

Finanziamento Immobiliare

Finanziamenti strutturati, leasing, mezzanine e NPL

Giacomo Morri – Antonio Mazza

Capitolo 10
Effetti della leva finanziaria nelle
operazioni immobiliari

Obiettivi

1. Esaminare l'impatto dell'uso della leva finanziaria (*leverage*) su rischio-rendimento in funzione di due elementi critici:
 - *Loan To Value (LTV)*
 - *Spread* tra rendimenti *unlevered* degli investimenti e il costo del debito
2. Chiarire le circostanze in cui l'uso è appropriato
3. Analizzare alcuni esempi di utilizzo della leva finanziaria

La leva finanziaria

Riduce la contribuzione di capitale di rischio (*equity*), agisce da fulcro e incrementa i ritorni (e i rischi) generati dall'investimento.

- *Leverage* positivo: ritorno dell'investimento *unlevered* > costo dell'indebitamento
- *Leverage* negativo: l'impatto del *leverage* è penalizzante → ritorno < costo dell'investimento

Esempio

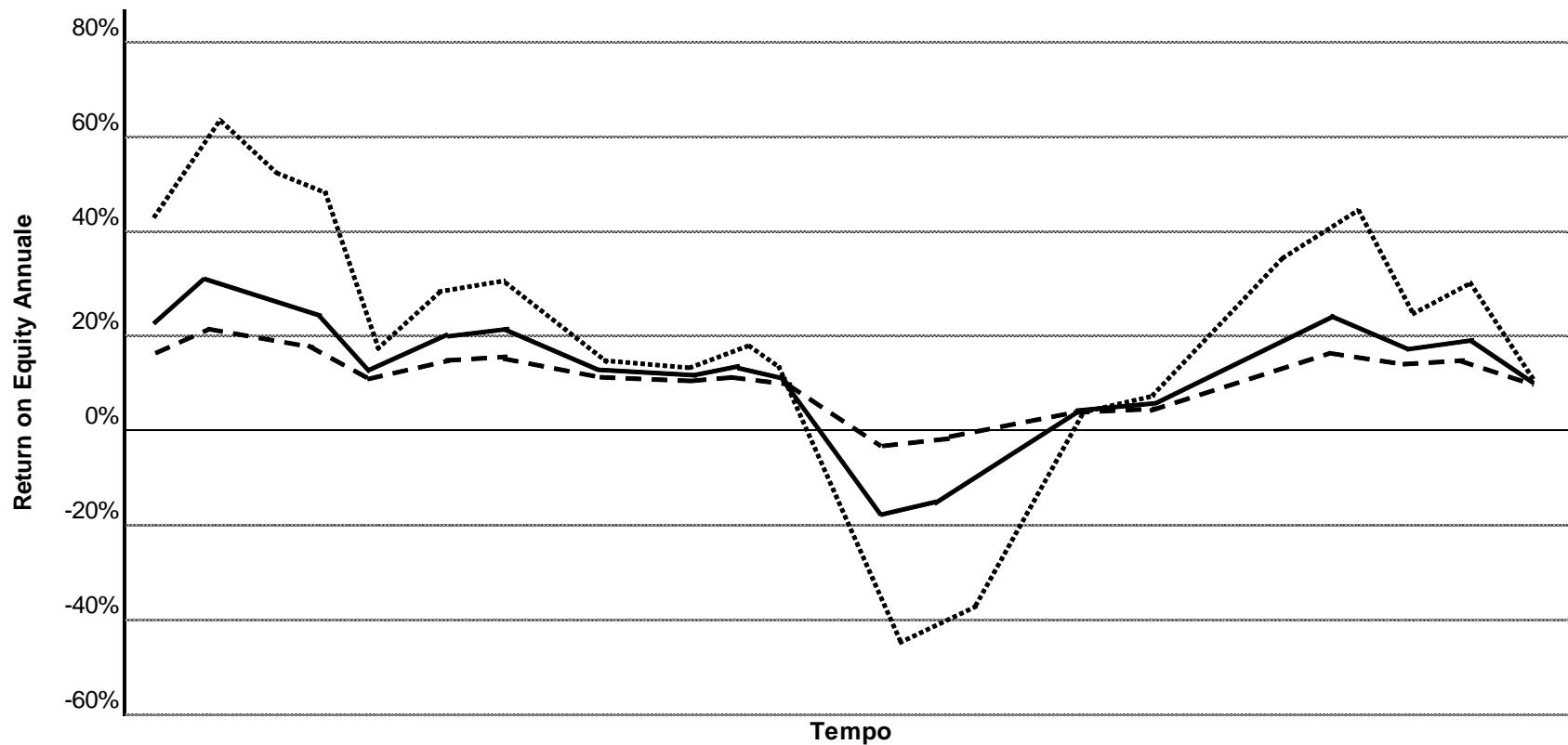
Impatto della leva finanziaria sui rendimenti dell'investitore

	Leva Positiva		Leva Negativa	
	<i>Unlevered</i>	<i>Levered</i>	<i>Unlevered</i>	<i>Levered</i>
Valore Iniziale	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Finanziamento @ 50%	50% 0	5.000.000	0	5.000.000
<i>Equity</i> Iniziale	10.000.000	5.000.000	10.000.000	5.000.000
Flusso di Cassa Ante Servizio del Debito	800.000	800.000	800.000	800.000
Interessi @ 7%	7% 0	350.000	0	350.000
Flusso di Cassa Netto	800.000	450.000	800.000	450.000
Incremento di Valore dell'Immobile	100.000	100.000	-300.000	-300.000
<i>Income Return</i> (Flusso di Cassa/ <i>Equity</i>)	8,00%	9,00%	8,00%	9,00%
<i>Appreciation Return</i> (Incremento di Valore/ <i>Equity</i>)	1,00%	2,00%	-3,00%	-6,00%
Total Return	9,00%	11,00%	5,00%	3,00%

Tabella 10.1, pag. 315, Finanziamento Immobiliare, G. Morri , A. Mazza, Egea 2010

Effetti dell'incremento della volatilità

Ritorni Levered / Unlevered



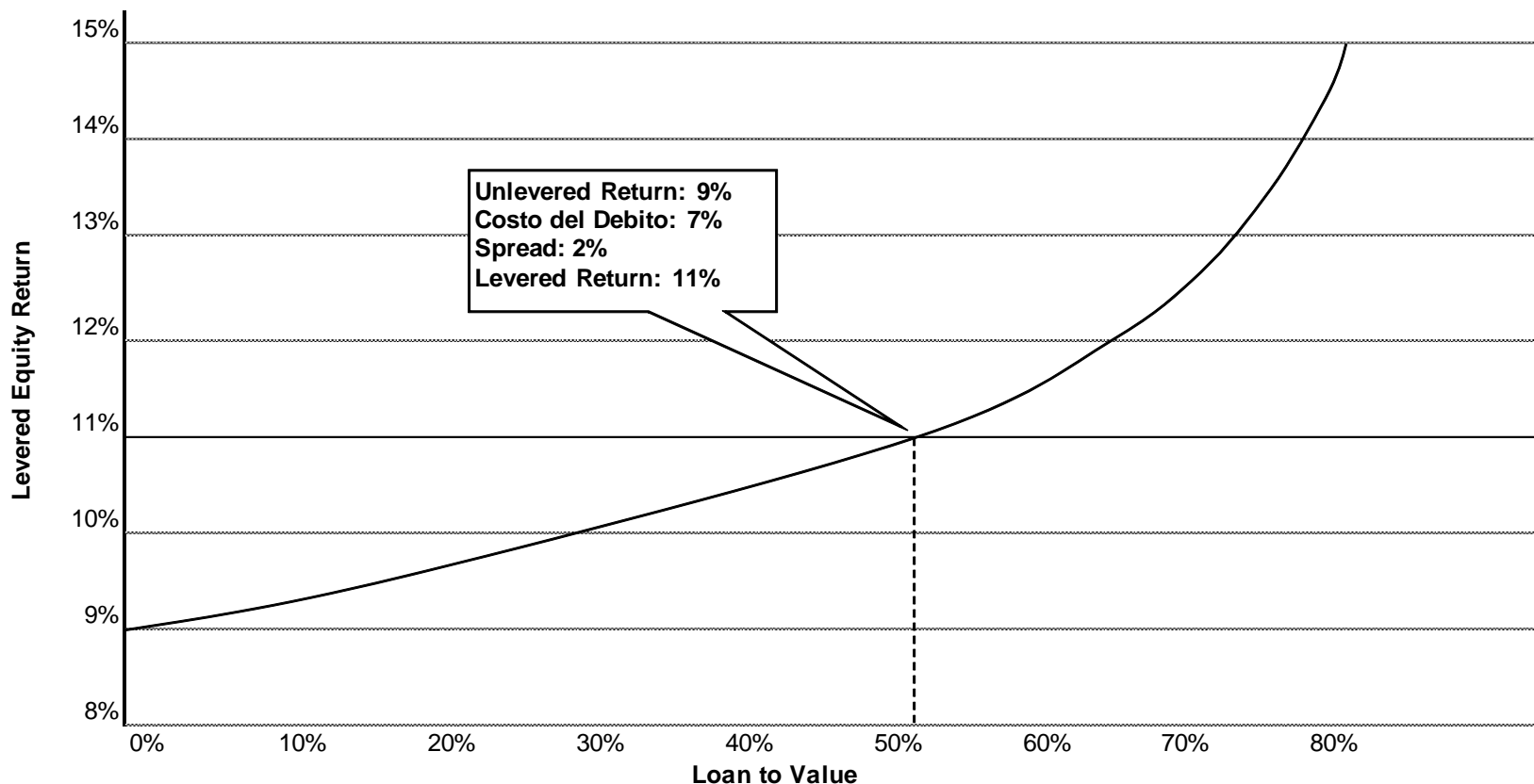
Nota: l'analisi considera un ritorno medio del 9,5% con una volatilità del 6,5% ed un costo del debito del 7% costante

- Unlevered Return
- Debito/Equity 50%
- Debito/Equity 75%

Figura 10.1, pag. 316, Finanziamento Immobiliare, G. Morri, A. Mazza, Egea 2010

Effetto della leva finanziaria sui rendimenti

Andamento dell'*equity return* al variare del rapporto *LTV*

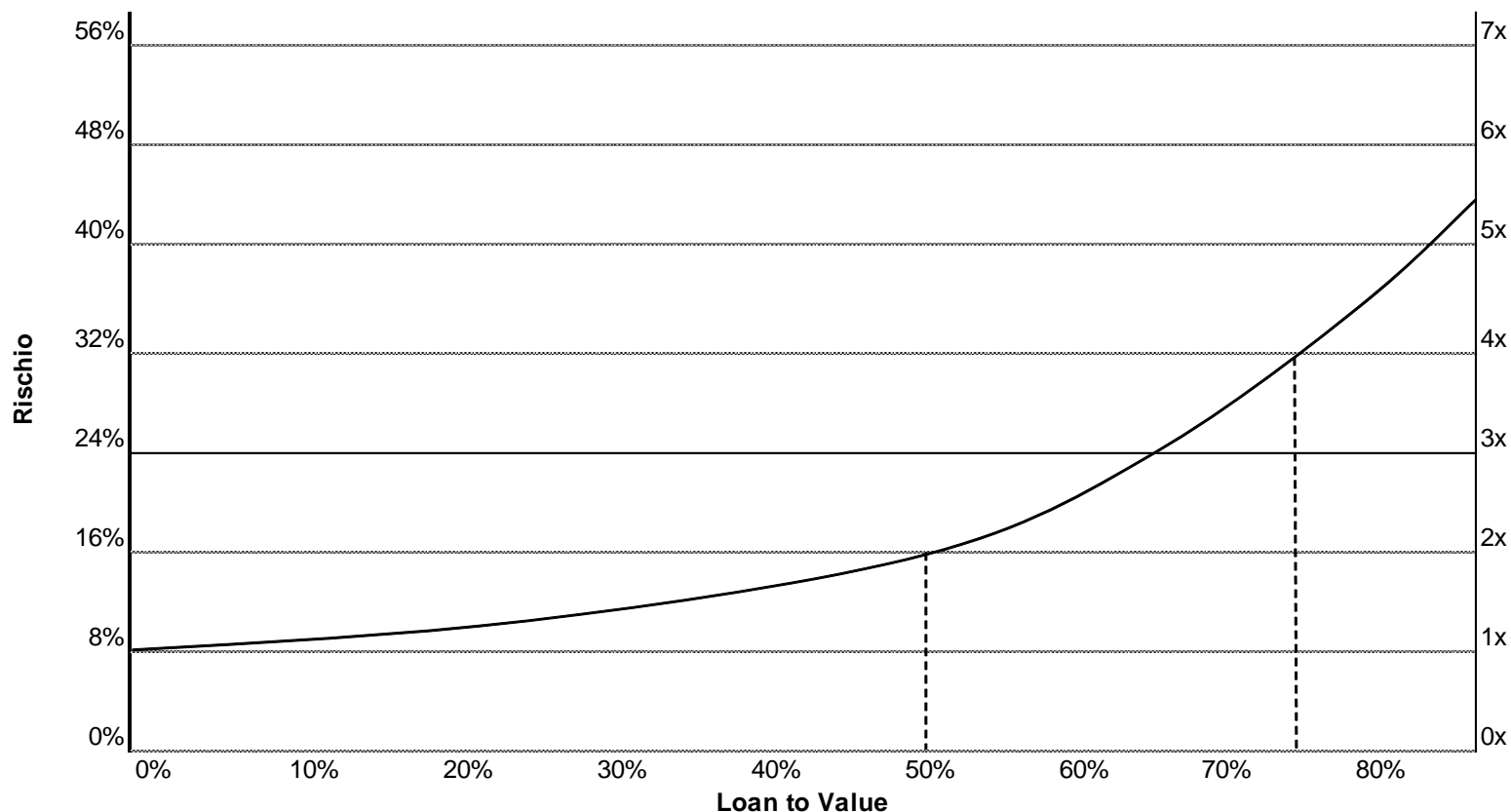


Nota: l'analisi considera un ritorno unlevered del 9% ed un costo del debito del 7% costante

Figura 10.2, pag. 317, Finanziamento Immobiliare, G. Morri, A. Mazza, Egea 2010

Effetto della leva finanziaria sul rischio

Andamento del rischio al variare del rapporto LTV

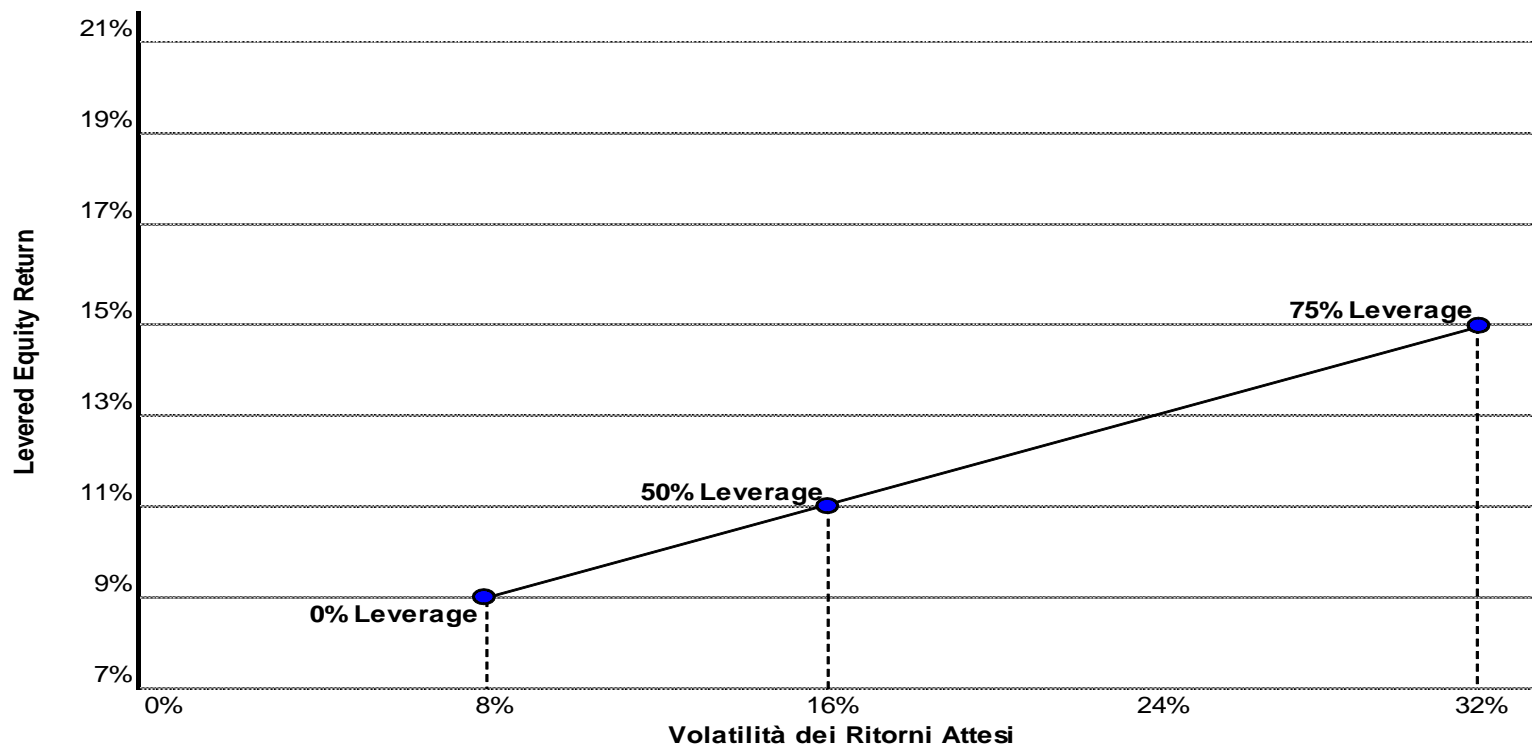


Nota: l'analisi considera un rischio unlevered dell'8% ed un costo del debito del 7% costante

Figura 10.3, pag. 318, Finanziamento Immobiliare, G. Morri, A. Mazza, Egea 2010

Teorema del "No Free Lunch"

I benefici attesi dall'utilizzo della leva sono controbilanciati dall'incremento della volatilità attesa del rendimento



Note: *l'analisi considera un unlevered return del 9%, un rischio unlevered dell'8% ed un costo del debito del 7% costante
il risk adjusted return è calcolato come (levered return-risk free rate) / Volatilità*

Figura 10.4, pag. 320, Finanziamento Immobiliare, G. Morri, A. Mazza, Egea 2010

Funzionamento della leva finanziaria

Impatto della leva finanziaria sull'investimento immobiliare

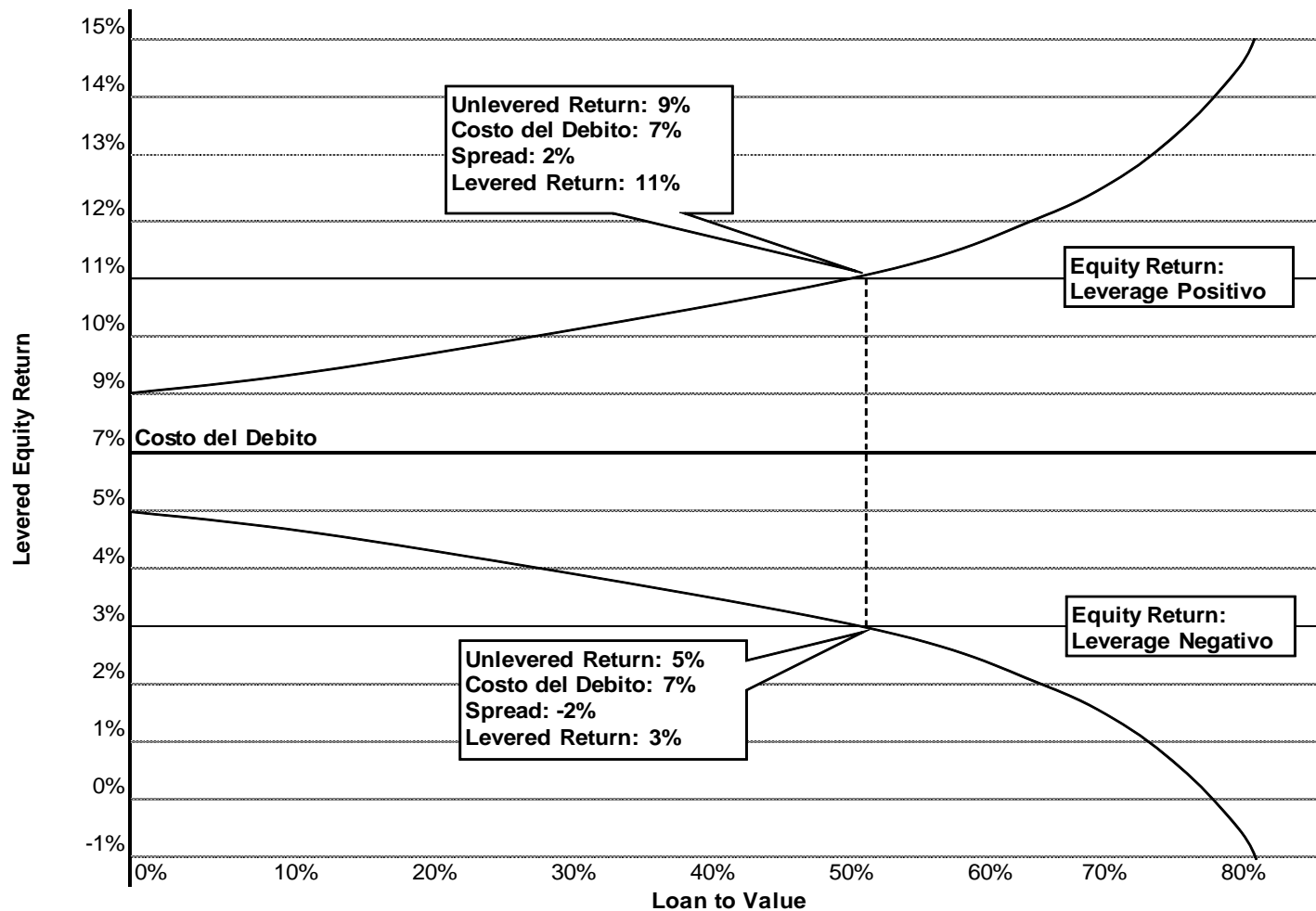
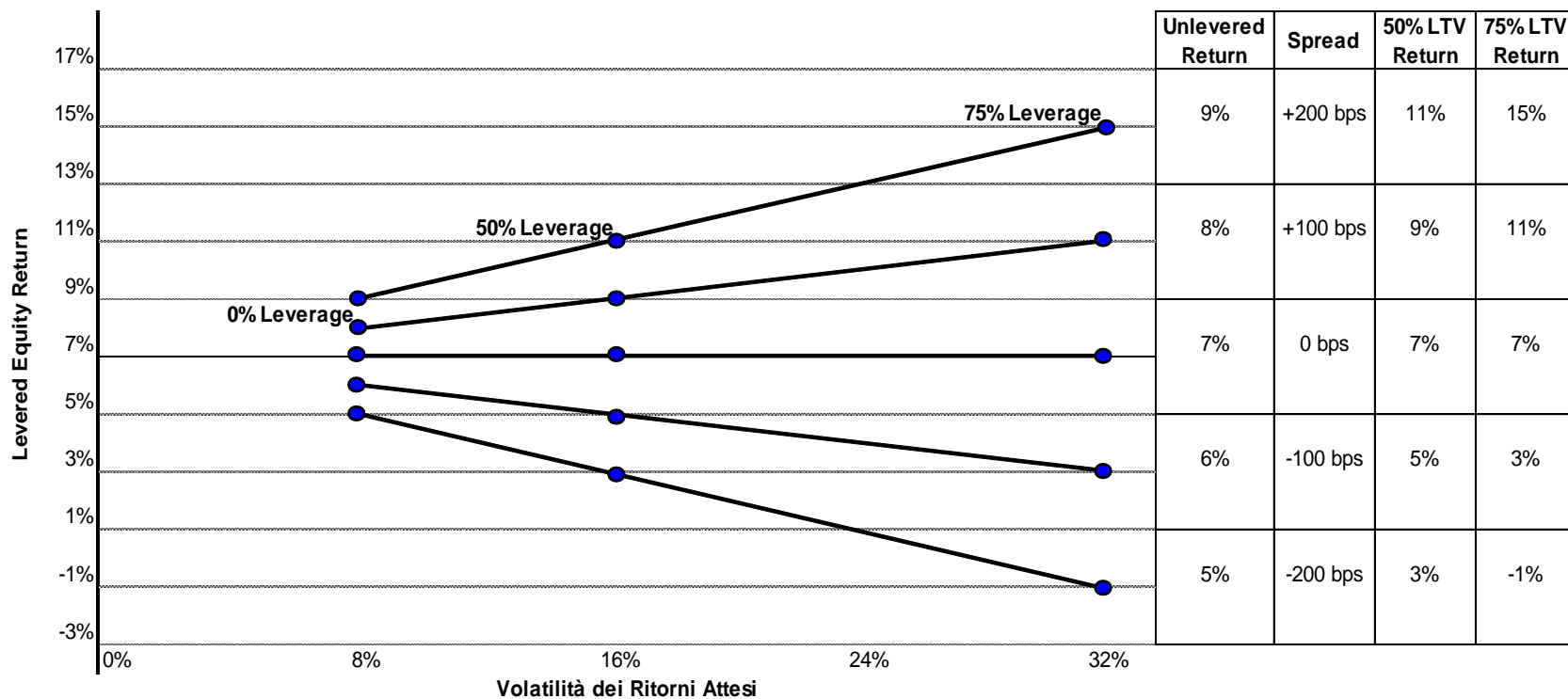


Figura 10.5, pag. 3, Finanziamento Immobiliare, G. Morri, A. Mazza, Egea 2010

Effetto dello spread

Spread e levered equity return



Nota: l'analisi considera un rischio unlevered dell'8% ed un costo del debito del 7% costante

Figura 10.6, pag. 323, Finanziamento Immobiliare, G. Morri, A. Mazza, Egea 2010

Quando si utilizza la leva finanziaria

Domande chiave:

- Qual è lo spread tra *unlevered total return* atteso e costo del debito?
 - se lo *spread* > 0 → rendimento ↑
- Lo spread è abbastanza ampio da compensare i rischi incrementali insiti nella leva finanziaria?
 - La leva ↑ la volatilità → lo *spread* deve compensare il debitore, dato il $>$ rischio
- Vi sono alternative per l'*equity* non immesso nel progetto?
 - Allocato in progetti alternativi con ritorni soddisfacenti (diversificazione portafoglio immobiliare)
- I flussi di cassa previsti sono sufficientemente crescenti e stabili?
 - *Total return* vs costo del debito
- Qual è il grado di certezza delle ipotesi alla base del piano di investimento?
 - Ritorni futuri incerti, la leva ↑ la volatilità → incertezza ha effetti profondi sia sul rendimento che sulla rischiosità

Elementi essenziali

- L'uso della leva può cambiare i ritorni sia positivamente che negativamente
- È necessaria un'analisi critica dello spread tra *l'unlevered total return* e il costo del debito
 - $spread > 0 \rightarrow$ il *leverage* beneficia l'investitore
 - $spread < 0 \rightarrow$ danno sui rendimenti per l'investitore
- La leva aumenta in ogni caso la volatilità del rendimento dell'investimento

Contatti

Giacomo Morri, *PhD*

SDA Professor Corporate Real Estate & Finance

Accounting, Control, Corporate Finance & Real Estate Department

SDA Bocconi School of Management

via Bocconi, 8

20136 Milan – Italy

giacomo.morri@sdabocconi.it

www.propertyfinance.it

www.sdabocconi.it/mre