

# **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

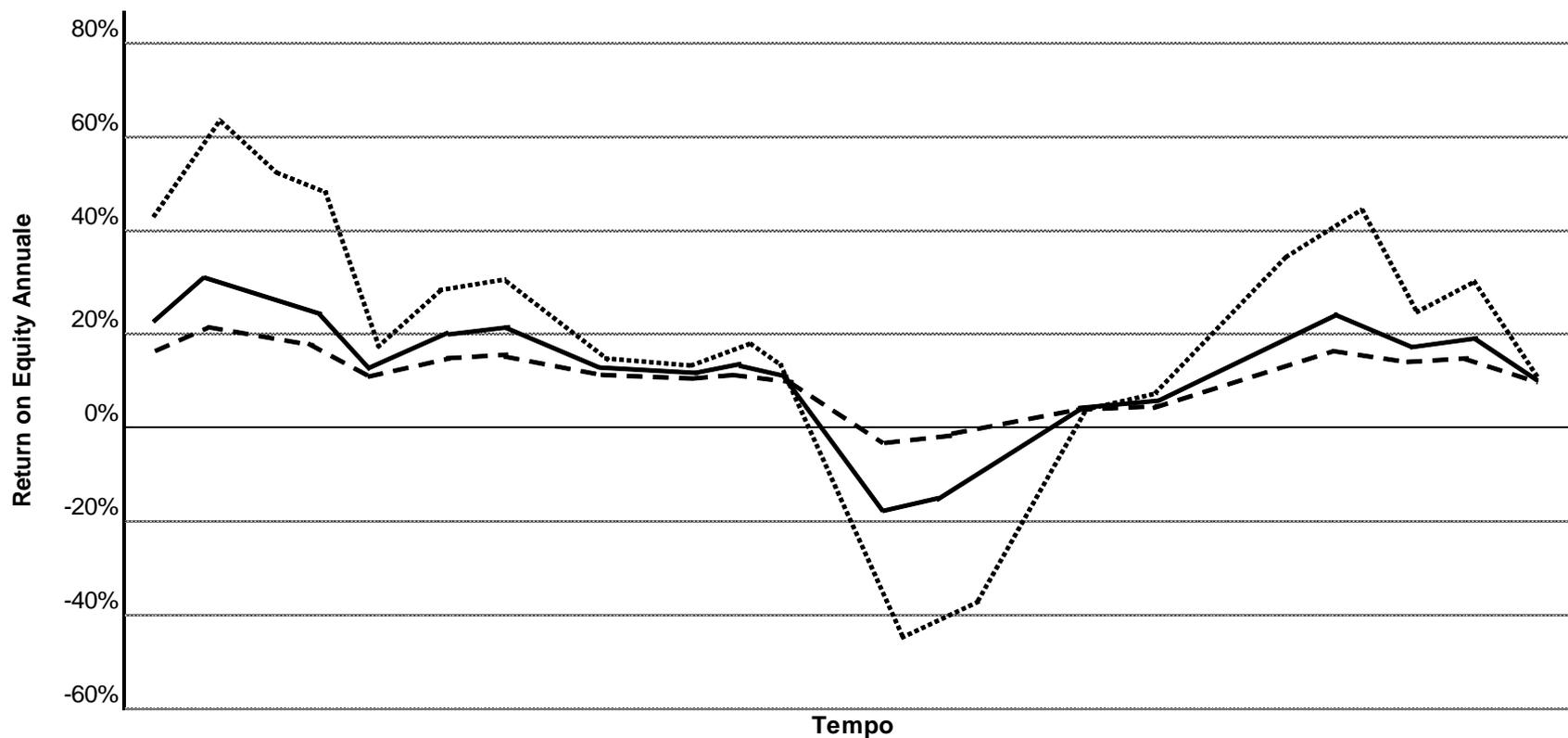
## Impatto della leva finanziaria sui rendimenti dell'investitore

	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 @ <b>50%</b>	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 @ <b>7%</b>	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%
<b>Total Return</b>	<b>9,00%</b>	<b>11,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>3,00%</b>

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

# Effetti dell'incremento della volatilità

Ritorni Levered / Unlevered



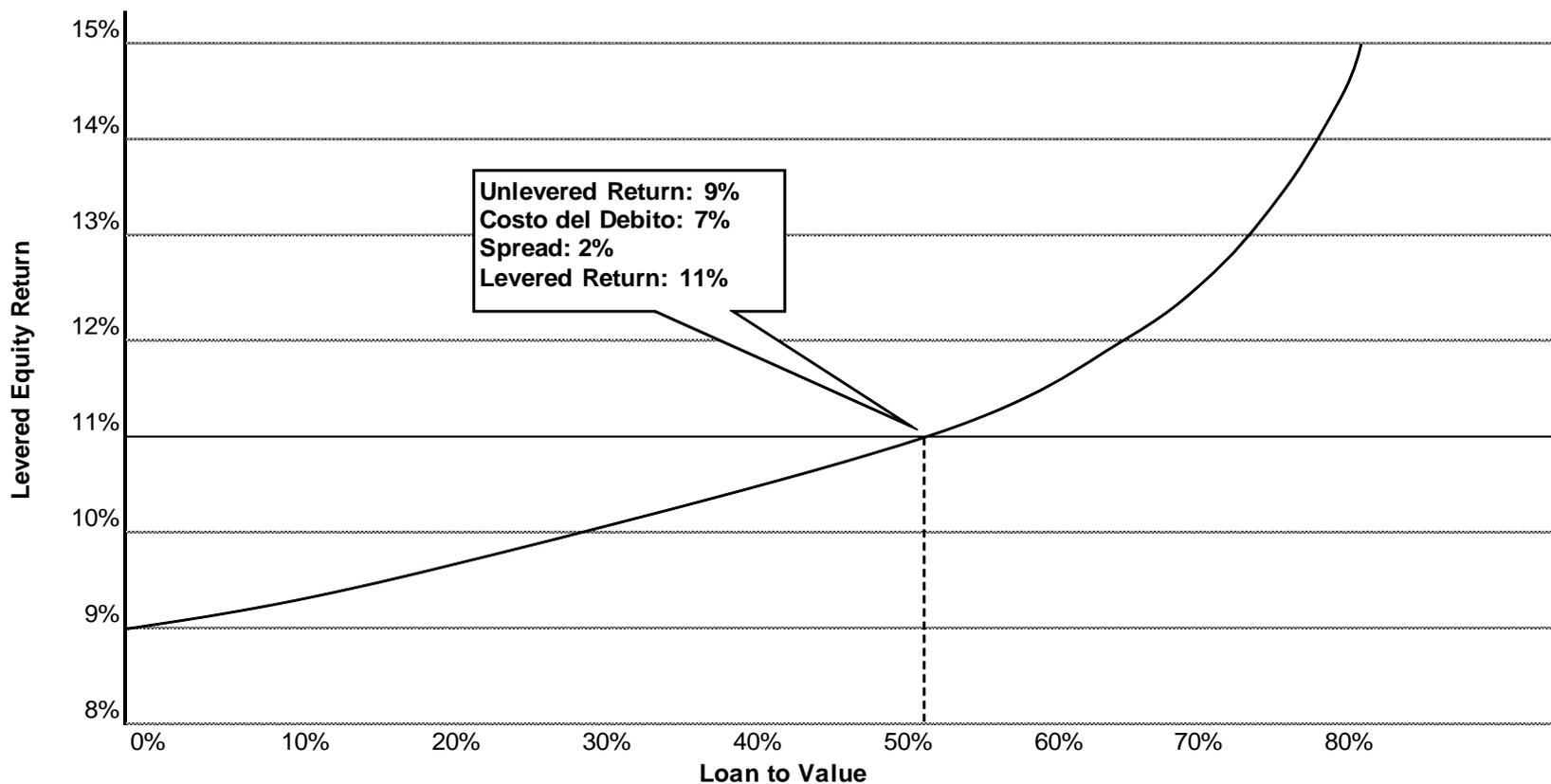
Nota: l'analisi considera un ritorno medio del 9,5% con una volatilità del 6,5% ed un costo del debito del 7% costante

- 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*

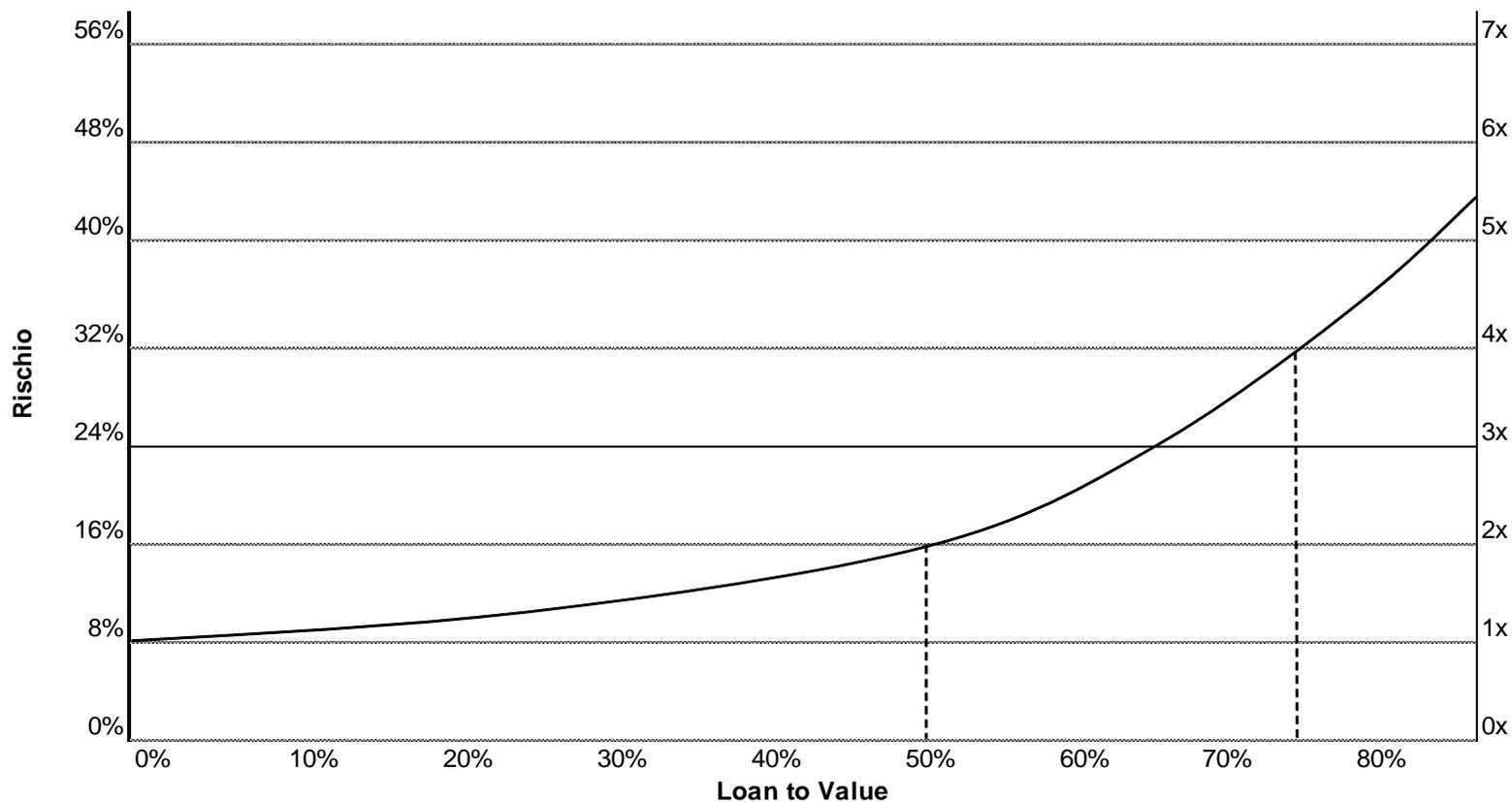


Nota: l'analisi considera un ritorno unlevered del 9% ed un costo del debito del 7% costante

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

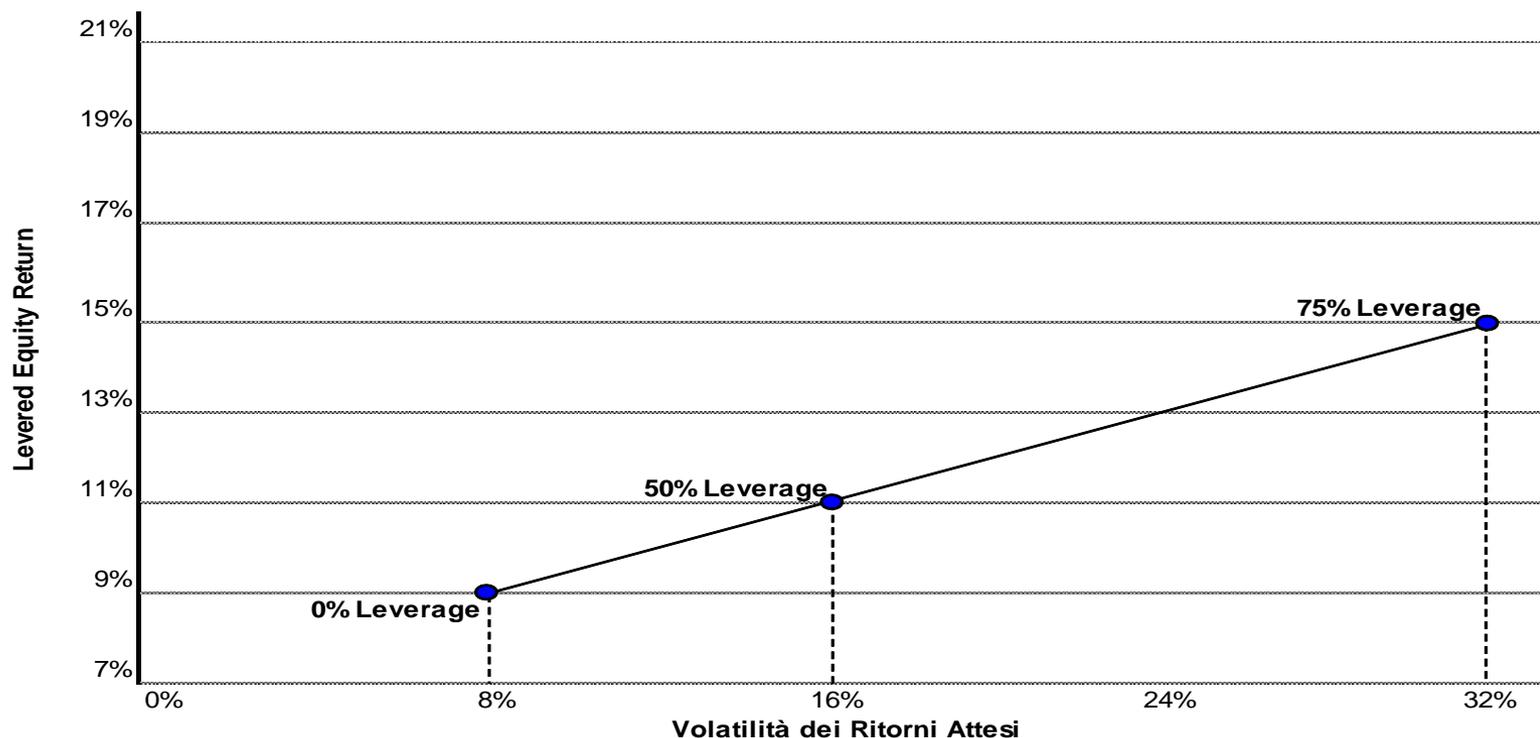


Nota: l'analisi considera un rischio unlevered dell'8% ed un costo del debito del 7% costante

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

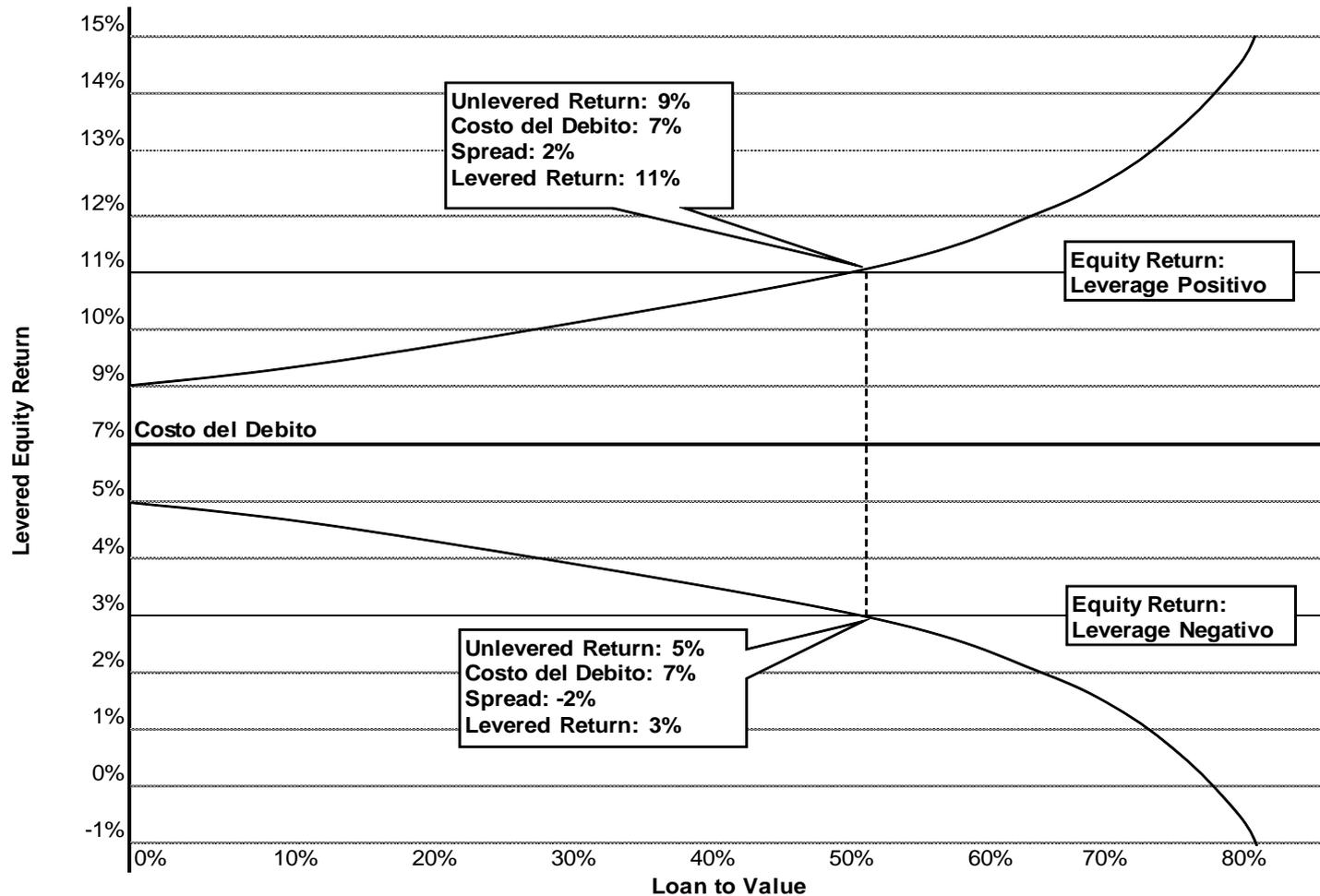
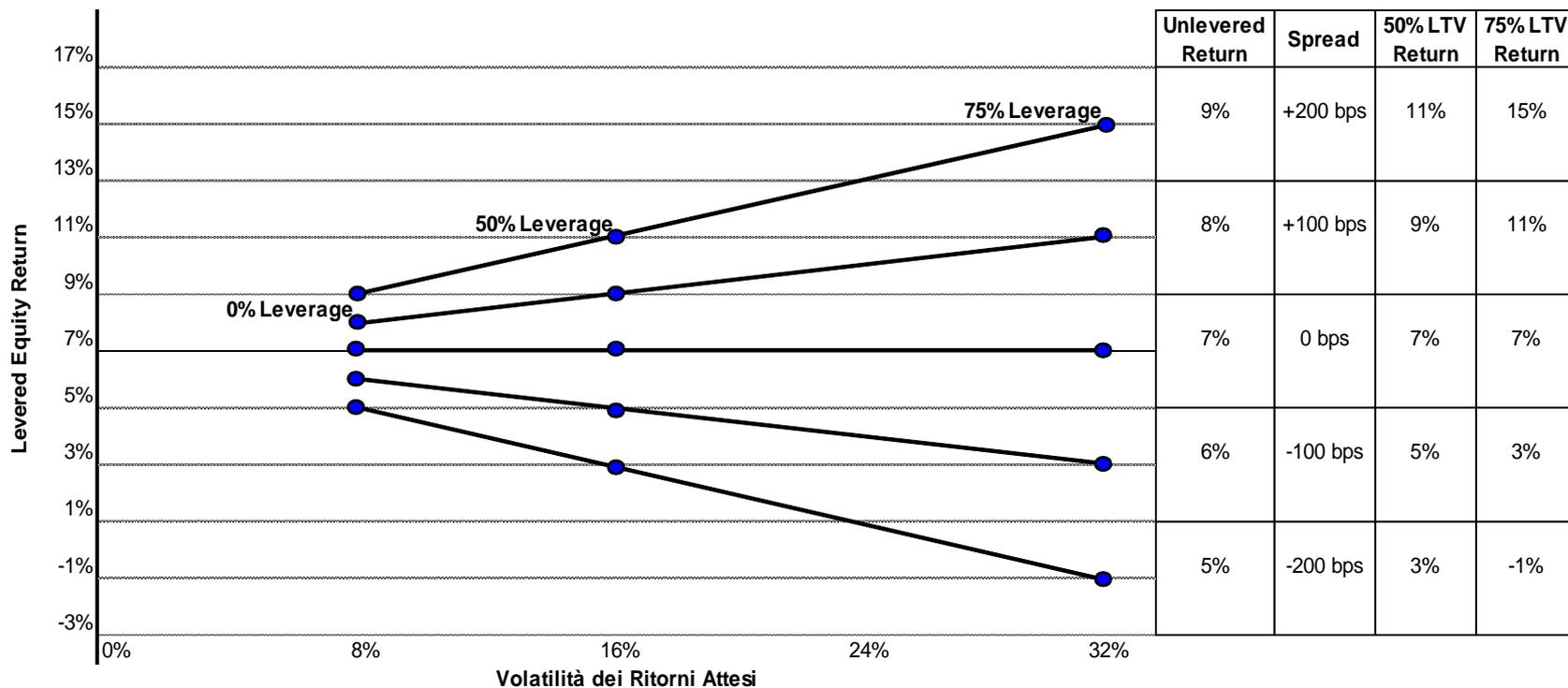


Figura 10.5, pag. 3, Finanziamento Immobiliare, G. Morri, A. Mazza, Egea 2010

# 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?
  - Allocated 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](mailto:giacomo.morri@sdabocconi.it)

[www.propertyfinance.it](http://www.propertyfinance.it)

[www.sdabocconi.it/mre](http://www.sdabocconi.it/mre)