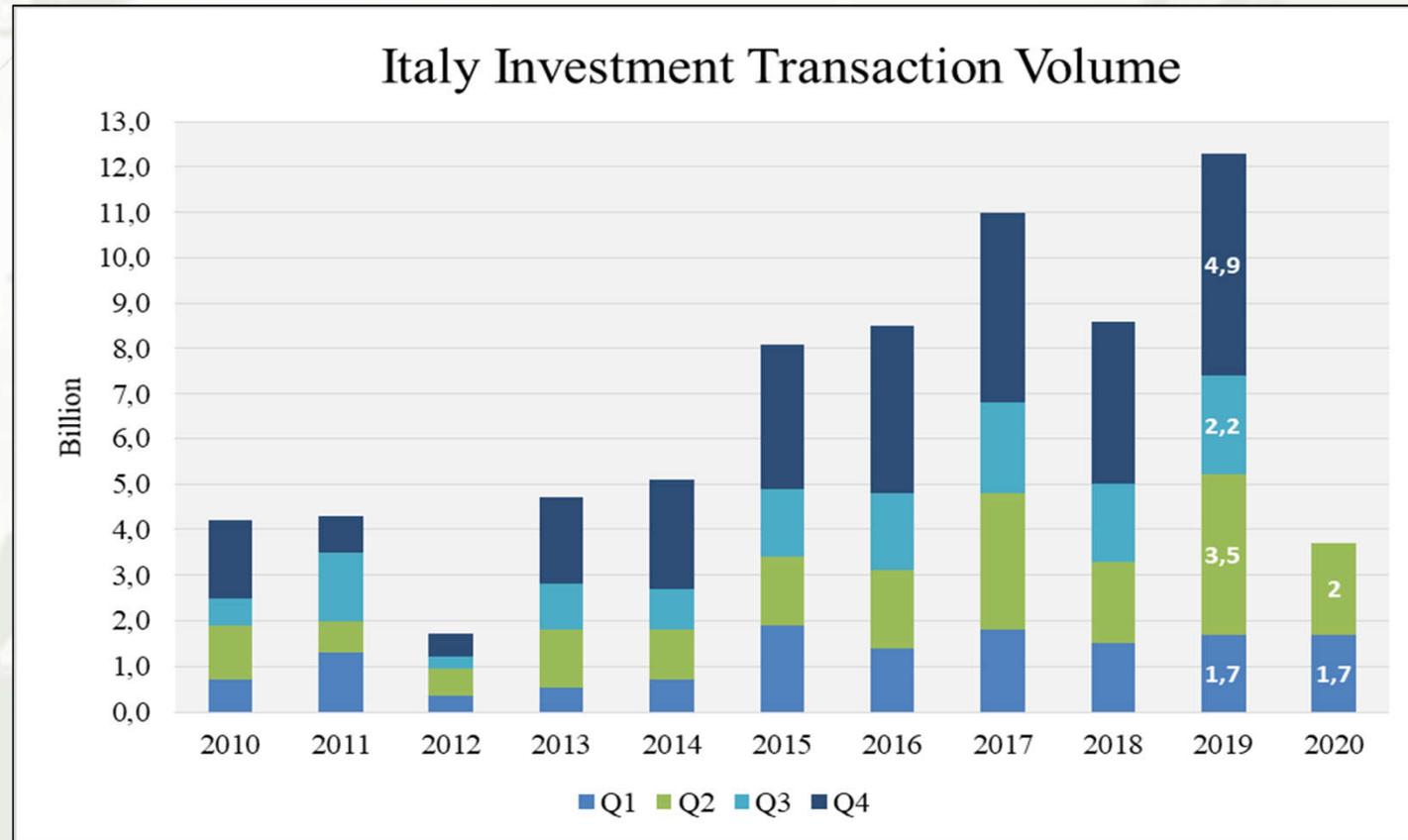
# Residenze



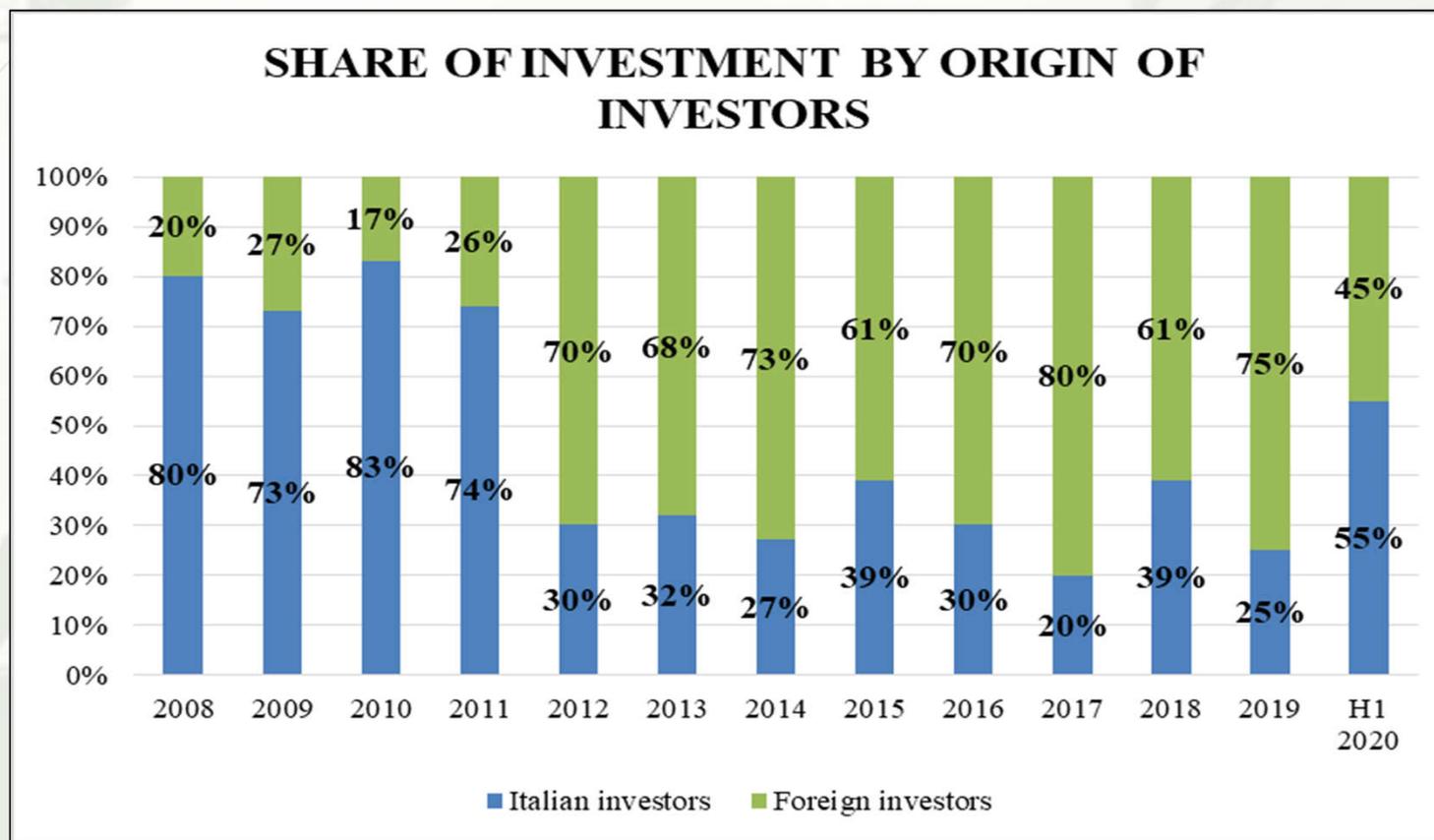
# Uffici



# Investimenti «corporate»



# Origine degli investitori





## L'accesso al credito

Il settore immobiliare ha sperimentato, negli anni della crisi post-Lehman Brothers, la generalizzata difficoltà di accesso al credito, causata, oltre che dalla situazione economica generale, anche da diverse situazioni di «sovraesposizione» del sistema bancario rispetto al real estate. Come noto, diverse Banche sono direttamente presenti nella compagine azionaria di Gruppi immobiliari grandi e meno grandi, a tutela dei propri crediti.

Negli scorsi anni la possibilità di accesso al credito per gli investitori immobiliari era sensibilmente migliorata, ma l'epidemia di COVID ha nuovamente stravolto la situazione; vedremo se la liquidità attesa dai fondi europei potrà essere di aiuto.



## Gli NPE (NPL e UTP)

Negli ultimi anni in particolare, il tema delle sofferenze bancarie è come noto assai rilevante. Molto spesso i crediti incagliati sono assistiti da *collateral* immobiliari, e quindi il fenomeno ha un rilevante impatto anche sul mercato immobiliare.

Le numerose operazioni di dismissione dei portafogli di NPE hanno consentito di «alleggerire» il peso di questa voce nel bilancio degli istituti di credito, pressochè dimezzandola rispetto al picco di fine 2015.

Questa soluzione però non migliora i termini del problema per il mercato immobiliare, ma anzi potenzialmente li aggrava.

## Gli NPE (NPL e UTP)

Infatti, i soggetti che hanno acquisito questi portafogli di sofferenze hanno la ovvia esigenza di «chiudere» il più rapidamente possibile le singole posizioni debitorie, ricorrendo, ogni qualvolta ciò sia praticabile, a soluzioni diverse dal completamento della procedura esecutiva.

I *collateral* immobiliari degli NPE stanno cominciando quindi a essere proposti sul mercato «ordinario», in ottica di realizzo, andando a porsi in diretta competizione con gli immobili che le aziende in crisi immaginano di poter collocare sul medesimo mercato.

Va tenuto conto che, molto spesso, stiamo parlando di edifici industriali affetti da diverse forme di obsolescenza, il cui appeal commerciale è piuttosto basso.



## Le aspettative riguardo ai prezzi di mercato e la ridotta attitudine al rischio

Come facilmente intuibile, la pandemia di COVID-19 sta aggravando in modo sensibile la già difficile situazione precedente.

Nonostante fino ad ora non vi siano evidenze di forte impatto della pandemia sui valori immobiliari (almeno in Italia), è ragionevole immaginare nel prossimo futuro uno scenario di prezzi in flessione, e soprattutto uno scarsissimo appetito per il rischio da parte degli investitori.

Se quindi è possibile ipotizzare, per gli immobili di maggior pregio, e in generale per la fascia alta del mercato, una performance non drammaticamente sfavorevole, assai più fosche sono le tinte delle previsioni per gli immobili di peggiore qualità (tecnica e localizzativa).



# Gli standard di valutazione

## IVS e RED BOOK

E' noto che gli standard di valutazione internazionale pubblicati dall'IVSC hanno lo scopo di fissare il necessario *framework* entro cui inquadrare le valutazioni economiche di tutte le asset class di investimento.

Questa positiva e necessaria impostazione globale mantiene però gli IVS a un livello «alto», nonostante la presenza di sezioni dedicate alle singole asset class.

Da qui l'esigenza di declinare gli IVS in modo specifico per la valutazione degli immobili, operazione che già dal 2012 viene effettuata da RICS (the Royal Institution of Chartered Surveyors), nel suo «RICS Valuations – Global standards», universalmente noto come *Red Book*.

## RED BOOK e PIV

Il Red Book, infatti, non «interpreta» né «adatta» gli standard IVS, ma si limita ad **applicarli** alla valutazione immobiliare.

Per fare ciò, il Red Book riprende testualmente al proprio interno le definizioni e i principi fissati dagli IVS, ai quali aggiunge semplicemente le indicazioni necessarie alla loro declinazione pratica per chi opera nel campo della valutazione di immobili.

Per questa ragione, il capitolo III.7 dei PIV, che tratta del tema immobili, si apre con il riconoscimento del fatto che il Red Book si basa esplicitamente sugli IVS, e quindi costituisce il riferimento generale anche per gli stessi PIV.

# Valore di Mercato e Valore di Investimento

In base a questa premessa, è evidente che anche nel campo delle valutazioni immobiliari si applicano le ben note basi del *Valore di Mercato* e del *Valore di Investimento*.

Purtroppo, sarebbe più rispondente al vero l'uso del condizionale: si *dovrebbero* applicare ...

Infatti, la grandissima maggioranza delle valutazioni immobiliari effettuate in Italia fa riferimento al Valore di Mercato, anche quando questa non è la base di valore più adeguata a dare compiuta risposta al quesito estimativo.

Ciò è in parte dovuto anche alla «pigrizia» di molte normative (ad esempio quella sui fondi immobiliari), che sembrano ignorare del tutto l'esistenza di basi diverse dal Valore di Mercato.



# La valutazione degli immobili nei programmi di risanamento delle aziende in crisi

## Alcune importanti sottolineature riguardo al concetto di Valore di Mercato

- ▶ L'ammontare stimato – il Valore è sempre una ipotesi, una previsione e non una certezza.
- ▶ un venditore e un acquirente entrambi interessati alla compravendita ... senza coercizioni – si assume quale presupposto essenziale che la transazione avvenga tra Parti in condizioni assolutamente paritetiche, con analogo livello di interesse alla compravendita.
- ▶ dopo un'adeguata commercializzazione – vendere un immobile richiede tempo e specifiche azioni di promozione e di sollecitazione del mercato, per individuare e informare i potenziali acquirenti.

## Alternative al Valore di Mercato

Detto quindi che, in alcune situazioni abbastanza ricorrenti nei casi di crisi di impresa, il Valore di Mercato non rappresenta la base di valore meglio adeguata per la stima degli immobili, si pone la questione delle possibili alternative.

- il Valore di Realizzo (o di Vendita Forzata)
- il Valore di (dis-)investimento

## Il Valore di Realizzo (o di Vendita Forzata)

Il Valore di Realizzo si basa sui medesimi presupposti del più generale criterio del Valore di Mercato (di cui infatti costituisce una fattispecie particolare), con l'unica distinzione correlata alla volontà/necessità del venditore di concludere la transazione in tempi brevi e/o entro un termine prefissato.

Questa situazione pone ovviamente il venditore in condizione svantaggiosa rispetto alla Controparte, soprattutto se la sua necessità di chiudere rapidamente la trattativa è palese.

Generalmente, il Valore di Realizzo viene determinato applicando uno «sconto» al Valore di Mercato, correlato alla tempistica e al grado di commerciabilità dell'immobile.



## Il Valore di Realizzo (o di Vendita Forzata)

Anche a prescindere dalle raccomandazioni contenute nel Red Book circa l'inopportunità di considerare il Valore di Realizzo una autonoma base di valore, il problema consiste nel fatto che il Valore di Realizzo, nella prassi ordinaria, viene molto spesso determinato in modo assai empirico.

Anche quando si utilizzano algoritmi per tenere conto dei fattori rilevanti (tempi di commercializzazione ristretti e grado di commerciabilità dell'immobile), il procedimento si fonda largamente su considerazioni soggettive del valutatore, che rischiano poi di non trovare effettivo riscontro nella successiva fase di (tentata) vendita dell'immobile.

## Il Valore di (dis-)investimento

In realtà, il criterio di valutazione più appropriato per supportare le dismissioni immobiliari nell'ambito di una operazione di risanamento aziendale è certamente quello del Valore di (dis-)investimento.

La nota definizione

**Valore di investimento = il valore di un immobile, per il proprietario o per un potenziale proprietario, correlato ad un determinato fine d'investimento od obiettivo operativo.**

pone correttamente il focus è sull'obiettivo ultimo della cessione (il risanamento dell'azienda) e il giudizio di convenienza riguardo alla cessione dell'immobile è declinato in ottica più ampia rispetto alla specifica transazione.

## La questione fondamentale

La logica del Valore di (dis-)investimento è quindi ispirata da una questione fondamentale: quale è la soglia di effettiva convenienza per la cessione di questo specifico immobile, alla data (attuale o futura) e nelle condizioni complessive definite dai programmi aziendali?

Naturalmente, uno dei principali fattori che concorrono a determinare la risposta alla questione fondamentale consiste nella verosimile esistenza, o meno, di alternative almeno potenzialmente equipollenti.

Se le alternative non ci sono, oppure sono talmente vaghe ed incerte da sembrare inconsistenti, può tornare utile il vecchio adagio «meglio un uovo oggi che una gallina domani».

## Il «costo della rinuncia»

Un elemento fondamentale da tenere in considerazione è anche il «costo della rinuncia» ad una eventuale offerta di acquisto dell'immobile che proponga un prezzo inferiore al suo Valore di Mercato.

Anche prima di analizzare gli effetti della rinuncia sul bilancio aziendale, va ricordato che il mantenimento in proprietà di un immobile non più utilizzato comporta costi ordinari (sorveglianza, manutenzione, imposte), e soprattutto il rischio di potenziali costi non ordinari nel futuro (ad esempio, il costo per la bonifica dell'amianto, ove presente, o il rischio di una modifica peggiorativa delle norme urbanistiche).



## Il punto fondamentale: la commerciabilità

## Qualità dell'immobile e commerciabilità

Soprattutto in scenari difficili quale quello attuale, il fattore fondamentale che incide sulla *commerciabilità* di un immobile è la sua *qualità complessiva*, che si declina in location, connettività (fisica e digitale), caratteristiche costruttive, dotazione impiantistica e appeal architettonico.

Gli immobili che non rispecchiano gli standard qualitativi, per uno o più degli elementi sopra richiamati, vengono ineluttabilmente marginalizzati dal mercato, e non trovano utilizzatori e (conseguentemente) investitori, spesso a prescindere dal prezzo richiesto.

## Gli immobili strumentali

Gli immobili strumentali, per propria natura, hanno caratteristiche, dimensioni e conformazione che rispecchiano le esigenze del processo produttivo per cui essi sono stati specificamente concepiti e realizzati.

Ovviamente, il grado di specializzazione varia fortemente di caso in caso, ma comunque esiste sempre una differenza, in termini di valore ma soprattutto di commerciabilità, fra lo scenario di *going concern* e quello di cessione frazionata dell'immobile ad un Soggetto terzo, separatamente e disgiuntamente dal business aziendale.

Inoltre, la questione delle passività ambientali, anche soltanto potenziali, è spesso un grave limite alla commerciabilità di questi beni.

## Gli immobili strumentali



## Gli immobili «ordinari»

Gli immobili ordinari, cioè appartenenti alle tipologie più comuni (uffici, negozi, residenze), sono ovviamente più semplici da collocare sul mercato rispetto agli immobili strumentali specializzati, ma anche per essi è necessaria una accurata analisi di fattibilità della dismissione, nei termini ed alle condizioni previste dal programma aziendale.

La situazione locativa dell'immobile, ad esempio, ha un impatto molto rilevante sul valore.

In linea generale, un immobile non residenziale vuoto vale meno dello stesso immobile locato (soprattutto se la sua qualità complessiva è limitata), ma un cattivo contratto di locazione può generare un effetto molto negativo sul valore.

## Gli immobili «ordinari»



## Gli immobili trasformabili

La categoria degli immobili trasformabili include i terreni edificabili ma soprattutto, nel contesto di cui si sta trattando, i cosiddetti «*brownfields*» (a **brownfield** is land previously used for industrial purposes or some commercial uses. The land may be contaminated by low concentrations of hazardous waste or pollution, and has the potential to be reused once it is cleaned up).

La valutazione di questi beni presenta una duplice problematicità:

- elevata sensibilità alle oscillazioni del mercato
- estrema incertezza riguardo ai tempi e costi delle bonifiche

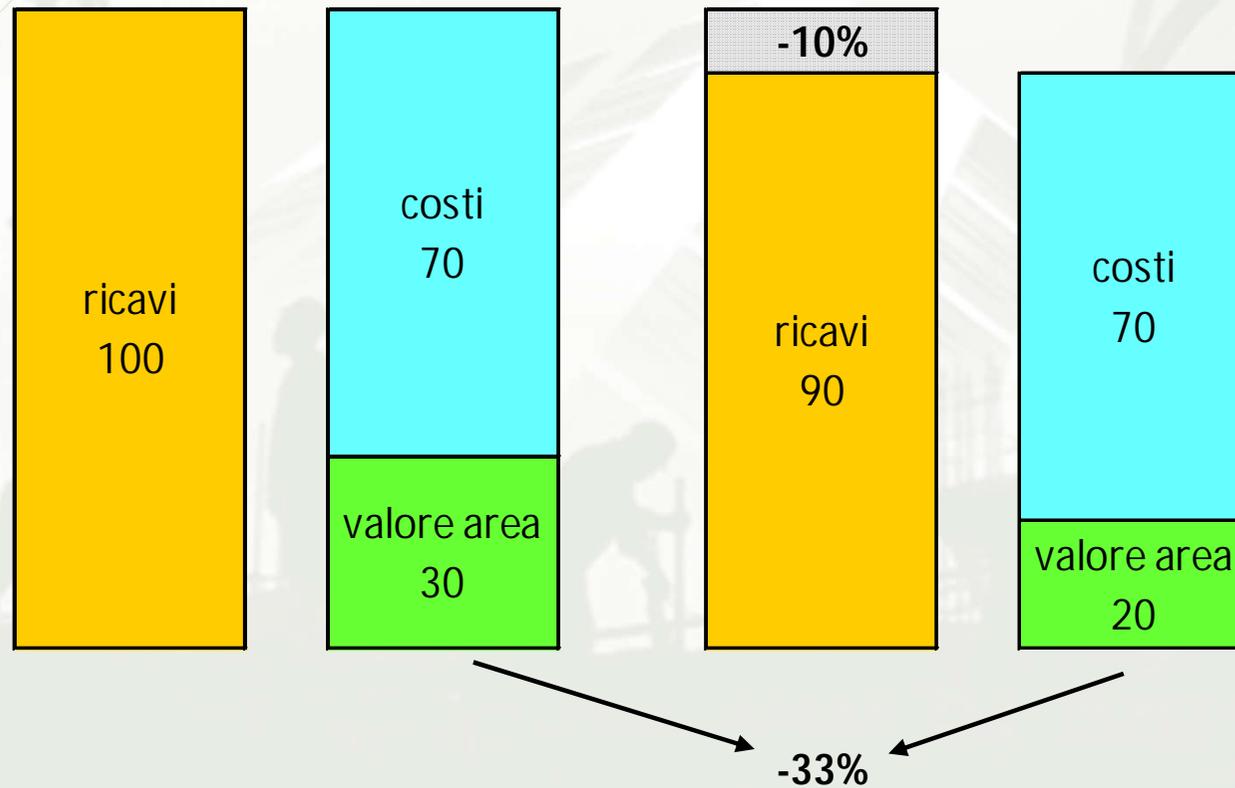
## Il Valore di Trasformazione

Il Valore di Trasformazione di un'area edificabile o di un brownfield deriva dalla attualizzazione del cash flow (DCF) generato dall'operazione di sviluppo immobiliare.

Tale Valore viene determinato sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi da sostenere per realizzare la trasformazione, tenendo conto (mediante l'utilizzo di un appropriato tasso di attualizzazione) delle componenti finanziarie e del rischio imprenditoriale dell'operazione.

Poiché quindi, in estrema sintesi, il Valore dell'area deriva dalla differenza tra i ricavi attesi ed i costi da sostenere, una diminuzione anche relativamente contenuta delle quotazioni di mercato (ricavi) si traduce in una perdita di Valore attuale (area o brownfield) percentualmente molto più consistente.

## Il Valore di Trasformazione



## «The residual stigma»

La questione delle bonifiche, e più in generale le vicende, spesso lunghe e chiacchierate, che precedono l'effettivo avvio di una operazione di sviluppo, rischiano di generare il cosiddetto *residual stigma*, cioè la negativa percezione dell'asset o dell'operazione di sviluppo nell'immaginario collettivo (e soprattutto in quello dei potenziali futuri acquirenti).

L'idea di un preesistente inquinamento, così come il sospetto di episodi corruttivi nel passato più o meno lontano, possono penalizzare l'appeal commerciale di un immobile anche più delle sue oggettive caratteristiche tecniche e costruttive.

## I cantieri

La cessione a terzi di un cantiere incontra in ogni caso rilevanti difficoltà, e raramente consente al venditore di ricavare un prezzo coerente con il Valore oggettivo dell'immobile (area + opere realizzate).

La questione si complica ulteriormente se il cantiere non è più attivo, in quanto:

- ▶ potrebbero intervenire difficoltà rispetto ai titoli autorizzativi
- ▶ le scelte progettuali e costruttive potrebbero non essere condivise dal potenziale acquirente
- ▶ potrebbero esistere e/o insorgere problemi e contenziosi con i diversi fornitori (impresa, sub-appaltatori, professionisti, ecc.).



## in conclusione ...

- ▶ gli immobili possono rappresentare una preziosa risorsa per il riequilibrio economico-finanziario di una azienda in crisi, ma la loro cessione sul mercato non va considerata automatica, né scontata;
- ▶ gli Organi aziendali e i loro Consulenti si assumono rilevanti responsabilità circa le ipotesi di dismissione degli immobili (valori e tempistiche);
- ▶ la situazione del mercato immobiliare, attuale e prospettica, non consente di formulare previsioni ottimistiche circa i tempi di dismissione e la recettività del mercato;



## in conclusione ...

- ▶ nell'attuale contesto, la domanda è molto selettiva, e fortemente orientata verso gli immobili di migliore qualità;
- ▶ dal punto di vista estimativo, il classico criterio del Valore di Mercato non sempre rappresenta l'approccio più appropriato per supportare il progetti aziendali di dismissione immobiliare;
- ▶ le diverse tipologie di immobili presentano criticità e livelli di commerciabilità molto differenziati, che vanno attentamente tenuti in considerazione.



MAURIZIO NEGRI  
Coordinatore Nazionale – PRAXI Valutazioni e Advisory  
[maurizio.negri@praxi.praxi](mailto:maurizio.negri@praxi.praxi)  
[www.praxi.praxi](http://www.praxi.praxi)

40

*grazie per l'attenzione*