

Finanziamento Immobiliare

Finanziamenti strutturati, leasing, mezzanine e NPL

Giacomo Morri – Antonio Mazza

Capitolo 5
**CASI DI FINANZIAMENTO IMMOBILIARE
STRUTTURATO**

Introduzione

- Per meglio comprendere il funzionamento di un finanziamento strutturato nel settore immobiliare si descrivono **tre casi di operazioni tipiche**:
 - un immobile locato a terzi
 - l'acquisto di un portafoglio immobiliare da frazionare
 - un'operazione di sviluppo residenziale

Per ciascuna operazione viene presentato **un esempio di possibile *term sheet*** relativo al finanziamento fondiario strutturato, con i commenti alle diverse voci, nonché **l'analisi economica condotta dalla banca finanziatrice** al fine di valutare la sostenibilità del finanziamento richiesto, alle condizioni proposte nel *term sheet*

Per semplicità si utilizzano **modelli** in cui si omettono tutte le considerazioni di tipo fiscale (imposta di registro e sui redditi) e si presenta **un prospetto dei flussi di cassa** estremamente semplificato (privo di conto economico e al lordo delle imposte): le medesime considerazioni rimangono valide applicando un modello economico più articolato

Caso 1: Finanziamento strutturato di un'operazione immobiliare a reddito

Strategia immobiliare: locare l'immobile per 5 anni e successiva vendita

Prezzo di acquisto dell'immobile	€ 71,000,000
IVA	€ 14,200,000
Canone di locazione annuale lordo	€ 5,112,000
Spese operative annuali	€ 255,600

- Canoni e spese operative crescono del 2% all'anno
- Valore di mercato = capitalizzazione del canone all'*entry yield*

Tabella 5.1, pag. 148, *Finanziamento Immobiliare*, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Elementi del contratto

- **Soggetto finanziato:** SPV s.r.l.
- **Banca finanziatrice:**
 - Linea Acquisizione: Banca Alpha
 - Linea IVA: Banca Alpha
- **Tipologia negozio**
 - Linea Acquisizione: Credito fondiario → rispetta il limite 80% di LTV
 - Linea IVA: Credito ordinario → supera il limite 80%, non godrà dei benefici previsti
- **Immobile cauzionale:** descrizione dettagliata
- **Durata:**
 - Linea Acquisizione: 5 anni dall'erogazione
 - Linea IVA: 3 anni dall'erogazione (non oltre la data del rimborso dell'IVA dall'Agenzia delle Entrate)

Flussi dell'operazione

Flussi	0	1	2	3	4	5
Ipotesi valore mercato immobile	71,000,000	72,420,000	73,868,400	75,345,768	76,852,683	78,389,737
Canone di locazione annuale lordo		5,112,000	5,214,240	5,318,525	5,424,895	5,533,393
Spese operative annuali		-255,600	-260,712	-265,926	-271,245	-276,670
Flusso Gestionale		4,856,400	4,953,528	5,052,599	5,153,651	5,256,724
Investimento	-71,000,000					
<i>Disinvestimento %</i>		<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>100%</i>
Disinvestimento	0	0	0	0	0	78,389,737
Flusso Immobiliare	-71,000,000	4,856,400	4,953,528	5,052,599	5,153,651	83,646,462
Posizione IVA						
IVA Periodo	-14,200,000	971,280	990,706	1,010,520	1,030,730	16,729,292
IVA Versata	0	0	0	0	1,030,730	16,729,292
Rimborso	0	0	0	11,227,495	0	0
<i>Flusso IVA</i>	<i>-14,200,000</i>	<i>971,280</i>	<i>990,706</i>	<i>12,238,014</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Flusso Operativo con IVA	-85,200,000	5,827,680	5,944,234	17,290,613	5,153,651	83,646,462

Tabella 5.2, pag. 149 , Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

L'importo

- **Linea Acquisizione** pari al minore tra i seguenti importi:
 - € 50.000.000
 - un importo che garantisca un LTV non superiore al 70%, calcolato sul Valore Commerciale dell'Immobile cauzionale, come identificato dal tecnico incaricato dalla Banca
 - un importo che garantisca un ICR non inferiore al 170%
- **Linea IVA** pari al minore fra i seguenti importi:
 - € 10.000.000
 - un importo pari al 100% dell'IVA connessa con l'acquisto dell'Immobile cauzionale

Finanziamento	Vincolo 1	Vincolo 2	Importo minimo tra
Importo Massimo			50,000,000
Vincolo LTV	70%		49,700,000
Vincolo ICR (OF Max = Flusso/ICR)	170%	2,856,706	95,223,529
Finanziamento ACQUISIZIONE			49,700,000
Importo Massimo			10,000,000
% massima IVA	100%		14,200,000
Finanziamento IVA			10,000,000

Tabella 5.3, pag. 151, Finanziamento Immobiliare, Morri G. Mazza A., Hoepli 2010

Elementi del contratto

- **Modalità di erogazione:**
 - Linea Acquisizione: unica soluzione, successiva alla stipula
 - Linea IVA: unica soluzione al verificarsi delle condizioni sospensive all'erogazione
- **Modalità di rimborso:**
 - Linea Acquisizione: unica soluzione al termine del contratto
 - Linea IVA: unica soluzione alla scadenza
- **Rimborso anticipato:** consentito ad ogni scadenza interessi con preavviso ≥ 1 mese
- **Margine:**
 - Linea Acquisizione:
 - 1,75% per anno sulla quota con LTV sotto il 60%
 - 2,25% per anno sulla quota con $60\% < LTV < 70\%$
 - Linea IVA: 2,00% per anno
- **Arrangement fee:** 1% dell'importo del finanziamento

Tassi di interesse e copertura del rischio

- **Linea Acquisizione e Linea IVA:** tasso variabile parametrato all'Euribor 12 mesi
- **Copertura del rischio di oscillazione del tasso di interesse:** il Soggetto finanziato si impegna, a proprie spese, a sottoscrivere un contratto di copertura del rischio di oscillazione del tasso di interesse che sia di gradimento della Banca; il tasso di copertura non potrà essere superiore, escluso il margine, al 3,00% nominale annuo; i diritti e i crediti connessi a tale contratto saranno ceduti alla Banca a titolo di garanzia

Copertura

Costo copertura Cap	1.25%
Euribor 12 mesi (tasso di mercato al momento dell'erogazione)	0.75%
Euribor 12 mesi (ipotesi di analisi cap)	3.00%

Linea

	Iniziale	cap
Tasso Finale Linea Acquisizione <LTV	2.50%	4.75%
Tasso Finale Linea Acquisizione >LTV	3.00%	5.25%
Tasso Finale Linea IVA	2.75%	5.00%

Tabella 5.4, pag. 155, *Finanziamento Immobiliare*, Morri G. Mazza A. , Hoepli 2010

Altri elementi

- **Garanzie** → funzione di copertura rischio di credito
- **Covenant finanziari:**
 - $LTV \leq 70\%$
 - $ICR \geq 170\%$
- **Impegni e obblighi:**
 - Astensione da operazioni societarie straordinarie
 - Sottoscrizione di altri finanziamenti
 - Costituzione o rilascio di garanzie reali o personali
- **Eventi risolutivi:** tipici per operazioni finanziarie della specie
- **Spese tecniche, legali e diverse:** a carico del Soggetto Finanziato il rimborso di tutte le spese vive
- **Trasferibilità:** possibilità di definire l'operazione in pool con altre banche mediante club deal o cedere a terzi attraverso cartolarizzazione

Operazione immobiliare a reddito: *linee di finanziamento*

Linea Acquisizione	0	1	2	3	4	5
<i>Finanziamento Iniziale</i>		49,700,000	49,700,000	49,700,000	49,700,000	49,700,000
Erogazione	49,700,000					
<i>Arrangement fee</i>	-497,000					
Costo <i>Upfront</i> copertura cap	-621,250					
Imposta sostitutiva	-124,250					
Rimborso	0	0	0	0	0	-49,700,000
<i>Finanziamento Finale</i>	49,700,000	49,700,000	49,700,000	49,700,000	49,700,000	0
<i>LTV</i>		69%	67%	66%	65%	63%
Interessi		-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250
Flusso Linea Acquisizione	48,457,500	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-52,309,250
Covenant ISCR		186.1%	189.8%	193.6%	197.5%	201.5%
<i>Check</i>		<i>OK</i>	<i>OK</i>	<i>OK</i>	<i>OK</i>	<i>OK</i>
<i>Yield on Debt</i>		9.8%	10.0%	10.2%	10.4%	
Linea IVA						
<i>Finanziamento Iniziale</i>		10,000,000	9,028,720	8,038,014	0	0
Erogazione	10,000,000					
<i>Arrangement fee</i>	-100,000					
Costo <i>Upfront</i> copertura cap	-125,000					
Imposta sostitutiva	-25,000					
Rimborso		-971,280	-990,706	-8,038,014	0	0
<i>Finanziamento Finale</i>	10,000,000	9,028,720	8,038,014	0	0	0
Interessi		-500,000	-451,436	-401,901	0	0
Flusso Linea IVA	9,750,000	-1,471,280	-1,442,142	-8,439,915	0	0

Operazione immobiliare a reddito: *sintesi flussi di cassa e linee di finanziamento*

Sintesi Flussi	0	1	2	3	4	5	IRR
Flusso Immobiliare	-71,000,000	4,856,400	4,953,528	5,052,599	5,153,651	83,646,462	8.84%
Flusso Operativo con IVA	-85,200,000	5,827,680	5,944,234	17,290,613	5,153,651	83,646,462	7.92%
Flusso Linea Acquisizione	48,457,500	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-52,309,250	5.84%
Flusso Linea IVA	9,750,000	-1,471,280	-1,442,142	-8,439,915	0	0	6.03%
Flusso Azionista	-26,992,500	1,747,150	1,892,842	6,241,448	2,544,401	31,337,212	11.92%

Caso 2: Finanziamento strutturato di un portafoglio immobiliare da frazionare

Descrizione dell'operazione oggetto di finanziamento:

Acquisizione portafoglio immobiliare a reddito con successiva vendita frazionata

- Canoni di locazione → pagamento interessi
- Vendita singoli immobili → rimborso del finanziamento
- Versamento 20% del prezzo al momento della firma, il rimanente al rogito

<u>Acquisizione Immobile</u>	<u>Prezzo</u>	<u>Canone di Locazione Netto</u>	<u>Valutazione</u>
Immobile 1		357,000	5,950,000
Immobile 2		536,400	8,940,000
Immobile 3		222,000	3,700,000
Immobile 4		1,068,000	17,800,000
Immobile 5		594,000	9,900,000
Portafoglio	39,000,000	2,777,400	46,290,000
IVA	7,800,000		

Tabella 5.6, pag. 164 , Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

<u>Periodo</u>	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>	<u>7</u>	<u>8</u>	<u>9</u>	<u>10</u>
Immobile 1	5,950,000	5,950,000	5,950,000	Venduto	Venduto	Venduto	Venduto	Venduto	Venduto	Venduto
Immobile 2	8,940,000	8,940,000	8,940,000	8,940,000	8,940,000	Venduto	Venduto	Venduto	Venduto	Venduto
Immobile 3	3,700,000	3,700,000	3,700,000	3,700,000	3,700,000	3,700,000	Venduto	Venduto	Venduto	Venduto
Immobile 4	17,800,000	17,800,000	17,800,000	17,800,000	17,800,000	17,800,000	17,800,000	Venduto	Venduto	Venduto
Immobile 5	9,900,000	9,900,000	9,900,000	9,900,000	9,900,000	9,900,000	9,900,000	9,900,000	9,900,000	Venduto
Portafoglio	46,290,000	46,290,000	46,290,000	40,340,000	40,340,000	31,400,000	27,700,000	9,900,000	9,900,000	0

Tabella 5.8, pag. 166 , Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Elementi del contratto

- **Soggetto finanziato:** Società Gamma s.r.l.
- **Banca finanziatrice:** Banca Alpha e Banca Beta con quote paritetiche
- **Banca agente:** Banca Alpha
 - Finanziamento concesso in *pool (club deal)* da due banche
- **Tipologia negozio:** Credito fondiario
- **Struttura:**
 - Linea A1, A2, A3: a medio termine a fronte di parte del prezzo netto di acquisto Immobili
 - Linea B: a medio termine a fronte dell'IVA sul prezzo di acquisto degli Immobili
- **Immobile da ipotecare:** compendi immobiliari (allegata descrizione dettagliata)
- **Modalità di erogazione:**
 - Linee A1, A2, A3, B: in una o più soluzioni all'atto del pagamento del prezzo di acquisto degli Immobili Cauzionali e dell'IVA corrispondente

- **Durata di tutte le linee:** 3 anni

Importo del finanziamento

Linea Acquisizione	0	1	2	3	4	5
<i>Finanziamento Iniziale</i>		49,700,000	49,700,000	49,700,000	49,700,000	49,700,000
Erogazione	49,700,000					
<i>Arrangement fee</i>	-497,000					
Costo <i>Upfront</i> copertura cap	-621,250					
Imposta sostitutiva	-124,250					
Rimborso	0	0	0	0	0	-49,700,000
<i>Finanziamento Finale</i>	49,700,000	49,700,000	49,700,000	49,700,000	49,700,000	0
<i>LTV</i>		69%	67%	66%	65%	63%
Interessi		-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250
Flusso Linea Acquisizione	48,457,500	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-2,609,250	-52,309,250
Covenant ISCR		186.1%	189.8%	193.6%	197.5%	201.5%
<i>Check</i>		OK	OK	OK	OK	OK
<i>Yield on Debt</i>		9.8%	10.0%	10.2%	10.4%	
Linea IVA						
<i>Finanziamento Iniziale</i>		10,000,000	9,028,720	8,038,014	0	0
Erogazione	10,000,000					
<i>Arrangement fee</i>	-100,000					
Costo <i>Upfront</i> copertura cap	-125,000					
Imposta sostitutiva	-25,000					
Rimborso		-971,280	-990,706	-8,038,014	0	0
<i>Finanziamento Finale</i>	10,000,000	9,028,720	8,038,014	0	0	0
Interessi		-500,000	-451,436	-401,901	0	0
Flusso Linea IVA	9,750,000	-1,471,280	-1,442,142	-8,439,915	0	0

Tabella 5.5, pag. 163, *Finanziamento Immobiliare*, Morri G. Mazza A. , Hoepli 2010

Allocated Loan Amount

Il rimborso del finanziamento avverrà in corrispondenza dei rogiti di vendita delle singole unità immobiliari. In particolare, a fronte di ciascuna vendita frazionata, il Soggetto finanziato dovrà rimborsare almeno il 120% dell'ammontare del finanziamento allocato sulla corrispondente unità secondo un criterio da concordare fra Banca e il Soggetto finanziato. Si costruisce una tabella ALA (*Allocated Loan Amount*) in cui si attribuisce una quantità di debito a ciascun immobile e tale importo dovrà essere restituito al momento della vendita.

	Valutazione		% Valore	ALA	Release Pricing						
Immobile 1	5,950,000		13%	3,856,124	4,627,349						
Immobile 2	8,940,000		19%	5,793,908	6,952,690						
Immobile 3	3,700,000		8%	2,397,926	2,877,511						
Immobile 4	17,800,000		38%	11,535,969	13,843,163						
Immobile 5	9,900,000		21%	6,416,073	7,699,287						
Portafoglio	46,290,000		100%	30,000,000	36,000,000						
<i>Release price</i>	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Immobile 1	0	0	0	0	4,627,349	0	0	0	0	0	0
Immobile 2	0	0	0	0	0	0	6,952,690	0	0	0	0
Immobile 3	0	0	0	0	0	0	0	2,877,511	0	0	0
Immobile 4	0	0	0	0	0	0	0	0	13,843,163	0	0
Immobile 5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,699,287
Rimborso	0	0	0	0	4,627,349	0	6,952,690	2,877,511	13,843,163	0	1,699,287

Tabella 5.11-5.12, pag. 171, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Elementi del contratto

- **Modalità di rimborso:**
 - Linea A1, A2, A3: entro 3 anni dalla stipula con imputazione proventi della vendita degli immobili o unica soluzione allo scadere dei 3 anni
 - Linea IVA: unica soluzione alla scadenza
- **Rimborso anticipato:** consentito ad ogni scadenza interessi con preavviso \geq 1 mese
- **Margine:**
 - Linea A1: 2,00%
 - Linea A2: 2,50%
 - Linea A3: 3,00%
 - Linea B: 2,00%
- **Periodicità:** trimestrale posticipate
- **Commissioni di organizzazione e sottoscrizione :** 1,20% dell'Importo del Finanziamento
- **Commissione gestione finanziamento Banca Agente:** €30.000

Tassi di interesse

- Per tutte le **Linee del finanziamento**, tasso variabile su base Euribor a 3 mesi, oltre al margine di intermediazione in favore della Banca. Il Soggetto finanziato dovrà adottare una copertura dal rischio di tasso ritenuta adeguata dalla Banca

- Margine**

- *Linee A1: 2,00%*
- *Linee A2: 2,50%*
- *Linee A3: 3,00%*
- *Linee B: 2,00%*

Oneri finanziari	A1	A2	A3	IVA
Euribor 3 M (ipotesi massimo)	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Margine	2.00%	2.50%	3.00%	2.00%
Tasso annuale	4.50%	5.00%	5.50%	4.50%
Tasso trimestrale	1.11%	1.23%	1.35%	1.11%
Interessi annuali (iniziale)	450,000	500,000	550,000	351,000

Tabella 5.13, pag. 173 , Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

- I margini sono diversi poiché le Linee hanno profili di rischio differenti. La banca, inoltre, potrebbe richiedere la sottoscrizione di un contratto di copertura *cap* per tutelarsi dal rischio che un incremento dei tassi porti alla non sostenibilità del pagamento degli oneri finanziari
- L'analisi di sostenibilità finanziaria è condotta ipotizzando già un valore dell'Euribor (2,50%) più elevato rispetto alle condizioni di mercato al momento della concessione del finanziamento (es. 0,70%)
- Considerato il breve orizzonte temporale si è scelto di non adottare una copertura sul tasso

Elementi del contratto

- **Covenant finanziari:**
 - $LTV \leq 70\%$
 - $ICR \geq 150\%$
 - Consegna del bilancio entro 30 giorni
 - Consegna con cadenza semestrale della situazione contabile
 - Consegna alla banca con cadenza trimestrale di una relazione sull'andamento della commercializzazione degli immobili
 - Impegno a sostenere qualsiasi onere
 - Impegno a informare la banca di qualsiasi evento con possibile effetto negativo sulle capacità del Soggetto finanziato
 - diritto della banca a visitare gli Immobili Cauzionali almeno una volta a trimestre
- **Sindacazione:** facoltà della banca di costituire un *pool* di banche per l'erogazione del finanziamento, di sindacare l'operazione anche dopo la sua definizione

Le linee di finanziamento

Linea A1	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Totale
<i>Finanziamento Iniziale</i>	0	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	1,699,287	1,699,287	0
Erogazione	10,000,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10,000,000
Arrangement fee	-120,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-120,000
Imposta sostitutiva	-25,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-25,000
Rimborso	0	0	0	0	0	0	0	-8,300,713	0	-1,699,287	-10,000,000
<i>Finanziamento Finale</i>	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	1,699,287	1,699,287	0	0
Interessi	-110,650	-110,650	-110,650	-110,650	-110,650	-110,650	-110,650	-18,803	-18,803	-0	-812,155
Flusso Linea A1	9,769,350	-110,650	-110,650	-110,650	-110,650	-110,650	-110,650	-8,319,515	-18,803	-1,699,287	-932,155
Linea A2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Totale
<i>Finanziamento Iniziale</i>	0	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	8,419,961	5,542,450	0	0	0
Erogazione	10,000,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10,000,000
Arrangement fee	-120,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-120,000
Imposta sostitutiva	-25,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-25,000
Rimborso	0	0	0	0	0	-1,580,039	-2,877,511	-5,542,450	0	0	-10,000,000
<i>Finanziamento Finale</i>	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	8,419,961	5,542,450	0	0	0	0
Interessi	-122,722	-122,722	-122,722	-122,722	-122,722	-103,332	-68,018	0	0	0	-784,962
Flusso Linea A2	9,757,278	-122,722	-122,722	-122,722	-122,722	-1,683,371	-2,945,530	-5,542,450	0	0	-904,962
Linea A3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Totale
<i>Finanziamento Iniziale</i>	0	10,000,000	10,000,000	10,000,000	5,372,651	5,372,651	0	0	0	0	0
Erogazione	10,000,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10,000,000
Arrangement fee	-120,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-120,000
Imposta sostitutiva	-25,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-25,000
Rimborso	0	0	0	-4,627,349	0	-5,372,651	0	0	0	0	-10,000,000
<i>Finanziamento Finale</i>	10,000,000	10,000,000	10,000,000	5,372,651	5,372,651	0	0	0	0	0	0
Interessi	-134,752	-134,752	-134,752	-72,397	-72,397	0	0	0	0	0	-549,050
Flusso Linea A3	9,745,248	-134,752	-134,752	-4,699,747	-72,397	-5,372,651	0	0	0	0	-669,050

Tabella 5.14, pag. 177 , Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Sintesi flussi di cassa e linee di finanziamento

Sintesi Linea Acquisizione	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Totale		
Erogazione	30,000,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30,000,000		
Rimborso	0	0	0	-4,627,349	0	-6,952,690	-2,877,511	-13,843,163	0	-1,699,287	-30,000,000		
Finanziamento Finale	30,000,000	30,000,000	30,000,000	25,372,651	25,372,651	18,419,961	15,542,450	1,699,287	1,699,287	0	30,000,000		
Valore Portafoglio	46,290,000	46,290,000	46,290,000	40,340,000	40,340,000	31,400,000	27,700,000	9,900,000	9,900,000	0	0		
LTV	65%	65%	65%	63%	63%	59%	56%	17%	17%		64.8%		
Covenant Test	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	0.0%		
Oneri Finanziari	-368,124	-368,124	-368,124	-305,770	-305,770	-213,982	-178,668	-18,803	-18,803	0	-2,146,166		
Canone	694,350	697,822	701,311	614,222	617,293	482,893	428,122	153,776	154,545	0	4,544,334		
ICR	189%	190%	191%	201%	202%	226%	240%	818%	822%		188.6%		
Covenant Test	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	0.0%		
Arrangement fee	-360,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-360,000		
Imposta sostitutiva	-75,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-75,000		
Commissione Gestione	-7,500	-7,500	-7,500	-7,500	-7,500	-7,500	-7,500	-7,500	-7,500	-7,500	-67,500		
Flusso Linea Acquisizione	29,189,376	-375,624	-375,624	-4,940,619	-313,270	-7,174,171	-3,063,679	-13,869,465	-26,303	-1,699,287	-2,648,666		
Linea IVA													
Finanziamento Iniziale	0	7,661,130	7,521,566	7,381,303	6,068,459	5,945,000	4,060,422	3,234,797	0	0	41,872,678		
Erogazione	7,661,130	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7,661,130		
Arrangement fee	-91,934	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-91,934		
Imposta sostitutiva	-19,153	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-19,153		
Rimborso	0	-139,564	-140,262	-1,312,844	-123,459	-1,884,579	-825,624	-3,234,797	0	0	-7,661,130		
Finanziamento Finale	7,661,130	7,521,566	7,381,303	6,068,459	5,945,000	4,060,422	3,234,797	0	0	0	41,872,678		
Interessi	0	-84,770	-83,226	-81,674	-67,147	-65,781	-44,929	-35,793	0	0	-463,321		
Flusso Linea IVA	7,569,196	-224,335	-223,488	-1,394,518	-190,606	-1,950,360	-870,553	-3,270,590	0	0	-555,254		
Sintesi flussi													
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Totale	IRR Annuo
Flusso Immobiliare	-7,800,000	-30,505,650	697,822	701,311	6,564,222	617,293	9,422,893	4,128,122	17,953,776	154,545	9,900,000	11,834,334	18.50%
Flusso Operativo con IVA	-7,800,000	-38,166,780	837,386	841,573	7,877,066	740,752	11,307,472	4,953,746	21,188,574	154,545	9,900,000	11,834,334	15.86%
Flusso Linea Acquisizione	0	29,189,376	-375,624	-375,624	-4,940,619	-313,270	-7,174,171	-3,063,679	-13,869,465	-26,303	-1,699,287	-2,648,666	6.22%
Flusso Linea IVA	0	7,569,196	-224,335	-223,488	-1,394,518	-190,606	-1,950,360	-870,553	-3,270,590	0	0	-555,254	5.45%
Flusso Azionista	-7,800,000	-1,408,208	237,427	242,461	1,541,929	236,876	2,182,941	1,019,514	4,048,518	128,242	8,200,713	8,630,413	40.79%

Caso 3: Finanziamento di un progetto di sviluppo immobiliare

Descrizione del finanziamento:

- Scopo: sostenere costi di costruzione
- Operazione immobiliare: sviluppo di appartamenti destinati ad abitazione principale (IVA 4%), venduti con anticipo 20% al contratto preliminare
- Rimborso IVA nel trimestre di completamento delle vendite
- finanziamento bancario sui costi di costruzione e sull'IVA (10%)

<i>Timing</i>	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Acquisizione Area %	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Valore di Mercato	0%	0%	10%	20%	20%	20%	20%	10%	0%	0%	0%	
LTV	0%	0%	0%	0%	10%	20%	20%	25%	25%	0%	0%	
Rogito %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	50%	
Flussi	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Totale
Acquisizione Area	-12,000,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-12,000,000
Costruzione	0	0	-3,000,000	-6,000,000	-6,000,000	-6,000,000	-6,000,000	-3,000,000	0	0	0	-30,000,000
Preliminare	0	0	0	0	1,100,000	2,200,000	2,200,000	2,750,000	2,750,000	0	0	11,000,000
Rogito	0	0	0	0	0	0	0	0	0	22,000,000	22,000,000	44,000,000
Flusso Immobiliare	-12,000,000	0	-3,000,000	-6,000,000	-4,900,000	-3,800,000	-3,800,000	-250,000	2,750,000	22,000,000	22,000,000	13,000,000
<i>IVA Periodo</i>	0	0	-300,000	-600,000	-556,000	-512,000	-512,000	-190,000	110,000	880,000	880,000	-800,000
<i>IVA Versata</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Rimborso Iva</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	800,000	800,000
Flusso IVA	0	0	-300,000	-600,000	-556,000	-512,000	-512,000	-190,000	110,000	880,000	1,680,000	0
Flusso Operativo con IVA	-12,000,000	0	-3,300,000	-6,600,000	-5,456,000	-4,312,000	-4,312,000	-440,000	2,860,000	22,880,000	23,680,000	13,000,000

Tabella 5.17, pag.181 , Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Elementi del contratto

- **Tipologia finanziamento:** Finanziamento fondiario- edilizio
- **Importo e scopo:**
 - Linea Principale: € 35 milioni; 100% costi di costruzione suddetti; 60% valore dell’Immobile Cauzionale
 - Linea IVA: € 3,5 milioni; 100% dell’IVA relativa al costo di costruzione
 - Linea Fideiussioni: € 12 milioni; 100% anticipi/caparre confirmatorie ricevute dagli acquirenti finali
- **Modalità di erogazione:**
 - Linea Principale: in più tranches di importo unitario ≥ 500.000 con frequenza non inferiore al mese
 - Linea IVA: a tranches, in corrispondenza delle erogazioni della Linea Principale
 - Linea Fideiussione: a tranches, a fronte del deposito su conto vincolato dei corrispondenti anticipi/caparre degli acquirenti finali
- **Durata:** 3 anni

Tassi di interesse

Tasso di interesse: variabile (Euribor 3 mesi) + margine di intermediazione, liquidazione trimestrale posticipata.

Margine di intermediazione

Linea Principale

- 2,50% su base annua durante la fase di costruzione
- 1,75% su base annua a costruzione completata

Linea IVA

- 2,00% su base annua

Tassi	Costruzioni ompleta	IVA	Fidejussioni	
Margine	2,50%	1,75%	2,00%	1,00%
Euribor 3 M	2,50%	2,50%	2,50%	
Tasso Finale annuale	5,00%	4,25%	4,50%	1,00%
<i>Tasso Finale trimestrale</i>	<i>1,23%</i>	<i>1,05%</i>	<i>1,11%</i>	<i>0,25%</i>

Tabella 5.19, pag. 186 , Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

L'intera analisi viene condotta ipotizzando un tasso Euribor più elevato (2,50%) rispetto a quello in essere al momento del finanziamento (0,70%) in quanto si intende testare la sostenibilità finanziaria del progetto anche nel caso di un aumento dei tassi. Il test potrebbe essere ripetuto anche con diverse ipotesi di tasso base. I tassi utilizzati nei calcoli sono convertiti su base trimestrale.

Elementi del contratto

- **Modalità di rimborso:** unica soluzione alla scadenza o in corrispondenza dei rogiti di vendita delle unità immobiliari realizzate
- **Rimborso anticipato:** consentito ad ogni scadenza interessi trimestrale con preavviso ≥ 30 gg
- **Margine:**
 - Linea Principale:
 - 2,50% su base annua durante la costruzione
 - 1,75% su base annua a costruzione completa
 - Linea IVA: 2,00% su base annua
 - Linea Fideiussioni: 1,00% su base annua con liquidazione trimestrale anticipataPeriodicità: trimestrale posticipate
- **Commitment fee:** 1,00 % dell'Importo del residuo da erogare di Linea Principale e Linea IVA
- **Spese di strutturazione del Finanziamento:** 1,00% dell'importo oggetto di finanziamento
- **Altre spese:** a carico del Soggetto Finanziato tutte le spese vive

Elementi del contratto

- **Covenant:**
 - $LTV \leq 60\%$
 - Impegno del S.f. a non concedere a terzi diritti reali sui beni
 - Impegno del S.f. a mantenere inalterata l'attuale compagine sociale
 - Consegna con cadenza semestrale della situazione contabile aggiornata
 - Consegna alla banca con cadenza mensile copia degli estratti conto di tutti i c.c.b. vincolati a favore della Banca
 - Consegna con cadenza annuale, entro 30 gg dall'approvazione, del proprio bilancio e delle società controllanti e del gruppo di appartenenza
 - Il diritto della banca di visitare gli Immobili Cauzionali almeno una volta l'anno
- **Condizioni sospensive:**
 - alla stipula del contratto
 - all'erogazione del finanziamento

Sintesi flussi di cassa e linee di finanziamento

Flussi	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Totale	IRR Annuo
Flusso Immobiliare	-12,000,000	0	-3,000,000	-6,000,000	-4,900,000	-3,800,000	-3,800,000	-250,000	2,750,000	22,000,000	22,000,000	13,000,000	20.68%
Flusso Operativo con IVA	-12,000,000	0	-3,300,000	-6,600,000	-5,456,000	-4,312,000	-4,312,000	-440,000	2,860,000	22,880,000	23,680,000	13,000,000	19.63%
Flusso Linea Costruzione	0	0	2,663,183	5,837,246	5,778,556	5,719,867	5,661,178	2,631,833	-313,792	-18,125,517	-12,000,000	-2,147,446	6.14%
Flusso Linea IVA	0	0	270,000	596,681	546,042	495,889	490,224	162,559	-139,544	-908,326	-1,698,589	-185,065	5.45%
Flusso Linea Fideiussioni	0	0	0	0	-2,740	-8,219	-13,699	-20,548	-27,397	-13,699	0	-86,302	
Flusso Levered pre vincolo	-12,000,000	0	-366,817	-166,074	865,858	1,895,537	1,825,703	2,333,844	2,379,267	3,832,458	9,981,411	10,581,187	35.05%
<i>Conto vincolato Iniziale</i>	0	0	0	0	0	865,858	2,766,757	4,609,592	6,971,980	9,394,419	13,285,049	37,893,654	
Versamento	0	0	0	0	865,858	1,895,537	1,825,703	2,333,844	2,379,267	3,832,458	0	13,132,667	
Interessi	0	0	0	0	0	5,362	17,132	28,544	43,172	58,173	82,264	234,647	
Prelievo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	13,367,313	13,367,313	
<i>Conto vincolato Finale</i>	0	0	0	0	865,858	2,766,757	4,609,592	6,971,980	9,394,419	13,285,049	-0	13,285,049	
Flusso Levered Libero Azionista	-12,000,000	0	-366,817	-166,074	0	0	0	0	0	0	23,348,724	10,815,834	28.55%

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Totale
Debito	0	3,000,000	9,000,000	15,000,000	21,000,000	27,000,000	30,000,000	30,000,000	12,000,000	30,000,000
Valore di Mercato	12,000,000	16,000,000	23,100,000	30,500,000	37,900,000	45,300,000	52,000,000	55,000,000	27,500,000	55,000,000
LTV		18.75%	38.96%	49.18%	55.41%	59.60%	57.69%	54.55%	43.64%	59.60%
<i>Covenant Test</i>		<i>OK</i>								

Tabella 5.21, pag. 194, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Contatti

Giacomo Morri, *PhD*

SDA Professor & Director Master in Real Estate

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

www.eres2010.org