

# **PAPER 20**

## **RATING DI PROGETTO: SISTEMA INNOVATIVO COMPLESSO**

### **RaOREI- Rating Operating Real Estate Investment**

I Key Performance Indicators  
per la determinazione della redditività  
dell'Investimento immobiliare nel tempo

*Approfondimento*

## SOMMARIO

<b>Premessa</b> .....	<b>3</b>
<b>KPI - Key Performance Indicators</b> .....	<b>6</b>
ELI Earning Life Index .....	7
MRRI Market Real Return Indicator .....	11
<b>Conclusioni</b> .....	<b>20</b>

## PREMESSA

Il concetto di "casa" si è trasformato nel tempo, passando da bisogno primario a un "Asset" che rappresenta patrimonio immobiliare.

Questo cambio di paradigma è dimostrato da numerosi dati che dimostrano quanto il **mercato immobiliare** influenzi fortemente il settore dell'economia reale, dove vige la regola della domanda e offerta.

Il valore complessivo degli investimenti in costruzione e la spesa per affitti e servizi di intermediazione immobiliare, infatti, rappresentano circa **un quinto del PIL italiano**, e circa il **60%** di tutto il patrimonio complessivo viene investito dalle famiglie in attività immobiliari ([www.immobiliovunque.it](http://www.immobiliovunque.it)).

In particolare, la quota di famiglie proprietarie dell'abitazione di residenza è cresciuta negli anni, mentre solo di recente si è arrestata, anche a causa dell'invecchiamento demografico (Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Salvatore Rossi, 2019).

A dimostrazione dell'importanza e vastità del settore immobiliare di oggi in Italia, si espongono alcuni dati di ultimo **aggiornamento al 2022**, che dimostrano l'attento controllo dell'evoluzione nel tempo del mercato italiano.

*I valori dello stock immobiliare nazionale sono di seguito elencati:*

- il 77,4% delle famiglie risiede in abitazioni di proprietà;
- il 27,2% delle abitazioni non è usata come residenza principale;
- 11% circa del totale potrebbero essere state date in uso a soggetti non residenti (lavoratori, studenti fuori sede);
- 4% per i negozi e per uso produttivo;
- 6,6% uso ufficio e studi privati.

In ordine al NTN (Numero Transazioni Normalizzate – Compravendite Nazionali) relative alle otto principali città italiane per popolazione si evidenzia una variazione tendenziale annua negativa del **13%**.

Grandi città	NTN I 2022	NTN II 2022	NTN III 2022	NTN IV 2022	NTN I 2023	Var % NTN IV 22/IV 21	Var % NTN I 23/I 22
Roma	9.226	11.642	8.892	10.305	8.274	-6,1%	-21,3%
Milano	7.681	7.919	5.815	7.180	5.920	-4,6%	-18,2%
Torino	3.822	4.447	3.509	4.348	3.552	1,3%	-18,2%
Napoli	2.099	2.295	1.717	2.205	1.952	0,6%	-11,3%
Genova	2.153	2.626	2.075	2.328	2.034	-0,1%	-13,1%
Palermo	1.671	1.802	1.535	1.777	1.598	9,2%	-10,6%
Bologna	1.661	1.998	1.479	1.650	1.264	-12,6%	-23,0%
Firenze	1.333	1.579	1.207	1.432	1.208	1,9%	-15,3%
<b>Totale</b>	<b>29.645</b>	<b>34.307</b>	<b>26.228</b>	<b>31.223</b>	<b>25.802</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-13,1%</b>

Tabella 1. Confronto NTN nel 2022 e nel 2023

(fonte: Osservatorio del Mercato Immobiliare)

I tassi sono negativi per tutte le città, ma Bologna e Milano si distinguono per i cali più elevati, con tassi tendenziali del -23,9% e del -22,9% rispettivamente; si accoda Roma, con una diminuzione a due cifre che supera il 10%, e Firenze, dove il calo supera il 9%. A Torino e Napoli la diminuzione è del 7%, mentre è più contenuta a Genova e Palermo, dove il dato negativo è del -5,5% e -4,4%, rispettivamente.

Mentre, per quanto riguarda le **locazioni residenziali**, nel primo **trimestre del 2023** sono state concesse in nuova locazione **232.550 abitazioni**, quasi 9 mila in più dello stesso trimestre del 2022, con un **tasso tendenziale del +4%**.

Il canone annuale pattuito per le abitazioni di nuova locazione registrata nel I trimestre 2023, ammonta a 1,4 miliardi di euro, in **aumento tendenziale del 9,1%**.

TUTTI I SEGMENTI		I TRIM 22	II TRIM 22	III TRIM 22	IV TRIM 22	I TRIM 23	Var % IV 22/IV 21	Var % I 23/I 22
Tutti comuni	Abitaz. Locate (numero)	223.625	210.655	216.992	253.560	232.550	-0,9%	4,0%
	Canone Annuo (milioni di €)	1.312,5	1.272,6	1.375,3	1.622,1	1.432,0	1,7%	9,1%
Comuni a.t.a.	Abitaz. Locate (numero)	144.946	136.876	147.237	172.833	149.639	-3,1%	3,2%
	Canone Annuo (milioni di €)	943,3	917,6	1.035,1	1.223,4	1.023,3	-0,1%	8,5%
% in comuni a.t.a.	Abitaz. Locate	65%	65%	68%	68%	64%		
	Canone Annuo	72%	72%	75%	75%	71%		

Tabella 2. Valori delle Locazioni residenziali

(fonte: Osservatorio del Mercato Immobiliare)

Le **entrate fiscali** generate da imposte sulla proprietà, imposte sul reddito e catastali, risultano essere di **circa 40 miliardi di euro all'anno**.

Queste, che rappresentano un'entrata per lo Stato, sono generate da un numero di contribuenti che ammonta a circa 32 milioni, prevalentemente persone fisiche, che hanno dichiarato di essere proprietari di immobili ma di queste, per solo 25,8 milioni si è accertato il cumulo di reddito tra IRPEF ed Immobili (contribuenti abbinati).

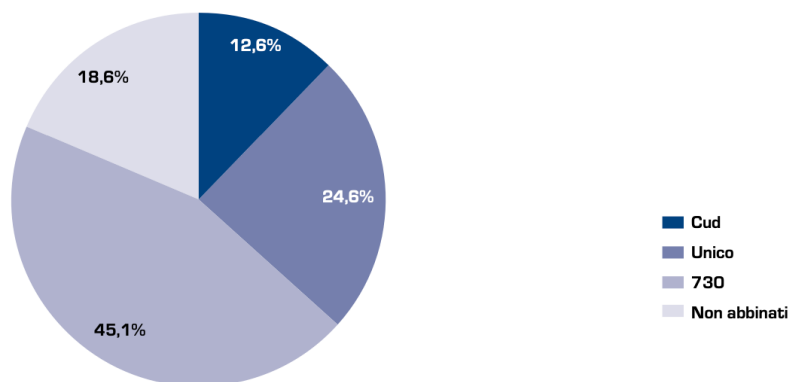


Figura 1. Distribuzione delle persone fisiche proprietarie di immobili

(fonte: [www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it))

<sup>1</sup> **Valore di mercato:** è la somma di denaro che due parti, il venditore e l'acquirente, ritengono congruo ed accettabile per entrambi.

Considerati i numeri sopra esposti, si comprende perché i legami fra mercato immobiliare e bilancio pubblico siano particolarmente stretti per via dell'imposizione fiscale e per tali ragioni si fa grande ricorso alle agevolazioni, ad esempio consentendo la deducibilità della spesa per interessi sui mutui ipotecari.

Oggi per potere effettuare un **investimento immobiliare** di qualunque dimensione e/o valore economico occorre effettuare obbligatoriamente una analisi di tipo "*multidisciplinare*" che consenta di accertare il **livello qualitativo** delle molte componenti che costituiscono l'immobile oggetto dell'investimento, e precisamente gli aspetti di natura tecnico-progettuale, economico-finanziario, territoriale-ambientale, energetico, contrattuale-legale e fiscale e quant'altro concorre a qualificare l'immobile nella sua interezza.

Il modello **RaOREI Rating Operating Real Estate Investment**, descritto nel Paper 19, consente di accertare il rapporto tra livello qualitativo dell'immobile e convenienza economica dell'investimento, attraverso una **valutazione di Rischio**.

In particolare, il modello vuole essere uno strumento di **supporto** nelle scelte strategiche di investimento, e ciò che lo rende innovativo sono i KPI specifici prodotti dal modello.

Attraverso le valutazioni di tali KPI è infatti possibile ipotizzare il più probabile "**valore di mercato**", che è il dato economico di riferimento base da cui partire per quantificare l'**investimento economico** e conseguentemente calcolare la **redditività** dell'immobile stesso nelle diverse ipotesi di interesse, compra-vendita, utilizzo proprio, oppure messa a reddito.

## KPI - Key Performance Indicators

Il modello di Rating **RaOREI** consente di produrre KPI che sono in grado di supportare la decisione dell'Utente Finale nell'Iter di acquisizione di un Immobile.

I KPI del RaOREI sono tutti riferiti a due principali parametri di valutazione e precisamente:

- La **convenienza economica** dell'investimento immobiliare;
- La **qualità** dell'Asset in termini multidisciplinari.

La conoscenza di questi due fattori di valutazione è conseguenza di un elevato numero di dati ed informazioni a partire da quelli di mercato in generale anche definibile di contesto di riferimento, da quelli di natura economica, tecnica, energetica e di tempo, quest'ultimo fondamentale perché determina la **Vita Utile (VU)** e **Vita Utile Residua (VUR)** dell'Asset immobiliare.

Inoltre, vi sono i valori attesi o auspicati dall'Utente Finale che rappresentano i vincoli e le disponibilità all'acquisizione dell'immobile.

In altri termini, per potere portare a termine un investimento immobiliare non è solo necessario conoscere al meglio l'immobile ed accertare il più corretto valore di mercato, occorre anche la volontà di fare l'investimento e questo di regola è un insieme di **convenienza economica** e di **volontà personale** sullo specifico Asset.

In particolare, per quanto concerne la **convenienza Economica**, questa si ottiene quando si raggiunge l'equilibrio tra **valore finale di compravendita** dell'Asset e **valore della redditività attesa**, a seguito della valutazione di congruità tra *Prezzo di vendita proposto* dal Venditore e *Prezzo offerto dall'Acquirente*.

La **volontà personale** invece non è un criterio economico, bensì è un desiderio del Soggetto che si tramuta in volontà di acquisto, indipendentemente dalle valutazioni tecnico-economiche sopra esposte che spesso però condizionano la decisione finale.

Ovviamente compito del presente scritto è di occuparsi solo degli aspetti di metodo e valutare i risultati attraverso precisi KPI per mezzo dei quali vengano garantiti *l'attendibilità* e *l'affidabilità* della valutazione economica/qualitativa a supporto alla decisione finale.

Il modello RaOREI, come detto, è in condizione di produrre KPI grazie alla sua capacità di disporre di una elevata molteplicità di dati e di informazioni puntuali e specialistiche, raccolte ed organizzate con specifici *layout dati*, dalla cui analisi è consentito individuare la presenza di **Criticità e Rischi** che misurano il reale **livello della qualità dell'Asset**.

I KPI prodotti dal modello RaOREI sono:

- **ELI Earning Life Index** che consente di valutare la **convenienza economica** dell'investimento nel tempo;
- **MRRi Market Real Return Indicator** che valuta il **posizionamento dell'Asset** nel tempo, rispetto al **Mercato di riferimento**.

<sup>2</sup>**Stima**: i 3 criteri di stima sono:

1. Market comparison approach
2. Income capitalization approach
3. Cost approach

## ELI Earning Life Index

L'**ELI Earning Life Index** è il rapporto tra **Valore di Mercato** e **Redditività**, entrambi **variabili nel tempo** in relazione alla **Vita Utile dell'Asset** ed al risultato della **analisi di Rischio** ottenuta per mezzo del **RaOREI**.

La sua finalità è quella di valutare la:

**CONVENIENZA ECONOMICA** dell'investimento nel **tempo**

la cui evoluzione è rappresentata mediante una curva denominata

**Earning Asset Value**

La formula è la seguente:

$$ELI = \sum ((AE/AMV) * m * AL)^i * IR\_RaOREI^i$$

dove:

- **ELI = Earning Life Index** il valore dell'ipotetico guadagno nel tempo  $t_n$ (€)
- **AE = Asset Earning** è il valore della redditività attesa al tempo  $t_n$ , in riferimento al suo corrispondente Valore di Mercato; (€);
- **AMV = Asset Market Value** è la variazione nel tempo del valore di mercato dell'Asset stimato di prima valutazione al tempo  $t_1$  (€);
- **m** = coefficiente di degrado dell'Asset nel tempo;
- **AL**= Vita Utile dell'Asset (Asset Life) (anni);
- **i =  $t_n$**  date di valutazione;
- **IR\_RaOREI<sup>n</sup>** è l'indice di Rischio ottenuto dal modello al tempo  $t_n$ ;

Prima di calcolare **ELI** occorre adottare precise assunzioni che tengono conto della:

- I. valutazione dell'Asset alla data iniziale  $t_1$ , ottenuta applicando uno dei criteri di **stima**<sup>2</sup>; (Asset Market Value - AMV)
- II. la redditività attesa iniziale, espressa in moneta ottenuta applicando la % ritenuta minima con la quale il compratore è disponibile ad effettuare l'investimento (ELI base)
- III. il valore dell'Index Rating posto come riferimento di accettazione del prosieguo dell'iter dell'Investimento.

Per la determinazione del KPI **ELI** occorre conoscere l'andamento del Rating dell'Asset nella sua Vita Utile, considerando gli interventi migliorativi (Capex) (Figura 2).

La curva è una spezzata composta da una prima parte lineare nel periodo  $t_1-t_2$  e successivamente nel periodo  $t_2-t_3-t_n$ , una curva che tiene conto del degrado dell'Asset in relazione alla propria Vita Utile.

Nella prima parte della curva (Asset Life Rating) al Tempo  $t_1$  si ha un valore di rating minimo che rappresenta lo stato iniziale del livello qualitativo dell'Asset (IR\_RaOREI min), mentre al tempo  $t_2$  il valore del rating è quello massimo (IR\_RaOREI Max) come effetto degli interventi migliorativi che hanno prodotto Capex.

La seconda parte **dell'Asset Life Rating** è una curva discendente, che parte dal tempo  $t_2$  equivalente alla data di fine degli interventi migliorativi (Capex) e tiene conto del degrado dell'Asset nella sua vita utile; in questa parte di curva ( $t_2-t_3-t_n$ ) si osserva una riduzione del Rating (IR\_RaOREI) secondo un'inclinazione calcolata dal modello di calcolo del Rating RaOREI.

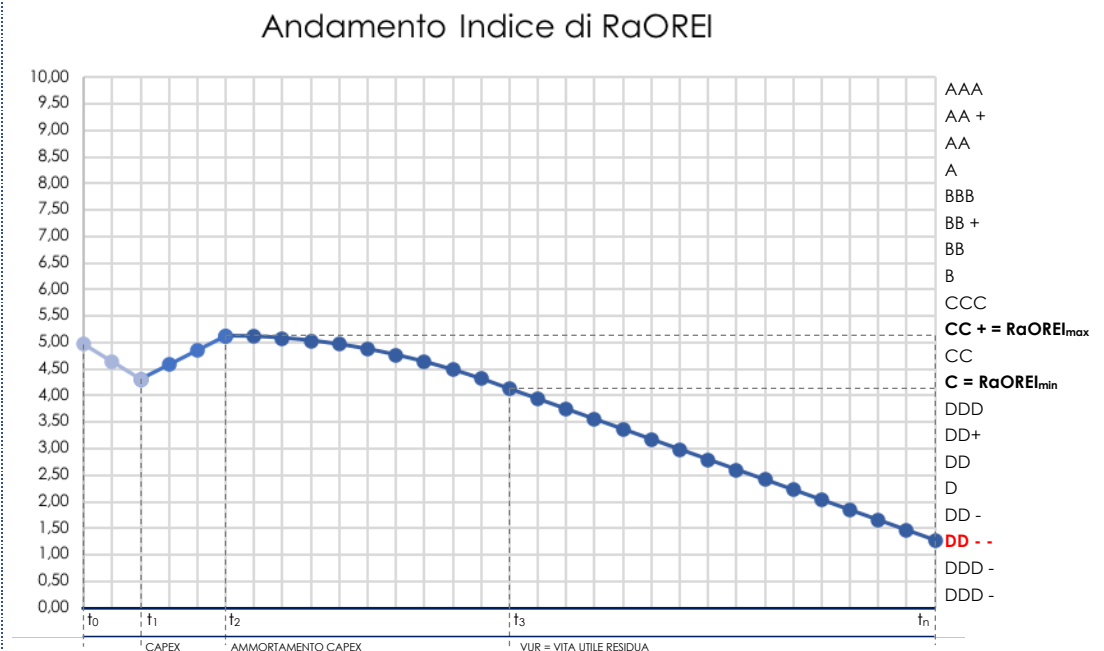


Figura 2. Asset Life Rating

dove:

- $t_0$  = Data di costruzione = Inizio Vita
- $t_1$  = Data di valutazione investimento
- $t_2$  = Data di fine CAPEX
- $t_3$  = Data di fine ammortamento CAPEX
- $t_n$  = Data fine vita utile

Grazie all'andamento del Rating dell'Asset nella sua vita utile (Asset Life Rating), è possibile ottenere la variazione del **valore di mercato** e la conseguente stima della **redditività dell'Asset**, valori ottenuti attraverso l'applicazione del modello di calcolo del Rating RaOREI.



Questi valori danno origine a due grafici simili e precisamente l'**Asset Life Value** che riporta l'andamento dei valori economici dell'Asset e l'**Asset Earning Value**, che fornisce la redditività attesa in funzione del corrispettivo Valore di Mercato dell'Asset (Figura 3).

Da notare che la curva della redditività è funzione del valore della redditività attesa in fase iniziale e del suo conseguente Rating, da cui deriva che qualora si volesse ottenere una redditività superiore, si dovrebbe accertare se IR\_RaOREI\_Max è sostenibile per l'Asset in esame; in altri termini:

**il Rating RaOREI indica quale può essere il valore di redditività massima possibile**

Nell'esempio sottoindicato, al tempo  $t_2$ , si ritiene sostenibile per l'Asset in esame un Rating con **IR\_RaOREI\_Max  $t_2$  = CC+** per cui **AE  $t_2$**  (Asset Earning) non può superare l'equivalente in moneta pari all'Indice Base **ELI\_Base = 6,50%**

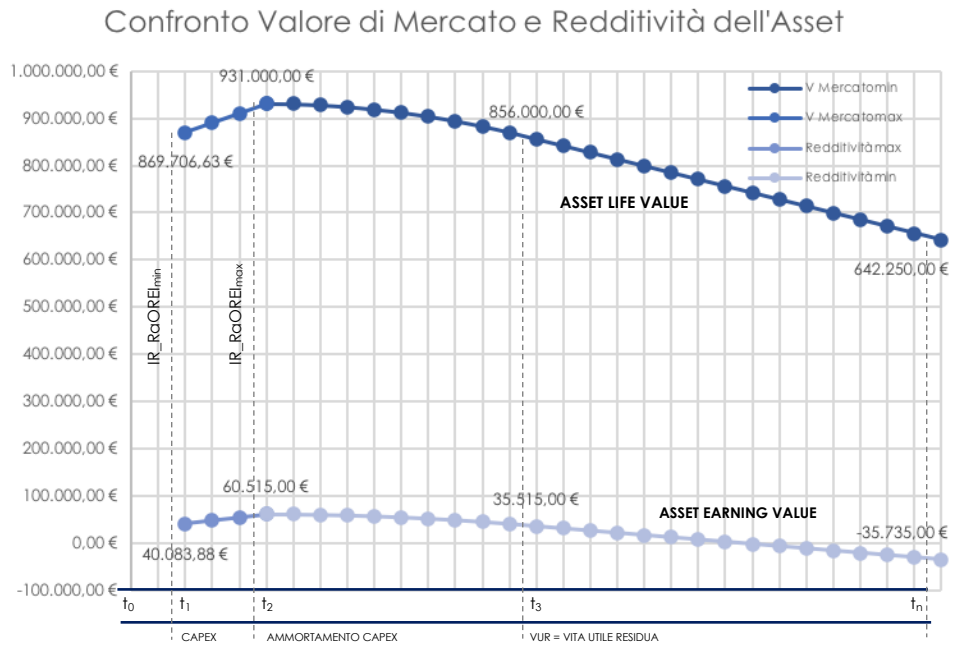


Figura 3. Variazione nel tempo dei valori economici dell'Asset (valore di mercato+redditività).

	AMV	AE	ELI	RaOREI_P1
t <sub>1</sub>	€ 869.706,63	€ 40.083,88	4,61%	C
t <sub>2</sub>	€ 931.000,00	€ 60.515,00	6,50%	CC+
t <sub>3</sub>	€ 856.000,00	€ 35.515,00	4,15%	C
t <sub>n</sub>	€ 624.250,00	- € 35.735,00	- 5,56%	DD - -

Tabella 3. Asset Life Value

ELI Base

Dalla tabella 3 si evidenzia che il KPI **ELI** misura un valore puntuale calcolato ad una precisa data di riferimento, all'interno di un periodo di tempo intercorrente tra la data di prima valutazione a quella di fine Capex (t<sub>1</sub>-t<sub>2</sub>) e successivamente nel restante tempo t<sub>2</sub>-t<sub>3</sub>-t<sub>n</sub>; per tale motivazione è calcolato come "indice".

La sommatoria degli indici **ELI nel tempo** consente di costruire la curva denominata **Asset Earning Value** (Figura 3).

L'utilità dell'Asset Earning Value è quella di fornire nell'immediato, (t<sub>1</sub>-t<sub>2</sub>) una **attendibile** indicazione circa il reale guadagno, anche definibile redditività dell'investimento, mentre nel restante tempo di Vita Utile dell'Asset (t<sub>2</sub>-t<sub>3</sub>-t<sub>n</sub>) fornisce una **probabile** riduzione del guadagno, in stretta relazione all'andamento del Rating RaOREI attraverso la curva **Asset Life Rating**; in altri termini nel periodo t<sub>2</sub>-t<sub>3</sub>-t<sub>n</sub> l'**Asset Earning Value** è una proiezione statistica della riduzione del valore di redditività la cui utilità è quella di poterla prevedere già al tempo t<sub>1</sub>-t<sub>2</sub>.

Pertanto, la curva **Asset Earning Value** ottenuta come sommatoria degli indici **ELI** calcolati al tempo t<sub>n</sub>, misura la **Convenienza Economica** come **variazione della redditività dell'Asset nel tempo** in riferimento al "decadimento" del Rating dell'Asset nel tempo (IR\_RaOREI), indipendentemente dal mercato di riferimento in cui è collocato l'Asset.

## MRRI Market Real Return Indicator

Il KPI **MRRI** è un *indicatore* con il quale è possibile determinare quale sia il posizionamento dell'Asset in riferimento al Valore di Mercato.

Nello specifico, **l'MRRI** misura la relazione tra il valore del RaoREI (Index Rating) ed il Mercato di riferimento dell'Asset in termini di Domanda e Offerta e per questo la sua definizione è:

**Indice di Rating dell'Asset  
rispetto al  
Rischio del Mercato di riferimento.**

È un valore *indicativo* in quanto, come "*indicatore*" è ottenuto come valore stimato in riferimento all'andamento probabilistico del valore di mercato nel tempo.

La sua espressione è rappresentata attraverso il grafico Domanda/Offerta ove le coordinate x-y individuano la collocazione del MRRI come punto al disopra o al disotto della linea di equilibrio (Figura 4).

La formula è la seguente:

$$\text{MRRI} = f(\text{IR\_RaoREI} : \text{EL})$$

dove:

**IR\_RaoREI** = Index Rating - indice del modello di Rating RaoREI.

**EL** = Equilibrium Line - Linea di separazione tra Domanda e Offerta e che può assumere valore positivo o negativo

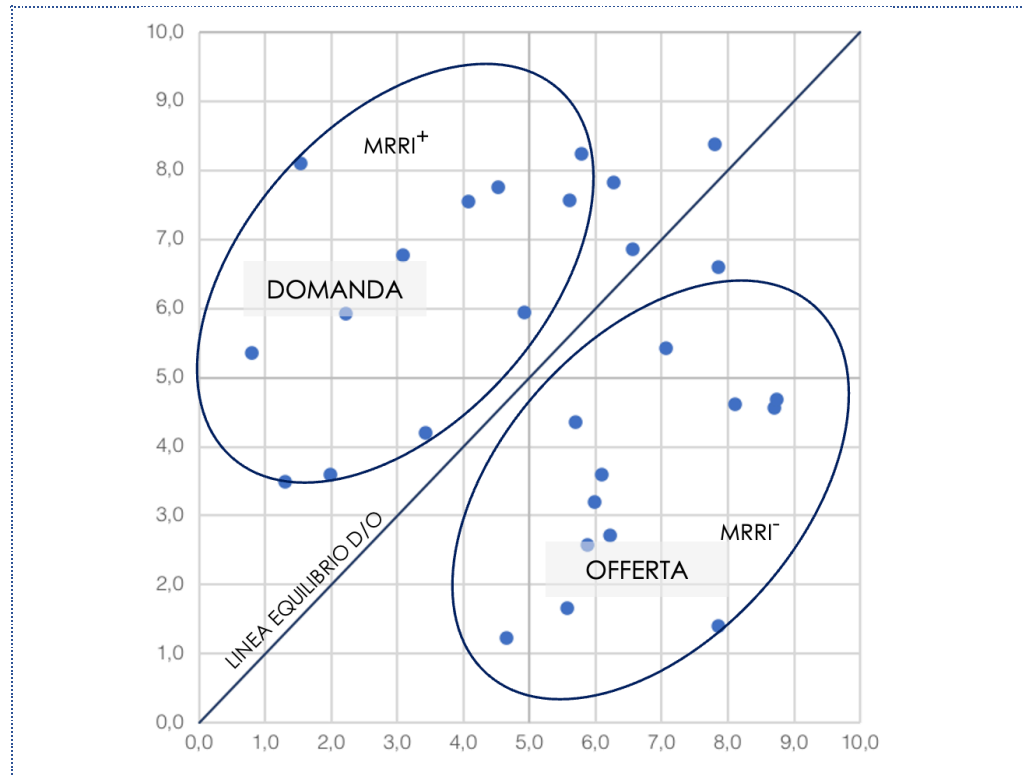


Figura 4.

MRRi in relazione alla Domanda/Offerta- Linea di Equilibrio

Da qui si evidenziano due casistiche la cui utilità è evidente:

**A. MRRi Positivo = Domanda > Offerta**

Ottenuto dagli Index Rating che cadono nell'area al di **sopra della linea di equilibrio**; significa che l'Asset è ubicato in un contesto socioeconomico e territoriale dove le quotazioni di mercato risultano essere superiori al reale valore tecnico-qualitativo dell'Asset.

Pertanto, in questo caso la redditività attesa può essere facilmente ottenuta anche senza dovere effettuare un importante investimento capex potendo fruire di una forte appetibilità del mercato e ciò è possibile quando la domanda è superiore all'offerta.

**B. MRRi Negativo = Domanda < Offerta**

Ottenuto dagli Index Rating che ricadono nell'area al di **sotto della linea di equilibrio**; significa che il risultato ottenuto dal modello RaOREI ha determinato un valore inferiore dell'Area Economica rispetto all'Area Tecnica (Area Economica < Area Tecnica) e ciò comporta che l'Asset è ubicato in un contesto socioeconomico e territoriale dove il valore di mercato è inferiore alla sua qualità tecnica.

In altri termini, anche con un importante investimento capex atto a migliorare l'iniziale qualità tecnica dell'Asset, non si riuscirà in quel contesto a fissare un giusto ed equilibrato prezzo di vendita dal quale ottenere la redditività attesa, a causa della scarsa appetibilità commerciale del contesto di riferimento; in questo caso si è in

presenza di zone di mercato ove si osserva l'offerta è superiore alla domanda.

Quanto sopra affermato è derivato dal **Critical Point** che individua il posizionamento dell'Index Rating come punto di appartenenza alle Aree di problematicità del Rating.

Il **Critical Point** è ottenuto dal **Zone Graph** (Figura 5) che è una funzione grafica del modello di Rating per mezzo della quale si analizzano gli effetti del posizionamento dell'Index Rating in relazione a **quattro Zone** (quadranti), intersecate dalla **linea di equilibrio** che rappresenta appunto l'ideale equilibrio qualitativo che si avrebbe tra le due aree Economica e Tecnica-Qualitativa.

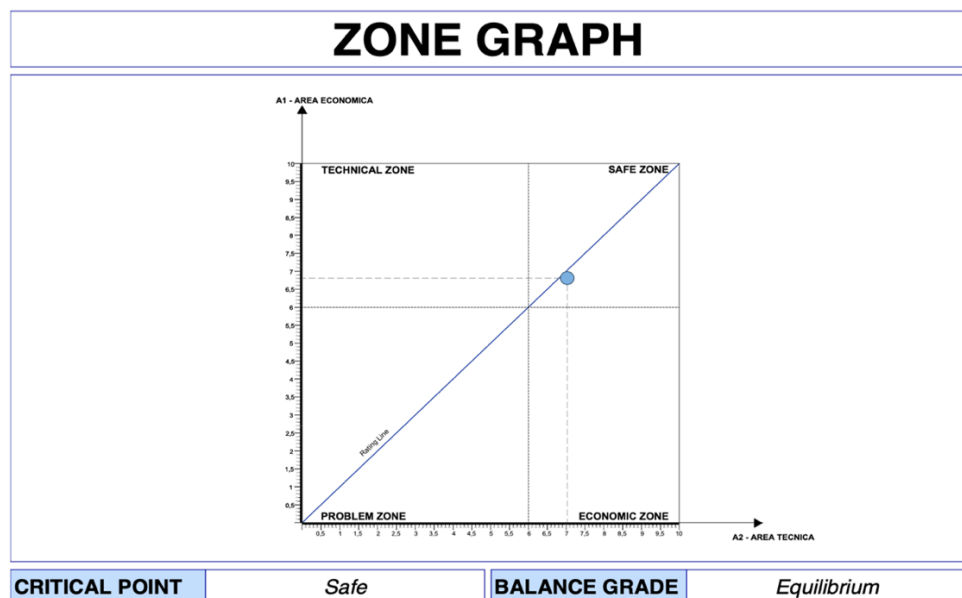


Figura 5. Zone Graph – Critical Point

Nello specifico i **CRITICAL POINT** ottenuti dal posizionamento dell'IR possono essere:

1. **PROBLEM** – implica che sia l'area economica che l'area tecnica presentano delle problematiche;
2. **ECONOMIC** – implica che le maggiori problematiche dell'Asset ricadono nell'Area Economica;
3. **TECHNICAL** – implica che le maggiori problematiche dell'Asset ricadono nell'area Tecnica;
4. **SAFE** – implica che l'Asset non presenta particolari problematiche in nessuna delle due aree di competenza.

e più in particolare:

**ECONOMIC:** si ha quando un Asset presenta problematiche inerenti all'Area Economica e significa che l'oggetto dell'analisi è locato in un contesto tale per cui la sua dismissione risulta difficile per via di una elevata concorrenza o per una scarsa domanda di mercato. Si tratta quindi di condizioni **estrinseche**, legate al contesto socioeconomico in cui è ubicato il bene. Questo aspetto comporta che, a prescindere dal livello dell'Area Tecnica, è possibile che l'immobile abbia delle elevate difficoltà nell'essere venduto o affittato, per cui risultano necessarie delle specifiche strategie di dismissione.

**TECHNICAL:** quando un Asset presenta problematiche inerenti all'Area Tecnica, significa che l'oggetto di analisi presenta delle irregolarità dal punto di vista progettuale, catastale, legale o fiscale, etc, generando così una maggiore difficoltà di dimissione. In questo caso si tratta di condizioni **intrinseche**, dunque risolvibili eventualmente tramite il pagamento di sanatorie oppure attraverso il completamento di opere di ristrutturazione. Questo aspetto però non comporta necessariamente l'impossibilità di poter vendere o affittare l'immobile, qualora infatti esso fosse locato in un contesto il cui mercato immobiliare è molto florido, la sua commercializzazione potrebbe avvenire anche senza la necessità di effettuare alcun intervento edilizio.

Pertanto, il grafico di rappresentazione del MRRI (Figura 6) è il risultato della sovrapposizione dei due grafici per analogia dell'Index Rating.

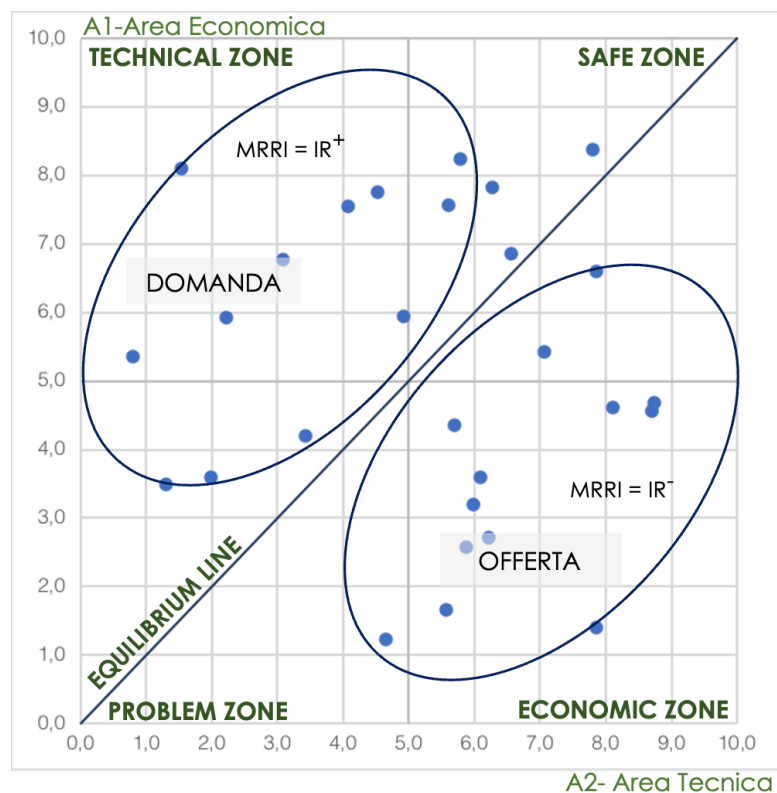


Figura 6. MRRI e Zone Graph

Quanto sopra esposto dimostra che conoscere il MRRI consente di valutare le azioni da compiere e gli interventi da effettuare sull'Asset, tenendo conto delle caratteristiche del mercato di riferimento.

Per cui viene naturale conoscere quale sia **l'effetto del MRRI nel tempo**, e soprattutto quali siano gli effetti cumulati dei due KPI, **ELI e MRRI**.

Nella realtà, i due KPI presi separatamente consentono il primo di conoscere la Convenienza Economica nel tempo dell'Investimento di acquisizione dell'Asset, senza tenere conto delle caratteristiche del Mercato di riferimento, mentre il secondo fornisce, anche se in modalità probabilistica, indicazioni circa gli effetti del mercato sulla qualità dell'Asset nel tempo.

Unire gli effetti dei due KPI, ha come fine quello di conoscere realmente la qualità dell'Asset e quindi accertare quale è il suo reale valore di mercato e la conseguente redditività, entrambi valori che dovranno essere riferiti nel tempo.

Si dovrebbe pertanto disporre di una sola linea come risultato dell'unione dei due KPI e più precisamente come risultato dell'evoluzione del Rating nel tempo come unione delle **Asset Life Rating** e del **MRRI nel tempo**.

Questa curva è la **MRRI Line**.

Per ottenere la **MRRI Line** occorre riferirsi dapprima al grafico di rappresentazione del MRRI in relazione alla Domanda e Offerta, nel quale si è notato come il MRRI può avere solo due valori, uno positivo, l'altro negativo.

Il MRRI, come detto è di fatto l'index Rating per cui la sua rappresentazione nel tempo da origine alla curva **Market Asset Rating** che può avere due andamenti la **Market Grow** (MRRI +) e la **Market Cut** (MRRI -).

Ora, queste due curve se confrontate con l'**Asset Life Rating** consentono di ottenere le seguenti valutazioni:

nel caso di un:

- **MRRI positivo** si ha un Asset all'interno di un Mercato con **Domanda positiva** (Figura 7) dalla quale si evince che nonostante il degrado dell'Asset anche dopo gli interventi migliorativi (Capex) il valore di mercato sconta valori positivi e ciò a dimostrazione dell'assunto in precedenza enunciato sulla prevalenza del valore di mercato rispetto all'investimento migliorativo sull'Asset.

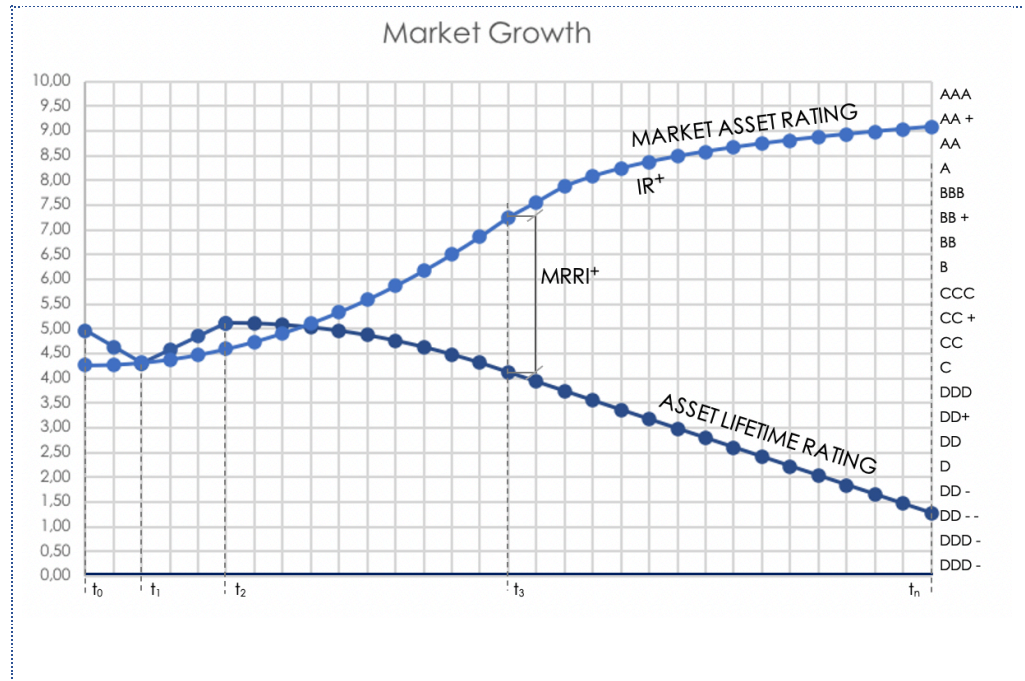


Figura 7. MRRI Positivo

Al contrario, nel caso di un **MRRI negativo** si ha un Asset all'interno di un Mercato con **Domanda negativa** (Figura 8) che dimostra come il valore di mercato non riuscirà a compensare il valore degli investimenti migliorativi indipendentemente dal valore del Capex effettuato e ciò perché, come sopra affermato si è in presenza di un mercato poco ricettivo dove prevale l'offerta sulla domanda.

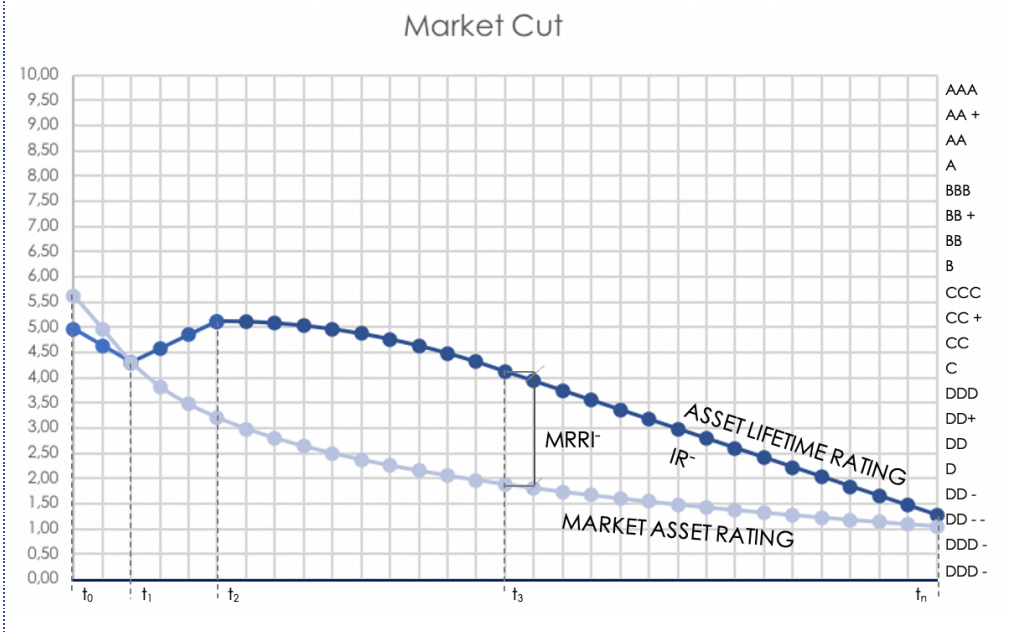


Figura 8. MRRI negativo

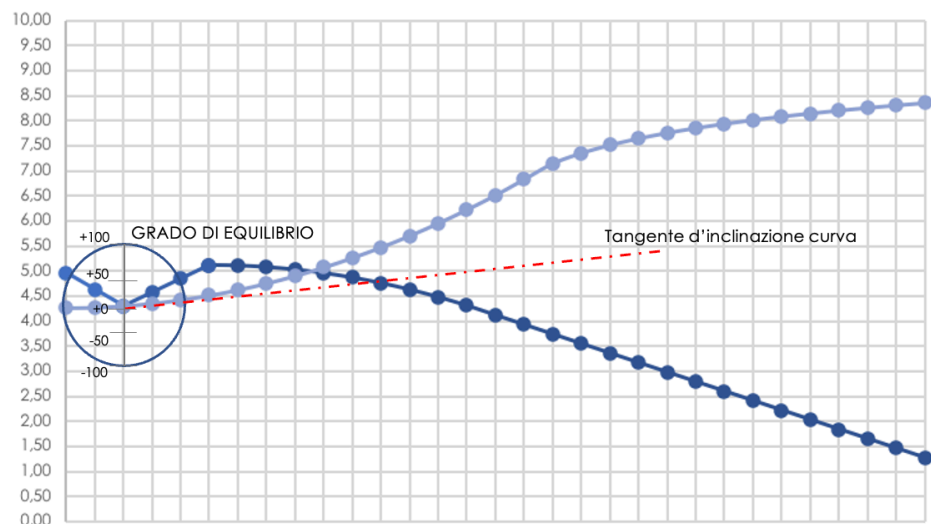
L'andamento delle due curve **Market Grow** e **Market Cut**, sono ottenute dalle **tangenti** generate dal **grado di equilibrio** (EQUILIBRIUM LEVEL) tra le due Aree di Competenza, Area Economia e Area Tecnica-Qualitativa, misurando la loro discordanza valutativa. con un valore % compreso tra -100% e +100%.



E più precisamente:

- un valore compreso tra -100% e -50%, implica un forte livello di squilibrio con problematiche preponderanti sull'area economica;
- un valore compreso tra -50% e -15% implica un lieve livello di squilibrio con problematiche preponderanti sull'area economica;
- un valore compreso tra -15% e 15% implica che vi è equilibrio fra le due Aree di Competenza; dunque, queste potrebbero essere sia fortemente problematiche che non problematiche;
- un valore compreso tra +15% e +50% implica un lieve livello di squilibrio con problematiche preponderanti sull'area tecnica;
- un valore compreso tra +50% e +100%, implica un forte livello di squilibrio con problematiche preponderanti sull'area tecnica.

### Market Growth



### Market Cut

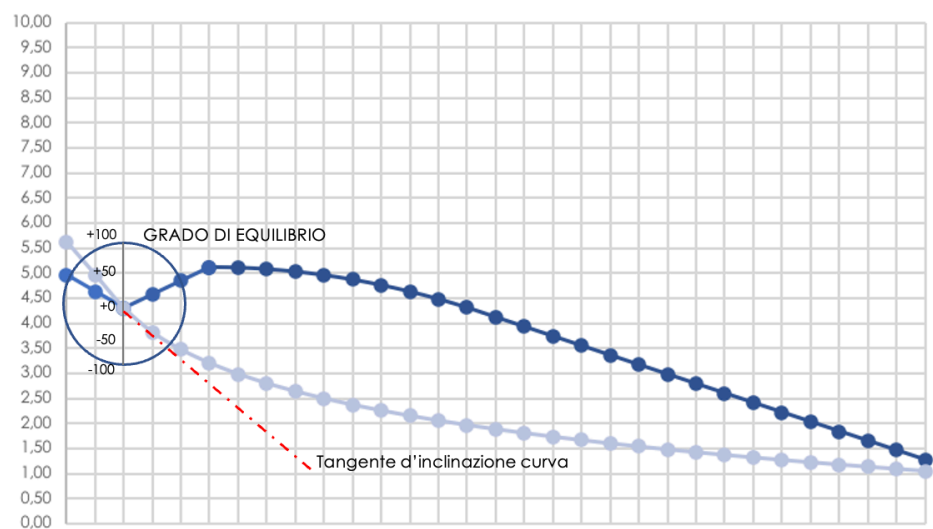


Figura 9. Tangenti generate dall'equilibrio in caso di Market Growth e Market Cut

La **MRRI\_Line** altro non è che la risultanza delle **medie** delle **differenze** dei **Rating al tempo  $t_n$** , come rappresentato nella Figura 10.

Per cui il valore di Rating effettivo, è quello rilasciato dalla **MRRI\_Line**.

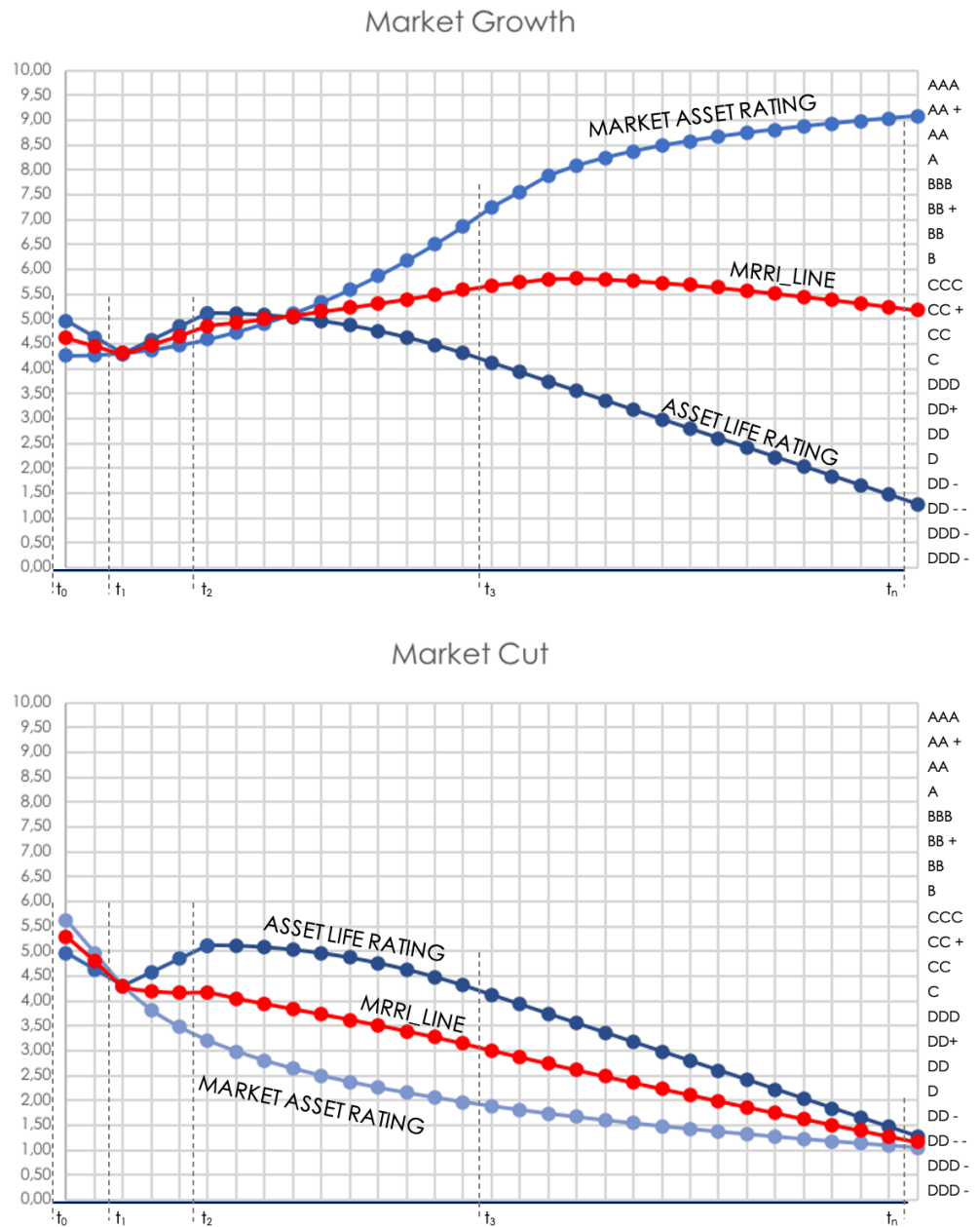


Figura 10. MRRI Line in caso di Market Growth e Market Cut

Dall'andamento della **MRRRI\_Line** si possono ottenere tre tabelle di valori per mezzo delle quali si mettono a confronto gli Index Rating del RaoREI al tempo  $t_n$  e i valori di economici di Mercato e di redditività sempre nel tempo.

	Market Value	Earning	ELI	RaOREI_P1
t1	869.706,63 €	40.083,88 €	4,61%	C
t2	931.000,00 €	60.515,00 €	6,50%	CC+
t3	856.000,00 €	35.515,00 €	4,15%	C
t <sub>n</sub>	624.250,00 €	-35.735,00 €	-5,72%	DD-

Tabella 4. Asset Life Rating

	Market Value	Earning	ELI	RaOREI_P1
t1	869.706,63 €	40.083,88 €	4,61%	C
t2	911.251,75 €	53.932,25 €	5,92%	CC
t3	972.939,25 €	74.494,75 €	7,66%	CCC
t <sub>n</sub>	935.028,10 €	61.857,70 €	6,62%	CC+

Tabella 5 - Market Growth

	Market Value	Earning	ELI	RaOREI_P1
t1	869.706,63 €	40.083,88 €	4,61%	C
t2	859.099,23 €	36.548,08 €	4,25%	C
t3	772.136,50 €	7.560,50 €	0,98%	DD+
t <sub>n</sub>	634.053,99 €	-38.467,00 €	-6,07%	DD-

Tabella 6 - Market Cut

La prima è quella ottenuta solo considerando l'andamento del Asset Rating nel tempo (ALR-Asset Life Rating) senza l'effetto del Mercato, la seconda è la sovrapposizione dell'ALR nell'ipotesi di mercato con domanda positiva (Market Grow) e la terza è la sovrapposizione dell'ALR nell'ipotesi di mercato con domanda negativa (Market Cut).

Le tabelle 4, 5 6 riportano un esempio delle potenziali variazioni economiche, in relazione alla variazione di Rating al tempo  $t_1$ - $t_2$ - $t_3$ - $t_n$ , con o senza effetto del Mercato in cui è collocato l'Asset.

Si sottolinea che nonostante questi valori debbano essere interpretati su base probabilistica, la loro conoscenza aiuta a comprendere se l'investimento può essere valutato come un "buon investimento" e conseguentemente programmare un Capex per interventi migliorativi proporzionali al ritorno di Mercato caratterizzato dall'effettivo andamento nel tempo del rapporto della Domanda e Offerta.

<sup>3</sup>**Estimo:** è la disciplina che ha la finalità di fornire gli strumenti teorici e metodologici per la valutazione da parte del valutatore dei beni per i quali non esiste un apprezzamento univoco (stima). La dottrina estimativa ha subito una profonda evoluzione negli ultimi tre lustri sulla base delle profonde innovazioni registratesi a livello scientifico e normativo sia a livello internazionale e nazionale. Sostanzialmente è oggi ancora valida la definizione del Medici per il quale "Il carattere fondamentale dell'estimo è quello di insegnare ad esprimere giudizi circa la somma di moneta che si può attribuire, per soddisfare date esigenze pratiche, ad un qualsiasi bene economico oggetto di stima

<sup>4</sup>**Esperti:** gli esperti sono Professionisti qualificati, iscritti al proprio ordine professionale o accademici universitari richiesti fuori dal processo per dirimere una questione tecnico-economica o per attestare la veridicità riguardo a una questione tecnica.

<sup>5</sup>**Due Diligence:** è un'attività finalizzata alla verifica dello stato dei beni immobili e immateriali, con l'obiettivo di fornire una corretta descrizione del patrimonio oggetto di analisi. Grazie alle informazioni raccolte, è possibile verificare l'esistenza di condizioni che consentano di produrre una valutazione e/o parere in grado di identificare lo stato dell'oggetto sottoposto a verifica e di ipotizzare azioni e /o scelte.

<sup>6</sup>**Sistema complesso:** un Asset-Progetto si configura come sistema complesso perché

## CONCLUSIONI

Fare un Investimento immobiliare significa acquistare un immobile attraverso un iter molto complesso perché prevede la raccolta e conoscenza di un elevato numero di dati ed informazioni, il data set informativo, ottenuto da diverse materie interdisciplinari.

Accertato che, l'investimento immobiliare è finalizzato a tre ipotesi:

- A. acquisto e rivendita (compravendita)
- B. acquisto e messa a reddito
- C. acquisto per aumentare il patrimonio

Tutte le soluzioni prevedono l'acquisizione del bene come primo step obbligatorio e ciò significa avviare una trattativa sulla compravendita dell'Asset immobiliare, applicando le regole della domanda e offerta di Mercato, il cui fine ultimo è quello di fissare un prezzo che sia accettato come valido dal Venditore e dal Compratore.

In altri termini, il prezzo di vendita di un immobile altro non è che il valore in denaro a cui verrebbe venduto sul libero mercato a seguito dell'accertato equilibrio tra la domanda e l'offerta di mercato, alla data di valutazione.

Questa semplice definizione è la principale fra le innumerevoli disponibili e che sono state studiate e proposte nel tempo da una molteplicità di Soggetti Istituzionali, Docenti Universitari ed Enti Privati, tutti autorevoli e competenti, spinti dall'esigenza di trovare un metodo, una regola, una formula in grado di determinare il prezzo di vendita come reale ed attendibile, tanto da essere accettato dalle Parti.

La disciplina dell'**estimo**<sup>3</sup> ne è la prova.

E infatti oggi tutte queste regole, metodi ed algoritmi di calcolo sono il più delle volte alla base della determinazione del prezzo di vendita di un immobile o prezzo di mercato e gli strumenti utilizzati sono le Perizie di accertamento del valore economico del bene, di regola eseguite da **Esperti**<sup>4</sup> e/o da **Due Diligence**<sup>5</sup> redatte da Tecnici e Professionisti del settore, che hanno il compito di approfondire le caratteristiche dell'immobile nelle diverse discipline.

Tutto ciò può essere letto anche in questo modo:

*Per determinare il prezzo di mercato o prezzo di vendita di un bene occorre conoscere l'immobile in tutte le sue componenti, costruttive, funzionali ed operative, il cui dettaglio consente di accertare la qualità dell'immobile.*

Ma se tutto questo è oggi la regola, che viene adottata dall'intero sistema del mercato immobiliare, vi è una criticità nella capacità di rendere efficiente l'intero sistema.

E cioè, se per determinare il più probabile valore di mercato del bene in termini di attendibilità e di veridicità, occorre obbligatoriamente conoscere la qualità dell'immobile, come risultato di una analisi di dettaglio delle molteplici componenti disciplinari costituenti l'Asset, allora tutto ciò significa considerare l'immobile come **Sistema complesso**<sup>6</sup>.

Ritenere l'immobile come sistema complesso significa valutare, analizzare, produrre dati ed informazioni la cui produzione e ricerca e raccolta ha

considera numerose discipline, come quella tecnica, economica, finanziaria, ambientale, legale, giuridica etc., strettamente interconnesse tra loro.

**7 Criticità:** le criticità consistono nella determinazione delle "anomalie" formalmente definite che ostacolano l'avanzamento dei lavori durante tutto il ciclo di vita del progetto e che se non risolte possono essere causa di possibili danni.

**8 Rischio:** insieme delle "criticità" che risultano avere un livello di "gravità" tale da essere oggetto di attenzione nel processo di mitigazione. Rischio si deve verificare, criticità è già verificata (fonte PMI)

bisogno di tempo, di costi professionali e di analisi che aumentano il prezzo di vendita finale dell'Asset.

Il mercato, non sempre può attendere questi tempi, non sempre può riconoscere un surplus di costo per una esigenza di "ricerca della conoscenza" dell'immobile e poi chi vende in genere ha sempre fretta di realizzare e chi compra ha degli obbiettivi temporali che non possono essere "...attendere all'infinito".

Inoltre, c'è un'altra questione.

Un sistema complesso per sua natura produce **Criticità**<sup>7</sup> e quindi **Rischi**<sup>8</sup> che spesso non sono di facile individuazione e gestione; per altro, l'analisi di rischio nel settore immobiliare è una tecnica che solo da pochi anni si sta facendo strada, ma non ha ancora prodotto i suoi benefici su larga scala, perché sconta anche un gap culturale tanto che gli Operatori del Settore stentano ancora a comprendere come necessario e valido.

Ed in ultimo, tutte queste informazioni e dati sommate alle **criticità e rischi** del sistema complesso come si possono tenere insieme?

Occorre una **sintesi** perché in caso contrario si produce confusione e tutte le aspettative e buoni propositi vanno in fumo.

Il **RaOREI Rating Operating Real Estate Investment** è una risposta a questi interrogativi.

Il **RaOREI** è un modello di rating di tipo procedurale/documentale per mezzo del quale è possibile accertare la relazione tra **valore di mercato e livello tecnico-qualitativo** dell'Asset Immobiliare, questo inteso come **sistema complesso** che produce **criticità e rischi** in modalità **multidisciplinari**.

Il modello di rating RaOREI è in grado di produrre una **sintesi della problematicità dell'immobile, l'index Rating (IR\_RaOREI)**, come risultato di una analisi di rischio dell'Asset, in relazione agli aspetti economici e tecnico qualitativi.

La molteplicità dei dati e delle informazioni prodotte dal modello di rating consentono di supportare sia il Venditore che l'Acquirente in tutto l'iter di valutazione dell'Asset immobiliare ed in particolare **produrre KPI in relazione al valore di rischio calcolato** e precisamente:

- **ELI Earning Life Index**
- **MRRi Market Real Return Indicator**

Il primo misura la **convenienza economica dell'investimento** il secondo valuta il **posizionamento dell'Asset in esame rispetto al Mercato di riferimento**.

Attraverso il **RaOREI**, come modello di **analisi di Rischio** e come strumento di supporto all'investimento per mezzo dei suoi **KPI**, è possibile oggi migliorare tutto il complesso iter di compravendita immobiliare ed effettuare un investimento con la certezza che il valore economico dell'asset:

- è **conforme** alla reale **qualità** del bene in ordine agli aspetti multidisciplinari,
- è **congruo** alle **caratteristiche di mercato** in cui è collocato.

Ma non solo, attraverso questi KPI, **ELI e MRRi**, è possibile valutare lo stato di consistenza del proprio Patrimonio Immobiliare ad una certa data e

prevedere la sua evoluzione nel tempo, attraverso le curve di KPI, le **MRRI\_Line**.

Con le MRRI\_Line è possibile prevedere le variazioni nel tempo del:

- **Rating dell'Asset** per accertare il *degrado* dell'Asset in relazione alla sua vita utile residua (Asset Life Rating);
- **valore dell'Asset** in riferimento alla sua collocazione di Mercato (Asset Life Value)

**PUBBLICAZIONI CONNESSE**

**PAPER 1 – Rating di Progetto: sistema innovativo complesso**

*Il Rating di Progetto come sintesi di rischio di un Sistema Innovativo Complesso*

**PAPER 2 – Rating di Progetto: sistema innovativo complesso**

*RaOP – Rating Operating Project. Un modello procedurale documentale per la gestione dei progetti.*

**PAPER 19 – Rating di Progetto: sistema innovativo complesso**

*RAOREI – Rating Operating Real Estate Investment. Il modello di Rating per gli investimenti immobiliari*

---

Riproduzione vietata. Legge 22 aprile 1941 n 633 e successivi aggiornamenti.

Tutti i diritti sono riservati. Nessuna parte del presente documento può essere riprodotta o diffusa con un mezzo qualsiasi, fotocopia, microfilm o altro senza il consenso scritto dell'Autore.

Il presente Modello RaOREI© e i relativi KPI sono soggetti a Copyright

---