

IL RATING DELLE OPERAZIONI IMMOBILIARI

PREMESSA

Il termine *rating* esprime un concetto di **classificazione**, quasi sempre associato a un giudizio di natura **comparativa**, che permette un confronto diretto fra elementi non sempre immediatamente o facilmente paragonabili.

In svariati contesti (e spesso anche nel settore immobiliare) questo termine ha contraddistinto l'attribuzione di un **voto qualitativo**, quasi sempre connesso a una specifica caratteristica o a un insieme di prerogative direttamente riconducibili al medesimo contesto di riferimento: si pensi ai *rating* che esprimono il grado di aderenza di un edificio ai parametri di efficienza energetica, o più in generale a canoni ecosostenibili, o addirittura (tramite un ventaglio più ampio d'indagine) ai principi ESG.

Nel **mondo finanziario**, come noto, il *rating* consiste in una misurazione sintetica delle **probabilità di default** associate all'emittente di un titolo, allo scopo di inquadrare il rischio di insolvenza a breve/medio termine di tale debitore. Basandosi su detti *rating*, dunque, i piccoli risparmiatori così come i più avveduti investitori istituzionali possono disporre di un'esplicitazione oggettiva della rischiosità connessa a un determinato impiego del loro denaro: non è un caso se gli emittenti contraddistinti da un *rating* migliore (a parità di divisa monetaria sottostante) offrono remunerazioni inferiori a quelle che devono riconoscere emittenti caratterizzati da un rischio più alto.

E' giunto il momento che anche il settore immobiliare acquisisca una maggiore familiarità con il concetto del *rating*. **PR.E.G.I.A. Associazione**, fedele ai suoi principi di operare per diffondere cultura d'impresa inerente agli immobili, intende proporre – in questa sezione degli "STANDARD PROCEDURALI" – alcune riflessioni preliminari sulla costituzione di un *rating* delle operazioni immobiliari.

CONTESTUALIZZAZIONE

Un primo ambito significativo in cui il *rating* delle operazioni immobiliari risulterebbe prezioso afferisce al tradizionale **settore bancario**, allorché chiamato a finanziare interventi immobiliari di una certa complessità. E' noto che gli strumenti di cui si avvalgono gli istituti di credito sono focalizzati a restituire un quadro più o meno attendibile dell'intero valore dell'opera, piuttosto che a misurarne l'esito prospettico.

L'antico approccio del “*loan to value*” (LTV), riferito storicamente agli immobili esistenti, ha pochissimo significato per interventi di sviluppo/riconversione edilizia che nel nostro paese devono confrontarsi quasi sempre con un mercato di acquirenti frazionato, del quale andrebbe individuata la corretta curva della domanda, al fine di stimarne i possibili equilibri fra prezzi, quantità e tempi di assorbimento: in un simile scenario prospettico, il fantomatico “*value*” di un'operazione immobiliare frazionata potrebbe variare, ad esempio, da 15 milioni di Euro, se intendiamo venderla entro 12 mesi, a 17 o 18 milioni se ci accontentiamo di alienarla in quattro o cinque anni. Lo strumento dell'attualizzazione dei flussi di cassa consente di equiparare parzialmente tali due alternative, ma il concetto di fondo permane: la corretta valutazione di un'operazione immobiliare complessa richiede la creazione di un vero e proprio **business plan** che individui e confronti alcune **ipotesi alternative**, allo scopo di definire quella ottimale e verificarne le **probabilità di successo/insuccesso**.

Fu proprio in quest'ottica che in Italia, poco dopo l'inizio del nuovo millennio, alcune società iniziarono a proporre **rating dinamici delle iniziative immobiliari** per supportare gli investitori e gli operatori del credito e assicurativi chiamati ad affidarle.

Oggi, però, tale esigenza diventa ancor più sentita, poiché il diffondersi del **crowdfunding immobiliare** accresce in misura esponenziale il numero dei soggetti in grado di diventare a loro volta finanziatori o investitori di un'operazione immobiliare: sembra perciò illogico che tali persone, allorché si avvicinano all'acquisto di un titolo mobiliare codificato, dispongano non solo di dettagliate informative, ma anche dei *rating* di varie agenzie specializzate, mentre approcciando il mondo del *crowdfunding* tali prerogative non sono per ora altrettanto diffuse.

L'attuale contesto evolutivo presenta due differenti “motori” (il primo imprenditoriale, il secondo regolamentare) che possono entrambi condurre a un diffuso utilizzo del *rating* in questo nuovo segmento finanziario.

Da un lato, dopo alcuni anni pionieristici, in Italia si registra un consolidamento del comparto, con alcune piattaforme “leader” ed altre in rapido sviluppo. Un simile scenario è per ora caratterizzato da una concorrenza oligopolistica in continua evoluzione, composta da operatori che, se da un lato si “marcano” a vicenda, dall'altro possono attendersi a breve/medio termine l'insorgere di nuove strutture ancor più organizzate, emanazione del mondo bancario, come pure dei grandi gruppi finanziari e immobiliari.

Si tratta di un contesto quanto mai fertile di **potenziali innovazioni**: le piattaforme vantano ormai esperienze, dimensioni e risorse sufficienti a intraprendere nuovi modelli operativi e gestionali, in un'ottica di progressivo miglioramento che trova sempre più ragione d'essere in una duplice prospettiva:

- *in termini competitivi,*

diventando sempre più importante la **differenziazione dalla concorrenza**, al fine di reperire un numero via via crescente di investitori;

- *in termini selettivi,*

avendo il comparto raggiunto una sufficiente maturità, il numero di promotori immobiliari interessati è diventato esorbitante, e le principali piattaforme, anziché cercare di "catturarne" altri, devono sempre più dotarsi di strumenti di **controllo preventivo**, allo scopo di perfezionare al massimo la selezione delle operazioni da proporre al pubblico; infatti, la crescita esponenziale del crowdfunding immobiliare e del numero di promotori che vi accedono **augmenta le probabilità di eventuali default**, e la piattaforma che per prima dovesse vivere una simile esperienza negativa rischierebbe una drammatica caduta d'immagine.

Fin qui si sono osservate le prospettive delle piattaforme, ma è palese la crescente attenzione degli organi europei verso tale attività: è quindi possibile che questa modalità innovativa di raccolta del risparmio venga sempre più equiparata alle altre, nell'ottica di una **maggiore tutela dei piccoli investitori**. In merito, un aspetto rilevante inerisce alla corretta classificazione del profilo della clientela e, di conseguenza, del grado di adeguatezza al livello di rischio che i diversi impieghi di denaro presentano.

E' dunque facile attendersi, a breve/medio termine, l'insorgere di **normative internazionali** attente a colmare simili lacune, molto probabilmente con riferimento a tutti i settori e non solo a quello immobiliare. Peraltro la nostra Associazione si occupa esclusivamente di problematiche connesse agli immobili e pertanto su queste ci focalizziamo, apportando la nostra esperienza nell'ottica di **trasparenza conoscitiva e valutativa** che sempre abbiamo inteso privilegiare.

Quella stessa trasparenza conoscitiva e valutativa che non vorremmo mai rimanesse una chimera per i piccoli risparmiatori che si stanno progressivamente accostando al mondo del *crowdfunding* immobiliare.

IMPOSTAZIONI ALTERNATIVE

Il *rating* di un'operazione immobiliare può rivestire **due diverse valenze**.

Può esistere **un rating** solamente **qualitativo**, che si limita ad esprimere un giudizio di merito sull'iniziativa, esaminandone il progetto e confrontandola col mercato, con altri immobili esistenti od altri interventi. Tali tipi di *rating* (alcuni già esistenti) si avvalgono spesso di parametri demografici, macroeconomici, sociali che risultano oggettivi e trasparenti, ma per ognuno dei quali andrebbero correttamente interpretate e misurate:

- le effettive ricadute sul mercato immobiliare;
- la scalabilità territoriale.

Non è infatti agevole comprendere e calibrare esattamente la rilevanza con cui tali fenomeni, spesso noti su scala comunale o provinciale, incidono all'interno del bacino d'utenza di effettivo interesse (ad es. singolo quartiere della grande città). Nel caso invece dei piccoli comuni, spesso i dati sarebbero preziosi non tanto in termini assoluti, bensì comparati con quelli comprensoriali (comuni limitrofi di dimensioni analoghe).

Il rischio maggiore è che la disponibilità di tali informazioni, sebbene trasparenti e affidabili, distraiga l'attenzione da una disamina capillare del mercato immobiliare locale, delle prerogative della concorrenza e del rapporto offerta/domanda, attività cui non si può mai rinunciare allorché si intenda esprimere un giudizio concreto e avveduto sulle prospettive di successo di un'operazione immobiliare. Pertanto, la disamina di dati demografici, macroeconomici e sociali non direttamente estratti dal settore immobiliare deve costituire solo un'azione parallela, la quale può anche concorrere a tratteggiare uno scenario più ampio, che talvolta però lo stesso mercato immobiliare stravolge, seguendo dinamiche proprie, che solo la rilevazione diretta permette di inquadrare.

Una seconda tipologia di rating si propone invece di valutare le probabilità di successo dell'operazione immobiliare o, meglio ancora, le sue **probabilità di default**. Ma cosa si intende per *default*?

Sui mercati mobiliari, il termine esprime l'insolvenza dell'emittente, ossia l'incapacità di fare fronte ai propri debiti: decenni di analisi comparative dei bilanci (su base settoriale e generale) permettono di individuare condizioni propedeutiche a situazioni fallimentari.

Rispetto a un'azienda, che prosegue la propria attività d'impresa con possibili variazioni giornaliere, un'operazione immobiliare risulta più rigidamente predefinita: ha possibilità nulle (o quasi) di modificare il suo prodotto; al contempo, anche lo scenario competitivo su scala locale si evolve con relativa lentezza e risulta maggiormente prevedibile, se non altro per l'inquadramento che trova all'interno degli strumenti urbanistici. In quest'ottica,

la stima di un *rating* immobiliare può rivelarsi maggiormente deterministica e arriva a focalizzarsi sui singoli impegni che il promotore assume nei confronti dei suoi finanziatori:

- **restituzione** integrale del prestito;
- pagamento degli **interessi** pattuiti;
- rispetto delle **tempistiche** predefinite.

Il modello di *rating*, pertanto, deve delineare con precisione quali fra questi tre eventi intende valutare, descrivendo in termini dettagliati il significato dei propri risultati.

“EQUITY CROWDFUNDING” E “LENDING CROWDFUNDING”

E' noto che, oltre a operazioni che raccolgono denaro in prestito, ne esistono altre, cosiddette di **“equity crowdfunding”**, le quali intendono collazionare capitale di rischio: in questi casi, di solito non esistono impegni prefissati al riconoscimento di remunerazioni minime o al rispetto di determinate tempistiche. Un'altra rilevante distinzione fra **“equity”** e **“lending”** scaturisce dalla clausola di postergazione (quasi sempre presente) che subordina il recupero finale dei mezzi propri (ed eventuali utili) alla remunerazione e restituzione dei prestiti, in analogia alla distinzione che, sui mercati mobiliari, differenzia le azioni dalle obbligazioni.

In ragione di tale clausola, si potrebbe concludere che molto spesso, in un'operazione immobiliare riferita esclusivamente a un **“lending crowdfunding”**, i rischi di *default* palesati in precedenza (restituzione integrale del prestito; pagamento integrale degli interessi; rispetto delle tempistiche) siano praticamente nulli, quanto meno per le prime due categorie menzionate: considerando infatti la quota di mezzi propri che il promotore apporta e il valore di base dell'immobile, è quasi impossibile che l'iniziativa, al limite andando pure a intaccare i mezzi propri come da contratto, non riesca infine a onorare il prestito e corrispondere gli interessi pattuiti.

Sulla base di queste considerazioni, verrebbe quindi da supporre che per la medesima operazione si possano configurare **due diversi esiti del rating**, a seconda che si tratti di un **“lending”** o di un **“equity” crowdfunding**.

Da un lato, un simile approccio parrebbe insensato: una società quotata in Borsa presenta sempre il medesimo *rating*, che contraddistingue sia le azioni, sia le emissioni obbligazionarie. Parrebbe quindi più lineare (oltre che prudente) **ignorare la clausola di postergazione** e prevedere quale termine di riferimento ineludibile la conservazione integrale dei mezzi propri: adottando tale scelta, il *default* si identifica con tutte quelle situazioni in cui l'iniziativa **non riesce contemporaneamente a**

- mantenere integri i mezzi propri
- restituire l'intero prestito (*default* di tipo 1)
- corrispondere tutti gli interessi sul prestito (*default* di tipo 2).

In parallelo, si rileva anche il *default* di tipo 3, dovuto allo slittamento temporale nella restituzione del prestito rispetto a quanto contrattualmente promesso.

La soluzione appena descritta presenta il merito di determinare un *rating* univoco, valido sia per chi apporta capitale, sia per chi eroga un prestito, analogamente ai *rating* aziendali diffusi sui mercati mobiliari.

Al tempo stesso, però, non è irrilevante distinguere le operazioni in base alla diversa composizione delle loro fonti finanziarie (mezzi propri, finanziamenti bancari, prestiti diffusi) e calibrare le probabilità di *default* di conseguenza.

MODELLI DI RATING PROBABILISTICI

Un *rating* finalizzato a **stimare le probabilità di default** può operare secondo due grandi filoni di metodologie alternative.

Una **prima soluzione** consiste nello strutturare il modello tramite un'adeguata ponderazione degli **specifici fattori di rischio**, ognuno dei quali viene valutato **in termini autonomi e indipendenti**: il *rating* risulta la logica conseguenza di tutte le singole componenti di potenziale incertezza, opportunamente stimate e pesate. E' l'approccio adottato nella stima dei *rating* aziendali: gli indici di bilancio, opportunamente rapportati a tabelle statistiche consolidate, permettono di stimare le probabilità di fallimento basandosi su una conoscenza pregressa di vari decenni per migliaia di imprese.

In campo immobiliare non è possibile disporre di "giacimenti di dati" altrettanto consolidati, stanti la minore trasparenza del settore e la mancata rilevazione nel tempo degli andamenti delle operazioni immobiliari.¹ Si aggiunga il fatto che, vista la ciclicità del comparto, offerte progettuali apparentemente simili otterrebbero risultati molto diversi da un periodo all'altro: in periodi di osservazione lunghi, infatti, il rapporto offerta/domanda è assai più mutevole di quanto avvenga per altri prodotti.

Ciononostante, alcuni modelli hanno verificato nel tempo l'incidenza dei vari elementi di rischio su un congruo numero di operazioni, giungendo a definire *rating* che nella pratica si sono dimostrati affidabili.

¹ Ad oggi, l'unico soggetto che in Italia potrebbe disporre di queste informazioni in termini ampi e dettagliati è l'Agenzia delle Entrate, che sta studiando un "*Monitoraggio e analisi delle operazioni di sviluppo immobiliare*" (MAOSI), progetto che necessita ancora di molto lavoro.

Una **seconda opzione** prevede invece di monetizzare le risultanze di tutte le analisi dei singoli fattori di rischio, trasferendole in un **modello economico/finanziario** che simula la presumibile riproduzione dell'intervento in esame tramite una dinamica del genere "what/if". Quest'approccio, sebbene più lineare e completo, necessita della massima attendibilità e precisione nel valutare le interazioni fra i suddetti fattori, trasformandoli infine in dimensioni economiche (costi/ricavi) e cronologiche (tempi tecnici realizzativi e di assorbimento sul mercato).

LE DUE DILIGENCE PRELIMINARI

L'impostazione di un'operazione immobiliare richiede sempre un'ampia gamma di verifiche, finalizzate a comprendere appieno i rischi che la caratterizzano.

Le necessarie *due diligence* sono riferibili a una pluralità di discipline e contesti.

Alcune di esse riguardano la corretta **configurazione tecnica e giuridica** dell'immobile (si pensi alle visure catastali, ipotecarie, sulle provenienze, sull'esistenza di vincoli e servitù, così come sulla presenza dei necessari titoli abilitativi). Per i beni originariamente non abitativi assume rilevanza anche una **verifica fiscale**, volta a individuare eventuali pendenze tributarie che potrebbero insorgere, ad esempio, a seguito di un accertamento relativo a una compravendita precedente all'avvio dell'operazione. Analogo problema è oggetto d'indagine allorché si acquisisce un'azienda anziché un immobile.

Per le iniziative che prevedono uno sviluppo o una riconversione edilizia, è necessario analizzare il **contesto urbanistico e normativo**, allo scopo di comprendere tempi, costi (e spesso probabilità di successo) ascrivibili all'iter amministrativo.

Finora, è molto comune che le suddette verifiche siano svolte direttamente dal promotore immobiliare e che la piattaforma si rimetta in toto alle dichiarazioni di costui. Tuttavia, allorché si costruisce un sistema di *rating* per valutare in termini oggettivi e completi un'operazione immobiliare, sarebbe opportuno che la struttura responsabile di detto *rating* provvedesse anche alle *due diligence* summenzionate, conferendo alle stesse quel **riscontro di terza parte** da considerarsi essenziale nell'intero processo qui descritto: né la determinazione del *rating*, né la rilevazione di dati, notizie, informazioni inerenti all'iniziativa e quindi alla definizione del quadro di riferimento possono essere svolti dal promotore immobiliare e/o dalla piattaforma che sollecita la raccolta di denaro, ma devono essere necessariamente affidati ad organizzazioni terze, che garantiscano **autonomia e indipendenza** rispetto sia allo svolgimento dell'operazione immobiliare, sia al procedimento di reperimento delle risorse finanziarie.

LE DIMENSIONI DELL'OPERAZIONE E L'INDAGINE DI MERCATO

Osservando le piattaforme di *crowdfunding* immobiliare, si rilevano interventi di dimensioni volumetriche variegate. In molti casi, infatti, l'operazione si riduce all'acquisto e rivendita di un unico appartamento, spesso operando una ristrutturazione assai limitata.

Un altro aspetto importante riguarda le dimensioni temporali, ossia la **scansione cronologica** con cui viene effettuata l'analisi che porta alla determinazione del *rating*. Se per le operazioni tradizionali, lunghe da due a quattro anni, è logico adottare scansioni trimestrali, spesso il *crowdfunding* prospetta interventi di durata molto più breve, per i quali è opportuna una scansione mensile, se non addirittura quindicinale.

Tornando alla volumetria dell'intervento, la valutazione di mercato deve opportunamente distinguere fra un **livello dimensionale** "unitario" e un livello "plurimo".

Il livello dimensionale **unitario** contraddistingue quelle operazioni in cui l'assorbimento del prodotto può avvenire in **un unico periodo temporale** (collimante con la scansione cronologica prescelta). Ciò ovviamente si verifica per interventi costituiti da una sola unità immobiliare, ma in contesti di domanda vivace (ad es. in ambito urbano) è possibile ipotizzare una concomitanza del periodo di vendita fra più unità; si suggerisce peraltro di non eccedere la soglia di 3 unità nelle medie città e di 5 nelle metropoli. Col termine "vendita" si intende la sottoscrizione del preliminare obbligatorio di compravendita.

Il livello dimensionale **plurimo** si verifica allorché le dimensioni dell'operazione sono tali da lasciar presagire una vendita articolata in **più periodi**, il che implica una più dettagliata indagine di mercato, attenta a rilevare non solo il più probabile prezzo di vendita, ma anche i presumibili ritmi di assorbimento e il loro andamento (costante, crescente, decrescente) nei vari periodi. Inoltre, poiché il livello plurimo denota sempre un intervento immobiliare complesso (sia esso di sviluppo o di riconversione), la ricerca non può prescindere da una **disamina dettagliata di tutti i cantieri concorrenti**, confrontandone:

- caratteristiche progettuali, impiantistiche e tecnico/realizzative;
- microcontesto d'insediamento;
- punti di forza e di debolezza;
- prezzi di vendita;
- effettivo assorbimento del prodotto;
- analisi delle prerogative delle unità immobiliari vendute e di quelle residue.

Quando le dimensioni e i tempi dell'operazione lo richiedono, l'indagine statica deve essere integrata con la **prospezione competitiva dinamica**, tramite un'analisi urbanistica sulle previsioni di nuova edificazione che modificheranno l'attuale offerta complessiva.

RATING IMMOBILIARE E RATING AZIENDALE

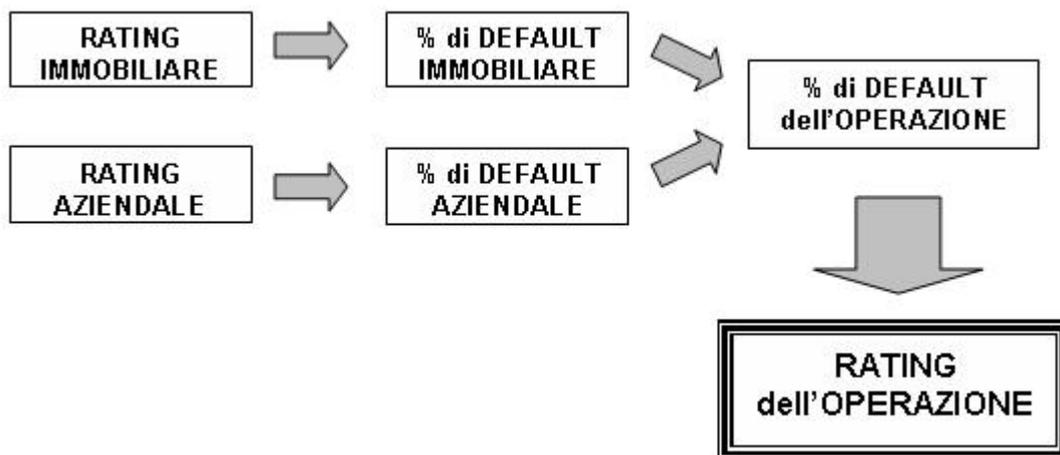
Fin qui si è esaminato il **rating dell'operazione** immobiliare, volto a stimare le probabilità di *default* della stessa, ossia il rischio che tale iniziativa, **autonomamente considerata**, non riesca ad adempiere agli impegni sottoscritti coi finanziatori/investitori.

Tuttavia, la storia del credito (*in primis* quello bancario e oggi anche quello raccolto dalle piattaforme di *crowdfunding*) presta grande attenzione alla **figura dell'operatore** e in particolar modo alla sua situazione economica, finanziaria, patrimoniale.

Tale approccio è significativo da due diversi punti di vista.

In termini positivi, ove il promotore immobiliare rilasciasse **garanzie** a tutela del prestito: è questa una procedura comune nel mondo bancario, ma sconosciuta nel *crowdfunding*, che punta proprio su una maggiore snellezza procedurale per acquisire richieste di finanziamento, anche a tassi di remunerazione ben superiori a quelli bancari.

Al contrario, in senso negativo (o, per meglio dire, di aggravio del rischio), possono esistere situazioni in cui sussistono **probabilità di default dell'impresa promotrice** del tutto autonome dall'operazione in esame: in tali casi, l'eventuale dissesto aziendale impedirebbe il rispetto degli impegni contrattuali indipendentemente dalla validità dell'iniziativa e dal suo effettivo andamento. La situazione completa è riprodotta nel seguente grafico, dove si evidenzia come il *rating* dell'operazione immobiliare risulti, nella sua versione definitiva, una sintesi fra le probabilità di *default* dell'intervento e dell'azienda, considerandoli come due entità separate.



La corretta determinazione del rating deve quindi considerare simultaneamente:

- le probabilità di **default dell'iniziativa** in sé;
- le probabilità di **default dell'impresa** proponente;
- l'**interazione** fra queste due situazioni.

Può cioè capitare che l'eventuale risultato negativo dell'intervento in esame sia interamente assorbito dalla situazione patrimoniale aziendale, così come (al contrario) che un deficit di bilancio venga riequilibrato dalle previsioni relative a un'operazione particolarmente brillante e di dimensioni significative. Più in generale, quindi, non si può prescindere da un'**analisi di bilancio e strutturale** dell'impresa promotrice.

Al riguardo, è piuttosto sconcertante che le società di valutazione del merito creditizio (spesso chiamate a esprimersi su questo punto) correlino detto merito alle dimensioni patrimoniali del bilancio in esame: in tal modo, le **start up** come pure le **società di scopo** risultano gravemente e incomprensibilmente penalizzate. E' palese che la raccolta di finanziamenti deve essere in qualche modo subordinata all'apporto di mezzi propri da parte dell'operatore, ma ciò è già previsto nei termini contrattuali e nella quantificazione del prestito rapportato al fabbisogno finanziario complessivo dell'operazione; e in questi casi, di solito, i bilanci pregressi (laddove esistenti) non riportano certo l'aumento di capitale che l'investimento immobiliare richiede oggi (non nel passato) e l'operatore si accinge dunque a realizzare.

Al contrario, l'esperienza insegna come, una volta acquisita la capacità di valutare correttamente i rischi di una specifica operazione immobiliare (compito che il *rating* deve assolutamente assolvere), siano proprio **le società multicommesse**, benché patrimonialmente più strutturate, quelle che **risultano maggiormente vulnerabili**. Ciò in quanto l'analisi si può focalizzare sull'iniziativa in oggetto, ma non ha tempo né modo di estendersi a tutte le altre: e dal dissesto di una di esse, magari di ampiezza ben più rilevante di quella in esame, può scaturire quell'insolvenza aziendale che renderà impossibile il rispetto degli impegni assunti coi finanziatori/investitori.

Capovolgendo un concetto largamente diffuso (ma purtroppo mutuato da antiquati approcci bancari che mal si conciliano col settore dello sviluppo immobiliare), **risultano largamente preferibili le società di scopo il più possibile "blindate"** rispetto a interferenze con altre, sì che l'individuazione e il dimensionamento dei rischi possano circoscriversi interamente alla sola operazione allo studio. Laddove ciò non sia possibile, acquisisce ancora più rilevanza l'oggetto del prossimo capitolo.

IL RATING GIURIDICO

Le riflessioni appena enunciate portano in primo piano un'altra dimensione particolarmente significativa del processo in esame: il *rating* giuridico. Trattasi di un'accurata disamina del **contesto di fattibilità** entro cui si snodano lo sviluppo e la gestione dell'intervento.

La prima area di controllo (già illustrata in precedenza) afferisce alle **situazioni esterne** che impattano sulla regolare conduzione dell'iniziativa: il controllo sulle provenienze storiche, sulla situazione ipotecaria, catastale, sulla presenza di eventuali servitù o diritti, sulla fattibilità amministrativa dei previsti interventi di ristrutturazione, riconversione, nuova costruzione, etc.

Ancora più delicata è la seconda area di controllo, concernente i **rapporti contrattuali interni** tra i finanziatori/investitori e il promotore che riceve il denaro. In assenza di garanzie, infatti, sarebbe auspicabile attivare uno stretto **controllo sull'erogazione dei flussi** finanziari, verificando che gli stessi siano direttamente destinati all'operazione in oggetto: ciò, al fine di scongiurare non solo denegate condotte dolose, ma anche l'eventuale dirottamento di tali flussi verso altre commesse, sempre della stessa impresa ma del tutto estranee all'intervento oggetto di finanziamento.

Nell'ambito dei rapporti contrattuali, per gli interventi di dimensioni plurime, rientra anche la possibilità o meno di **verificare la coerenza della gestione operativa** alle condizioni tracciate inizialmente **nel business plan** di riferimento, relativamente all'andamento dei costi e dei ricavi, al rispetto dei tempi e dei prezzi di vendita predefiniti. In merito, se può essere pericolosa la condotta dell'operatore che riduce i prezzi rispetto alle previsioni originarie per accelerare i ritmi di vendita, ancora peggiore può rivelarsi il tentativo di alzarli oltre i limiti verificati inizialmente dall'estensore del *rating*: esempi concreti hanno mostrato come, laddove questi tentativi siano rimasti frustrati dal mercato, l'operazione si sia incagliata, stante la difficoltà che sempre si incontra nel ridurre i prezzi, sia per non scontentare i pochi acquirenti iniziali, sia per non perdere credibilità nei confronti della domanda, che a quel punto innescherebbe aspettative di ulteriori ribassi, differendo ancor di più l'acquisto.

VARIE CLASSI DI RATING

Lo scenario fin qui illustrato fa comprendere che il processo di *rating* coinvolge **un'ampia gamma di competenze** professionali.

Le **discipline tecniche** sono particolarmente importanti nella disamina dei costi dell'operazione, laddove si intenda condurre una verifica accurata, non limitandosi a riceverli passivamente dal promotore.

Le **indagini di mercato** sono imprescindibili per determinare un *rating*, sia esso di natura qualitativa che probabilistica.

Le **competenze giuridiche** sono fondamentali nella disamina iniziale della legalità, correttezza e potenziale fattibilità dell'operazione, ma possono assumere un ruolo ancor più discriminante nella verifica dei gradi di controllo che i finanziatori/investitori, tramite la piattaforma di *crowdfunding*, vantano nei confronti dell'iniziativa supportata.

E' evidente che questa configurazione rappresenta l'*optimum* verso cui tendere, ma che, di volta in volta, l'effettiva attivazione delle singole procedure dipenderà dal grado di rigidità/flessibilità che ogni piattaforma vorrà attribuire ai suoi rapporti coi promotori immobiliari. Se da un lato è ovvio che il *crowdfunding* non dovrà mai ricostruire i tortuosi percorsi che contraddistinguono l'erogazione dei prestiti bancari, al contempo tale nuova forma di finanziamento dovrà necessariamente muoversi a favore di **una maggiore tutela dei finanziatori/investitori**. E' presumibile che, lasciando il *crowdfunding* scevro dalle garanzie pretese dal mondo bancario e confermando in tal modo l'appetibilità dello strumento per una sempre più ampia platea di promotori, pretendere da costoro il rispetto di "regole del gioco" più definite e stringenti sia non solo una doverosa misura di garanzia dei risparmiatori, ma anche un fattivo supporto strategico nei confronti di operatori che non sempre vantano competenze così consolidate e multidisciplinari.

Non è compito di **PR.E.G.I.A. Associazione** preconizzare quale sarà l'evoluzione della normativa pertinente e degli effettivi approcci delle piattaforme di *crowdfunding*. Il nostro ruolo è diffondere cultura su questi temi, abbozzando possibili metodologie e stimolando auspicabili dibattiti. In questa sezione di standard procedurali, quindi, è opportuno concludere evidenziando la possibilità di distinguere **vari livelli di rating**.

Un *rating* di primo livello ("**standard**") afferisce alla disamina dell'operazione immobiliare in oggetto senza alcun processo di *due diligence*, assumendo le informazioni enunciate dal promotore e/o dalla piattaforma e restituendo una valutazione qualitativa o probabilistica, secondo le differenze già illustrate in precedenza.

Se a questa prima attività si abbina lo svolgimento delle verifiche preliminari al fine di una valutazione autonoma di rischi, costi e tempi connessi a eventuali irregolarità o incertezze procedurali, si perviene a un secondo livello ("**plus**"): anche in questo caso, il *rating* può esprimere un giudizio qualitativo oppure determinare una percentuale di rischiosità. Il passaggio da "*standard*" a "*plus*" è particolarmente significativo per gli interventi edilizi, mentre risulta molto meno importante allorché l'operazione concerne una singola unità immobiliare, spesso senza che neppure siano previste opere di ristrutturazione.

Un terzo livello (“**extra**”) combina la stima delle probabilità di *default* dell'operazione con quelle aziendali, determinando un risultato più completo. Nel caso di società di scopo, tale passaggio è superfluo e il *rating* probabilistico di secondo livello può già definirsi “**extra**”; viceversa, in presenza di imprese multicommissa questa distinzione diventa cruciale: il *rating*, infatti, considera pure l'evenienza in cui un dissesto aziendale indipendente dall'operazione in oggetto ne pregiudichi il corretto completamento.

Salendo al quarto livello (“**gold**”) si attiva un controllo sull'erogazione delle singole *tranche* di finanziamento. In questo caso, i finanziatori/investitori non solo vengono informati in merito alla validità dell'operazione e del promotore, ma sono altresì garantiti sulla corretta e puntuale destinazione del denaro che hanno versato.

Il massimo grado è configurabile nel quinto livello (“**platinum**”), allorché si attivano anche le verifiche inerenti al rispetto del *business plan* sulla cui base è stato determinato il *rating*. Sia il quarto che il quinto livello implicano la sussistenza di un *rating* giuridico in affiancamento a quello già fornito per le versioni “*plus*” o “*extra*”. Inoltre, considerato che il *rating* aziendale si fonda solamente sulle analisi di bilanci e situazioni contabili aggiornate (dopo opportuna riclassificazione delle “poste critiche”), ma non ha tempi e mezzi per compiere una valutazione specifica dei rischi connessi a tutte le altre singole operazioni immobiliari, si suggerisce di non attribuire la categoria “*gold*” o “*platinum*” alle iniziative promosse da società multicommissa: queste due categorie, pertanto, richiedono anche la **costituzione di una società di scopo** che risulti sufficientemente protetta da potenziali coinvolgimenti in eventuali procedure concorsuali o giudiziarie a carico dei suoi soci; in tal modo, la determinazione probabilistica del rischio cui il *rating* perviene **dipende esclusivamente dalle condizioni dell'operazione** immobiliare oggetto di analisi e unica destinataria del finanziamento.

Qualunque sia il livello che verrà scelto da una piattaforma di *crowdfunding* relativamente all'operazione proposta (è anche possibile che un sito configuri livelli differenziati per iniziative distinte), è sempre essenziale la **trasparenza informativa**: pertanto, il pubblico dovrà essere edotto sulle tipologie di controllo effettivamente svolte, sulla metodologia operativa prescelta e sulle conseguenze che ne derivano ai fini della **valutazione dei rischi** cui l'impiego di denaro sarà sottoposto.