

# **Finanziamento Immobiliare**

***Finanziamenti strutturati, leasing, mezzanine e NPL***

***Giacomo Morri – Antonio Mazza***

***Capitolo 9***

***LE FORME IBRIDE DI FINANZIAMENTO***

## Descrizione

- *Mezzanine* → strumenti finanziari flessibili con caratteristiche differenti, combinati per adattarsi alle esigenze del finanziamento
  - *mezzanine debt financing*: prevale componente di debito
  - *preferred equity*: prevale componente di capitale proprio → partecipazione al rischio

### ESEMPIO

Diverse opzioni di struttura finanziaria:

- *Unlevered: equity* con rendimento del 15% (solo rischio operativo)
  - Tradizionale: debito *senior* ed *equity* con rendimento del 24%
  - *Mezzanine*: debito *senior* (al 6%), *mezzanine* nella forma di *junior debt* ed *equity* con rendimento atteso del 40%
- ↓ fabbisogno di *equity* nel progetto
  - ↓ Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

## Effetti di diverse strutture finanziarie

	<i>Unlevered</i>	<i>Tradizionale</i>	<i>Mezzanine</i>
Flusso di cassa	€ 700	€ 700	€ 700
Investimento iniziale	€ 10.000	€ 10.000	€ 10.000
Investimento <i>capex</i>	€ 3.000	€ 3.000	€ 3.000
Flusso di Progetto	€ 1.100	€ 1.100	€ 1.100
70% Debito		€ 7.000	€ 7.000
Costo del Debito		6,00%	6,00%
20% <i>Mezzanine</i>			€ 2.000
Costo del <i>Mezzanine</i>			10,00%
90% <i>Mezzanine Capex</i>			€ 2.700
<i>Mezzanine Cost</i>			10,00%
<i>Equity</i> (iniziale)	€ 10.000	€ 3.000	€ 1.000
<i>Equity</i> (post <i>capex</i> )	€ 13.000	€ 6.000	€ 1.300
Utile (iniziale)	€ 700	€ 280	€ 80
Utile (post <i>capex</i> )	€ 1.100	€ 680	€ 480
Rendimento iniziale	7,00%	9,33%	8,00%
Rendimento post <i>capex</i>	8,46%	11,33%	36,92%

Tabella 9.2, pag. 293, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

# Modalità di costruzione e costo del *mezzanine finance*

- Il rendimento atteso è funzione della composizione dello stesso nei due elementi:
  - debito subordinato
  - *equity kicker*

> tasso sul debito < rendimento *equity kicker*
- Combina caratteristiche di debito e di *equity*:
  - costo > rispetto a un finanziamento bancario *senior*
  - costo < al rendimento atteso dagli azionisti
  - *Mezzanine* con enfasi sulla prima componente (interessi sul debito) → assimilato al debito
  - *Mezzanine* con enfasi sulla componente *equity kicker* → assimilata a una forma di *equity*

# Componente debito

- Finanziamento strutturato, a medio-lungo termine subordinato ai finanziamenti *senior*, nel pagamento di interessi e rimborso - privilegiato solo all'*equity*
- Modalità di strutturazione
  - finanziamento bancario
  - obbligazioni
- Diverse forme di componente di debito
  - *Zero coupon bond*
  - *Stepped interest*
  - *Roll up*
  - *Payment in kind debt (PIK)*
- Obbligazioni utilizzabili
  - Non convertibili → *equity kicker* abbinato
  - Convertibili
  - *Cum warrant* } Meccanismo di conversione in *equity*

# Equity kicker

- Attraverso *l'equity kicker* il finanziatore può godere di eventuali apprezzamenti del valore di mercato dell'*equity* dell'operazione finanziata
  - Agevolazione del finanziamento attraverso l'assegnazione di una quota di partecipazione ai risultati economici
- Il finanziatore corre un rischio comparabile a quello del capitale degli azionisti → si aspetta un ritorno commisurato a ROE o IRR dell'investimento finanziato
  - In forma diretta → cessione pacchetto di azioni ordinarie/privilegiate
  - Indirettamente → assegnazione di *warrant* o *call* sui titoli rappresentativi del capitale della società finanziata
- Kicker più comuni:
  - *Warrant*: scadenza lunga, spesso + *put*
  - Opzioni *call* sui titoli azionari della società finanziata
  - Azioni privilegiate convertibili in azioni ordinarie
  - *Back-end fee*, pagate quando la componente di debito è stata rimborsata

# I covenant in un mezzanine

Accordi, restrizioni e vincoli imposti al finanziato da parte sia di finanziatori *senior* e *mezzanine* → impedire al finanziato azioni che porterebbero a una variazione della situazione finanziaria al momento del finanziamento

- Due tipologie di restrizioni:
  - *Negative covenant*:
    - *Negative pledge*: protegge gli *unsecured lender* da subordinazione rispetto a creditori *junior*
    - Limitazione del debito: rapporto tra *equity* e debito *senior* > di un dato livello
    - *Dividend test*: divieto di pagare dividendi oltre un tot
    - *Poisoned puts*: protegge dal rischio di *releverage*
    - Vincolo al rimborso del capitale
    - Rafforzamento della garanzia nei confronti del finanziatore *mezzanine*
    - Divieto di effettuare operazioni di finanza straordinaria
  - *Positive covenant*:
    - Obbligo di mantenere livello minimo di liquidità
    - Rispetto di alcuni *ratio* finanziari definiti contrattualmente al momento dell'erogazione del prestito
    - *Covenant* finalizzati a garantire che al verificarsi di scenari migliori di quello prospettato, i flussi di cassa siano usati per accelerare il rimborso del prestito

## ***L'intercreditor agreement***

Documento in cui ci si accorda sulle posizioni creditorie e si limita il rischio definendo il grado di subordine ordinario e in caso di *default*

Nei finanziamenti *mezzanine* i creditori senior impongono restrizioni nei confronti dei finanziatori *mezzanine* → nessun trasferimento di ricchezza tra le diverse classi di finanziatori

## Finanziamento *mezzanine* per un immobile a reddito

Prezzo dell'immobile	€ 10.000		
Reddito Operativo Netto	€ 500		
Incremento annuale RON	2%		
Incremento annuale valore	1%		
<b>Tipologia Finanziamento</b>	<b>LTV</b>	<b>Kd</b>	<b>EK</b>
Debito Senior	70%	4%	
Mezzanine	20%	7%	50%

$$EK = \text{Mezzanine} \times N^{\circ} \text{anni} \times \text{Moltiplicatore} \times (IRR_{\text{flusso}} - Kd)$$

$$EK = €2000 \times 6 \times 50\% \times (5,33\% - 4,00\%) = €80$$

Tabella 9.3, pag. 305, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

# Finanziamento *mezzanine* per un immobile a reddito

IRR	Flussi	0	1	2	3	4	5	6
	Investimento Immobile	-10.000						10.615
	Reddito Operativo Netto		500	510	520	531	541	0
5,33%	<i>Flusso Operativo</i>	-10.000	500	510	520	531	541	10.615
	Debito Senior	7.000						-7.000
	OF Debito Senior		-280	-280	-280	-280	-280	-280
8,39%	<i>Flusso post senior debt</i>	-3.000	220	230	240	251	261	3.335
	Mezzanine	2.000						-2.000
	OF Mezzanine		-140	-140	-140	-140	-140	-140
11,05%	<i>Flusso ante EK</i>	-1.000	80	90	100	111	121	1.195
	Equity Kicker							-80
10,06%	<b>Flusso Levered Azionisti</b>	<b>-1.000</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>111</b>	<b>121</b>	<b>1.115</b>

Tabella 9.5, pag. 306, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

## Preferred equity in un'operazione di sviluppo

<i>IRR</i>	0	1	2	3	4	5	6	7	<i>Totale</i>
Entrate	0	0	0	0	8.000	18.000	23.000	28.000	77.000
Uscite	10.000	8.000	12.000	15.000	0	0	0	0	45.000
<b>13,54%</b> <b>Flusso Operativo</b>	<b>-10.000</b>	<b>-8.000</b>	<b>-12.000</b>	<b>-15.000</b>	<b>8.000</b>	<b>18.000</b>	<b>23.000</b>	<b>28.000</b>	<b>32.000</b>
Debito iniziale	0	5.000	9.000	15.000	22.500	14.500	0	0	
<b>Erogazione Debito</b>	<b>5.000</b>	<b>4.000</b>	<b>6.000</b>	<b>7.500</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>22.500</b>
Debito post erogazione	5.000	9.000	15.000	22.500	22.500	14.500	0	0	
<b>Rimborso Debito</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8.000</b>	<b>14.500</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>22.500</b>
Debito finale	5.000	9.000	15.000	22.500	14.500	0	0	0	
OF	300	540	900	1.350	870	0	0	0	3.960
<b>16,61%</b> <b>Flusso post debito</b>	<b>-5.300</b>	<b>-4.540</b>	<b>-6.900</b>	<b>-8.850</b>	<b>-870</b>	<b>3.500</b>	<b>23.000</b>	<b>28.000</b>	<b>28.040</b>

Tabella 9.8, pag. 309, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

## Preferred equity in un'operazione di sviluppo

<i>IRR</i>		<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<i>Totale</i>
<b>16,61%</b>	<b>Flusso post debito</b>	<b>-5.300</b>	<b>-4.540</b>	<b>-6.900</b>	<b>-8.850</b>	<b>-870</b>	<b>3.500</b>	<b>23.000</b>	<b>28.000</b>	<b>28.040</b>
	Pref. Eq. iniziale	0	2.000	3.600	6.000	9.000	9.000	5.500	0	
	<b>Erogazione Pref. Eq.</b>	<b>2.000</b>	<b>1.600</b>	<b>2.400</b>	<b>3.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9.000</b>
	Pref. Eq. post erogazione	2.000	3.600	6.000	9.000	9.000	9.000	5.500	0	
	Rimborso Pref. Eq.	0	0	0	0	0	3.500	5.500	0	9.000
	Pref. Eq. finale	2.000	3.600	6.000	9.000	9.000	5.500	0	0	
<b>21,84%</b>	<b>Flusso post Pref. Eq. Teorico</b>	<b>-3.300</b>	<b>-2.940</b>	<b>-4.500</b>	<b>-5.850</b>	<b>-870</b>	<b>0</b>	<b>17.500</b>	<b>28.000</b>	<b>28.040</b>
	FLUSSO Pref. Eq.	-2.000	-1.600	-2.400	-3.000	0	3.500	5.500	0	
<b>12,00%</b>	<b>FLUSSO Pref. Eq. Capitaliz.</b>	<b>-4.421</b>	<b>-3.158</b>	<b>-4.230</b>	<b>-4.721</b>	<b>0</b>	<b>4.390</b>	<b>6.160</b>	<b>0</b>	<b>-5.979</b>
	Pref. Eq. Profit	0	0	0	0	0	0	0		
<b>12,00%</b>	<b>Flusso Pref. Eq. Effettivo</b>	<b>-2.000</b>	<b>-1.600</b>	<b>-2.400</b>	<b>-3.000</b>	<b>0</b>	<b>3.500</b>	<b>5.500</b>	<b><u>5.979</u></b>	<b>5.979</b>
<b>18,67%</b>	<b>Flusso Equity</b>	<b>-3.300</b>	<b>-2.940</b>	<b>-4.500</b>	<b>-5.850</b>	<b>-870</b>	<b>0</b>	<b>17.500</b>	<b>22.021</b>	<b>22.061</b>
	<b><u>Fabbisogno Totale di Equity</u></b>	<b><u>17.460</u></b>								

Tabella 9.9, pag. 310, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

## Preferred equity in un'operazione di sviluppo

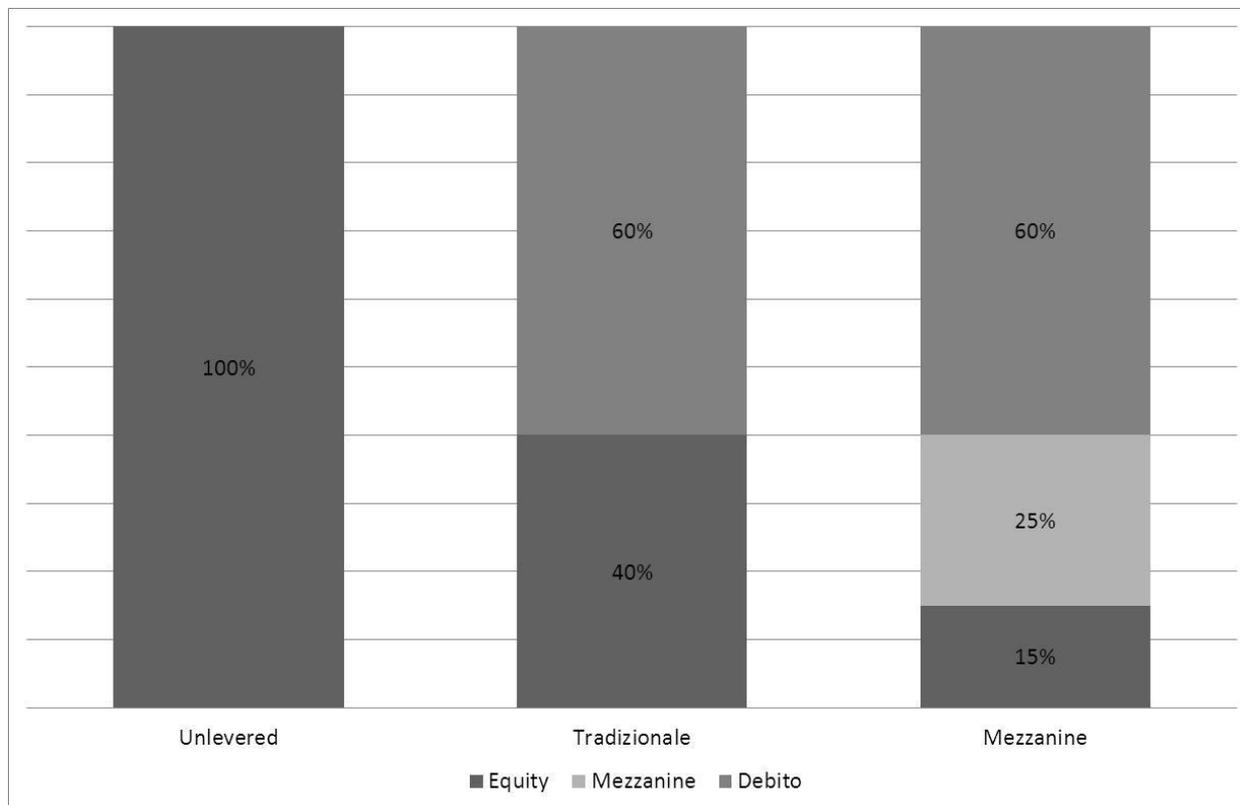


Fig. 9.1, pag 291, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

## Preferred equity in un'operazione di sviluppo

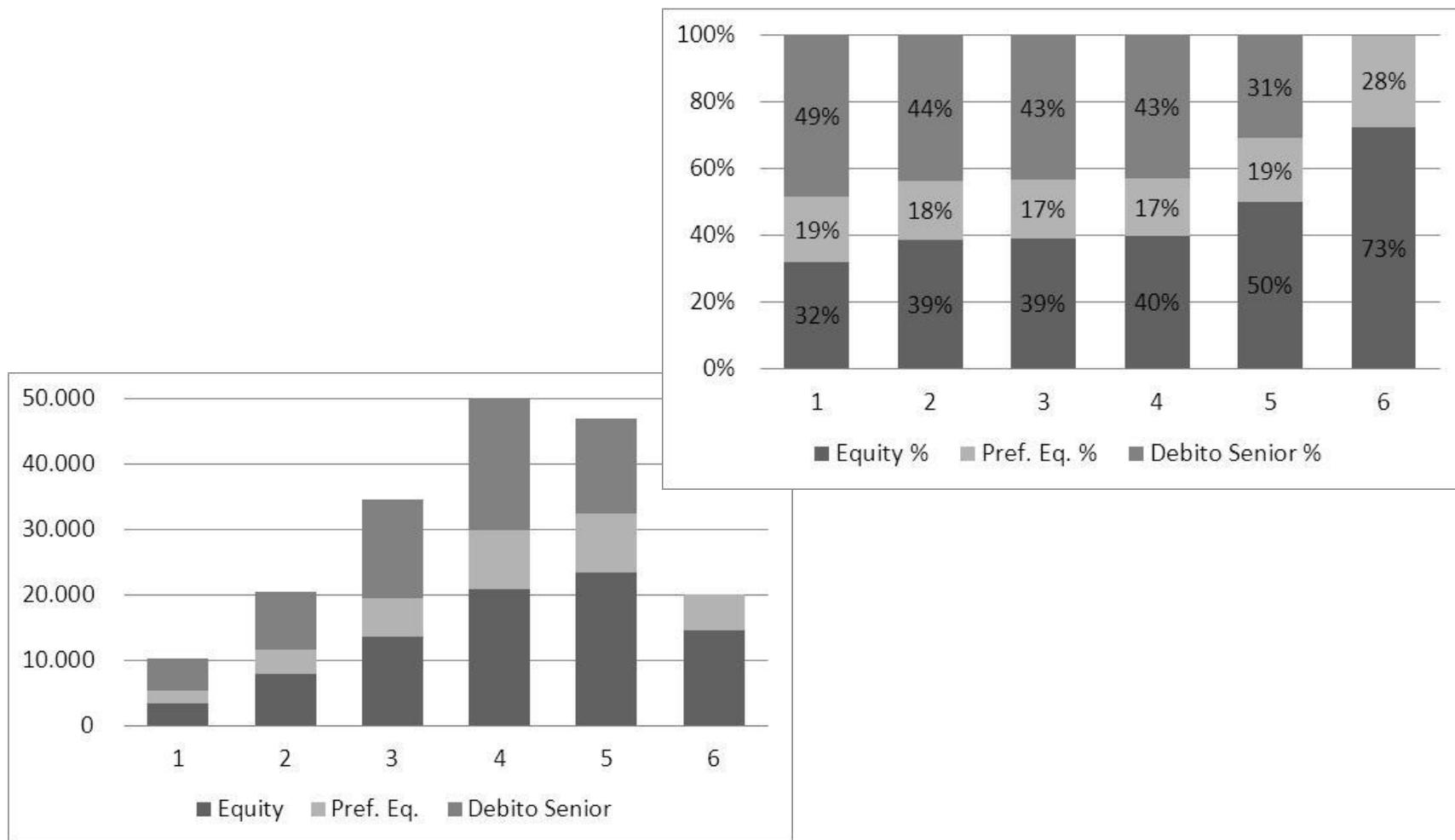


Fig. 9.2.1- 9.2.2, pag. 311-312, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

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

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

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

[www.eres2010.org](http://www.eres2010.org)