

Giacomo Morri
Antonio Mazza

FINANZIAMENTO IMMOBILIARE

Finanziamenti strutturati, leasing,
mezzanine e NPL

presentazione di
Federico Merola

prefazione di
Andrea Sironi

 Egea

Indice

Presentazione di <i>Federico Merola</i>	XIII
Prefazione di <i>Andrea Sironi</i>	XVII
Introduzione	XXI
1 Il soggetto finanziato	
1.1 Fondi comuni di investimento immobiliare	2
1.1.1 Principali caratteristiche	4
1.1.2 Classificazione	5
1.1.3 Quote	6
1.1.4 Struttura finanziaria	7
1.1.5 Fiscalità	8
1.2 Società di Investimento Immobiliare Quotate	9
2 Il finanziamento immobiliare strutturato	
2.1 Il finanziamento bancario	16
2.2 Il credito fondiario	23
2.2.1 Finanziamento bancario per l'acquisto	28
2.2.2 Finanziamento bancario per lo sviluppo	30
2.3 Elementi e fasi di un finanziamento strutturato	34
2.3.1 Analisi dell'operazione e delle esigenze finanziarie	36
2.3.2 Istruttoria tecnica	40
2.3.3 Le metodologie di valutazione immobiliare	44
2.3.3.1 <i>Metodologia comparativa</i>	47
2.3.3.2 <i>Costo di ricostruzione e trasformazione</i>	49

2.3.3.3	<i>Metodologia economica</i>	53
2.3.3.4	<i>Scelta della metodologia di valutazione</i>	56
2.3.4	<i>La due diligence</i>	57
2.3.5	L'istruttoria legale del finanziamento immobiliare	59
2.4	Profili fiscali	63
2.4.1	Le imposte indirette e l'imposta sostitutiva	64
2.4.2	Deducibilità fiscale degli oneri finanziari per le imprese	68
2.5	La ristrutturazione e la rinegoziazione dei finanziamenti immobiliari	69
2.5.1	Nuovo finanziamento	70
2.5.2	Proroga	73
2.5.3	Atto di ristrutturazione	73
2.5.4	Novazione	76
3	Le garanzie	
3.1	La garanzia ipotecaria	80
3.1.1	Frazionamento dell'ipoteca e suddivisione del finanziamento in quote	85
3.2	La cessione in garanzia, il mandato all'incasso e il pegno dei crediti	89
3.2.1	Cessione del credito a garanzia	89
3.2.1.1	<i>Cessione crediti e mandato all'incasso</i>	92
3.2.1.2	<i>Cessione crediti e pegno crediti</i>	93
3.2.2	Mandato irrevocabile alla vendita degli immobili	94
3.2.3	Pegno di quote o azioni	96
3.3	Le garanzie prestate da terzi e le garanzie infragruppo	99
3.3.1	Idoneità di un atto a perseguire l'oggetto sociale	99
3.3.2	Garanzia per debito altrui e interesse sociale	100
4	Il contratto di finanziamento	
4.1	Oggetto e destinazione del prestito	108
4.2	Ammontare del finanziamento	109

4.3	Termini di restituzione	110
4.4	Allocazione del debito	114
4.5	Tasso di interesse	115
4.6	Copertura del rischio tasso	121
4.7	Commissioni	126
4.8	Periodicità e modalità delle erogazioni	128
4.9	Eventi di decadenza, risoluzione e recesso	129
4.10	Assicurazione	131
4.11	Dichiarazioni e impegni della parte finanziata	131
4.12	Obblighi informativi	135
4.13	Spese, imposte e oneri accessori	137
4.14	Elezione del domicilio delle parti	138
4.15	<i>Covenant</i> contrattuali	138
	4.15.1 <i>Covenant</i> di bilancio	139
	4.15.2 <i>Covenant</i> finanziari	140
	4.15.3 Esempio di <i>covenant</i> di bilancio e finanziari	145
5	Casi di finanziamento strutturato nel settore immobiliare	
5.1	Finanziamento strutturato di un'operazione immobiliare a reddito	147
	5.1.1 Descrizione dell'operazione immobiliare a reddito	147
	5.1.2 <i>Term sheet</i> di finanziamento di un immobile a reddito	148
5.2	Finanziamento strutturato di un portafoglio immobiliare da frazionare	162
	5.2.1 Descrizione dell'operazione di acquisizione e dismissione di un portafoglio	162
	5.2.2 <i>Term sheet</i> di finanziamento di un portafoglio immobiliare	168
5.3	Finanziamento di un progetto di sviluppo immobiliare	179
	5.3.1 Descrizione del progetto di sviluppo immobiliare residenziale	179
	5.3.2 <i>Term sheet</i> di finanziamento di un progetto di sviluppo	182

6	Gli accordi di Basilea e i finanziamenti immobiliari strutturati	
6.1	Accordi di Basilea e finanziamenti immobiliari	198
6.2	Metodologia Standard (<i>Standardized Approach</i>)	200
6.3	Metodologia IRB <i>Foundation e Advanced</i>	203
6.4	Monitoraggio	211
7	La provvista e la sindacazione	
7.1	La provvista dei finanziamenti immobiliari	216
7.2	<i>Covered bond</i>	220
7.3	La sindacazione dei finanziamenti immobiliari	225
7.3.1	La cessione ordinaria-civilistica del credito ipotecario	227
7.3.2	I contratti di sub-partecipazione	229
7.3.3	La cessione in blocco	230
7.3.4	Il pagamento estintivo con surrogazione	232
7.3.5	La cartolarizzazione dei crediti	233
8	Il leasing immobiliare	
8.1	Classificazione del leasing	237
8.2	Il contratto di leasing immobiliare	241
8.2.1	Domanda di finanziamento	241
8.2.2	Istruttoria creditizia	242
8.2.3	Perizia tecnica dell'immobile	243
8.2.4	Processo di formazione del contratto	244
8.3	Gli elementi del contratto	245
8.3.1	Premessa	245
8.3.2	Obbligazioni delle parti	246
8.3.3	Durata del contratto	247
8.3.4	Canone di locazione e opzione di riscatto	248
8.3.5	Consegna dell'immobile	250
8.3.6	Garanzie per i vizi e per il rischio di perimento	250
8.3.7	Uso dell'immobile	251
8.3.8	Risoluzione anticipata del contratto	252
8.3.9	Il contratto alla fine del periodo	253
8.4	Iscrizione in bilancio dei beni in leasing	254
8.4.1	Principi Contabili Nazionali e il leasing	254

8.4.2	International Accounting Standard e il leasing	255
8.4.3	Esempio di iscrizione in bilancio con il metodo finanziario	257
8.5	Trattamento fiscale	260
8.5.1	Durata minima	262
8.5.2	Indeducibilità del terreno	263
8.5.3	Interessi impliciti	265
8.5.4	Canoni	265
8.5.5	Riscatto	266
8.5.6	ICI	267
8.5.7	Imposta sul valore aggiunto (IVA)	267
8.5.8	Imposta di registro	269
8.5.9	Imposte ipotecaria e catastale	270
8.5.10	Cessione del contratto	272
8.6	Valutazione di convenienza economica del leasing	273
8.7	<i>Sale & lease back</i>	284
8.7.1	Calcolo di convenienza economica di un <i>sale & lease back</i>	286
9	Le forme ibride di finanziamento	
9.1	Descrizione	289
9.2	Modalità di costruzione e costo del <i>mezzanine finance</i>	294
9.2.1	La componente debito	295
9.2.2	L' <i>equity kicker</i>	297
9.3	I <i>covenant</i> in un <i>mezzanine</i>	300
9.4	L' <i>intercreditor agreement</i>	302
9.5	Il funzionamento economico dei finanziamenti ibridi	304
9.5.1	Finanziamento <i>mezzanine</i> per un immobile a reddito	304
9.5.2	L'utilizzo di <i>preferred equity</i> in una operazione di sviluppo	307
10	Effetti della leva finanziaria nelle operazioni immobiliari	
10.1	Un'illustrazione	313

10.2	Gli effetti dell'aumento di volatilità	316
10.3	L'effetto della leva finanziaria sui ritorni	317
10.4	L'effetto della leva finanziaria sul rischio	318
10.5	<i>No Free Lunch</i>	320
10.6	Il funzionamento della leva finanziaria	321
10.7	L'effetto dello <i>spread</i>	322
10.8	Quando utilizzare la leva finanziaria: una breve sintesi	323
11	<i>Non Performing Loan</i> (NPL)	
11.1	Introduzione	327
11.2	La definizione di <i>Non Performing Loan</i>	328
11.2.1	Problematiche legate alla gestione dei crediti	330
11.2.2	Opportunità di investimento in NPL	332
11.2.3	Elementi caratteristici degli NPL secondo una logica di investimento	332
11.3	La valutazione degli NPL	333
11.3.1	Elementi oggettivi nella valutazione degli NPL	333
11.3.2	La valutazione commerciale degli immobili	341
11.4	Le tipologie di risoluzione	343
11.4.1	La risoluzione giudiziale	343
11.4.2	La risoluzione stragiudiziale	349
11.4.3	La soluzione REO (<i>Real Estate Owned</i>)	351
11.5	La stima dei flussi di cassa	354
11.5.1	La stima dei flussi DPO	356
11.5.2	La stima dei flussi REO	362
11.5.3	La matrice di valutazione	365
11.5.4	Analisi di un caso	369
11.5.5	La determinazione del prezzo	372
11.6	Gli NPL e la cartolarizzazione	375
11.6.1	Vantaggi per le banche cedenti e gli investitori	375
11.6.2	Aspetti normativi di rilievo riguardanti gli NPL	376
11.6.3	I soggetti coinvolti	378

INDICE	XI
11.6.4 Le fasi del processo di cartolarizzazione di NPL	380
11.6.5 Il ruolo del <i>servicer</i>	383
11.6.6 Il <i>business plan</i>	386
11.6.7 I contratti principali di una cartolarizzazione di NPL	388
11.6.8 Il prospetto informativo	390
Bibliografia	393

Presentazione

di *Federico Merola*

Direttore Generale dell'ANCE

Uno degli elementi caratteristici del settore immobiliare italiano degli ultimi dieci anni è la progressiva crescita e sofisticazione del rapporto con la finanza. In parallelo, e per naturale conseguenza, non sono mancate negli anni pubblicazioni dedicate proprio alla natura e all'evoluzione di questo rapporto. Fino ad oggi, però, nessuna di queste si era dedicata in modo ampio e soddisfacente ad un esame sistematico di tutti i prodotti e le operazioni che l'innovazione finanziaria ha messo a disposizione degli operatori immobiliari.

Lo fanno Giacomo Morri e Antonio Mazza in questo prezioso manuale, che mette insieme fondamentali teorici e cognizioni tecnico-operative di finanza dedicata al *Real Estate*.

Lo spessore accademico e l'esperienza operativa degli autori hanno consentito di mettere insieme informazioni di immediata utilità pratica ed elementi di approfondimento e conoscenza teorica, estremamente utili ad un migliore inquadramento generale delle singole operazioni rappresentate. Ed in effetti, l'accostamento di questi elementi acquista un particolare valore alla luce del momento storico nel quale il volume è stato concepito e si appresta ad essere pubblicato.

Non è un mistero, infatti, che l'attuale crisi economico-finanziaria internazionale – la più grave dal 1929 ad oggi in tempo di pace – sia partita proprio dal settore immobiliare americano e che nel settore immobiliare di molti altri Paesi abbia trovato il proprio baricentro di attacco. E non è un mistero, altresì, che ciò sia anche riconducibile al progressivo allontanamento che in quei contesti si è verificato tra le sempre più sofisticate operazioni di finanza immobiliare e i fondamentali teorici della finanza di accademia. Lo scollamento,

beninteso, non è stato il frutto di una “disattenzione” collettiva ma di una crescente pressione competitiva che ha prodotto, in ambienti fortemente deregolamentati, l’affermazione di comportamenti perniciosi per il c.d. rischio sistemico.

Il richiamo ai fondamentali, dunque, accanto alla rappresentazione puntuale ed analitica delle molteplici operazioni di finanza per l’immobiliare, si presenta come un passaggio assolutamente utile e necessario. In questo contesto di rigore analitico rientra anche la sensibilizzazione sull’impatto delle diverse operazioni sul patrimonio della banche, ai sensi delle regole concordate dal Comitato di Basilea.

Ma, accanto a questi aspetti meramente qualitativi, il libro di Morri e Mazza presenta un altro merito speciale che lo rende oggi indubbiamente prezioso: riporta l’attenzione della finanza sugli investimenti reali.

Sebbene, infatti, la crisi sia partita dall’immobiliare ed abbia pienamente coinvolto la finanza di settore, non vi è dubbio che nella sua più ampia manifestazione di carattere internazionale, intersettoriale e multilaterale, essa abbia evidenziato l’eterea fragilità dell’enorme massa cartolare creatasi negli ultimi vent’anni.

Una massa finanziaria “autoreferenziale”, apolide, senza alcun radicamento geografico o produttivo, distante dall’economia reale rispetto alla quale, tuttavia, ha assunto nel tempo un ruolo preminente ed una dimensione multipla.

Lo sgonfiamento rapido e improvviso di questa bolla ha riportato indietro di anni gli indicatori dello sviluppo economico e – di conseguenza – ha riabilitato l’attenzione delle economie, e della finanza, verso gli investimenti reali e i beni capitali. Ha spostato, insomma, l’attenzione dall’immediato al futuro, riscoprendo la funzione di relazione che il capitale fisico ha tra generazioni successive.

Il testo di Morri e Mazza, in tale contesto, coglie dunque un’ esigenza ben più ampia di quella meramente operativa che tende a soddisfare. Ciò, peraltro, trova ulteriore conferma anche nel rilievo che viene dato a tutte quelle operazioni nelle quali il ripagamento del debito dipende strettamente dalla generazione dei ricavi dei beni finanziati (*project financing*). Si tratta di operazioni, infatti, che non implicano di certo la rinuncia ad una diversificazione dei

rischi di portafoglio o ad una garanzia basata sulla solidità patrimoniale ed economica degli operatori finanziati, ma che cerca di impostare ogni singola operazione secondo parametri di massimo rigore economico ai fini di una sua indipendente ed autonoma capacità di sostentamento.

Nell'insieme, dunque, il testo guarda decisamente al futuro e nel suo qualificato tecnicismo nasconde, neanche troppo velatamente, l'esigenza di un forte cambiamento, al quale fornisce subito un primo concreto contributo.

Prefazione

di *Andrea Sironi*
Università Bocconi

La crisi finanziaria originata dai mutui *subprime* statunitensi ha certamente numerose cause di natura sia macroeconomica che microeconomica. Non vi è alcun dubbio, tuttavia, che un ruolo rilevante nella genesi di questa crisi sia stato svolto da quella del settore immobiliare che ha colpito non solo il mercato statunitense, ma anche quello di alcuni importanti paesi europei. Questa crisi si è trasmessa in modo amplificato all'industria bancaria per effetto dell'elevata esposizione che le banche di tutto il mondo avevano, e ancora hanno, nei confronti del settore immobiliare. Alla base di questa esposizione eccessiva vi è stata, in numerosi casi, una scarsa attenzione nei confronti dei rischi connessi al finanziamento immobiliare. Il caso dei mutui *subprime* è certamente emblematico in merito, ma non rappresenta, per certi versi, un episodio isolato. Uno sguardo alle crisi bancarie degli ultimi trent'anni mostra, infatti, come in numerose occasioni queste abbiano trovato origine proprio in una scorretta valutazione dei rischi legati agli investimenti – e ai connessi finanziamenti – nel settore immobiliare.

In questo senso, il volume *Finanziamento immobiliare* di Giacomo Morri e Antonio Mazza rappresenta indubbiamente un importante ed efficace sforzo di colmare le lacune che hanno caratterizzato il comportamento di numerosi investitori e finanziatori in occasione della recente crisi finanziaria. così come in altri periodi passati.

La prospettiva adottata dagli Autori è principalmente quella del promotore di un'iniziativa immobiliare, sia egli un azionista oppure un investitore, alla ricerca di altre fonti di finanziamento che consentano di raggiungere la dimensione finanziaria ritenuta adeguata per l'iniziativa. Seguendo questa prospettiva, il volume affronta se-

paratamente e in modo approfondito i principali temi che assumono rilevanza per colui che intende avviare un progetto immobiliare: il soggetto giuridico più idoneo per l'iniziativa – fondi comuni immobiliari, società di investimento immobiliare quotate (la versione italiana dei più noti *real estate investment trusts* o REITs anglosassoni), ecc. – le diverse tipologie di finanziamento immobiliare adottabili e i relativi profili tecnici, le modalità di valutazione dei beni immobiliari, le garanzie che possono essere offerte ai finanziatori e i relativi meccanismi di funzionamento, e ancora le diverse tipologie di contratto utilizzabili.

Il volume affronta tuttavia anche aspetti più specialistici quali quello connesso alle regole dettate dal Comitato di Basilea in merito ai requisiti patrimoniali cui le banche sono soggette relativamente alla propria attività di finanziamento immobiliare, o ancora quello legato alle attività di provvista e di sindacazione di un finanziamento immobiliare. In questo senso, dunque, il volume risulta di grande interesse non solo per coloro che gli Autori identificano come principali destinatari dello stesso – i promotori di iniziative immobiliari alla ricerca di finanziamenti – ma anche per chi, come me, vede il problema del finanziamento immobiliare dalla parte della banca finanziatrice.

Il capitolo che personalmente ho trovato di maggiore interesse è quello dedicato all'esame di alcuni *case studies*: una locazione immobiliare, l'acquisto di un portafoglio immobiliare da frazionare e un'operazione di sviluppo immobiliare. Queste tre diverse fattispecie sono esaminate in modo approfondito mostrando, con efficaci esemplificazioni, i profili contrattuali riflessi nel *term sheet*, i relativi profili economico-finanziari, la sensibilità di questi ultimi al variare delle condizioni contrattuali, e ancora la redditività di queste operazioni alternative. Si tratta di veri e propri casi di studio nei quali vengono chiaramente illustrati non solo gli elementi economico-finanziari che influenzano la negoziazione e l'esito di operazioni di questa natura, ma anche quelli meno noti ma certamente altrettanto rilevanti quali le garanzie, le polizze assicurative, le condizioni sospensive e, ancora, i relativi profili normativi.

Credo che questo volume presenti due importanti pregi. Il primo è quello di illustrare tematiche tecniche anche piuttosto complesse

ricorrendo a un linguaggio semplice, efficace e ricco di esemplificazioni che aiutano il lettore a seguire con piacere e attenzione. Il secondo importante pregio è rappresentato dallo sforzo di coniugare la prospettiva teorica della finanza immobiliare connessa ai processi di valutazione e di ottimizzazione della struttura finanziaria, la quale beneficia delle teorie finanziarie sviluppate prevalentemente in ambito accademico, con quella più pratica che pone attenzione a problematiche di assoluto rilievo quali quella fiscale, giuridica e contrattualistica le quali vengono esaminate in modo chiaro ed efficace in tutti i capitoli di questo libro.

In questo sforzo, gli Autori hanno indubbiamente messo a pieno frutto la combinazione vincente dei propri percorsi professionali, che li vede coinvolti l'uno in aule universitarie e di formazione *executive*, l'altro come professionista del finanziamento immobiliare all'interno di una banca che trova in questo settore del credito uno dei propri punti di forza. Questa combinazione di esperienze e competenze è efficacemente riflessa nelle pagine di questo volume, le quali sono ricche non solo di conoscenza teorica, ma anche di concreta esperienza operativa.

In conclusione, oltre a essere scritto in modo chiaro ed efficace, il *Finanziamento immobiliare* di Morri e Mazza rappresenta senza dubbio un'opera di grande valore e utilità per tutti coloro che, direttamente o indirettamente, operano all'interno del mercato immobiliare. Buona lettura.

Introduzione

Un libro sul finanziamento delle operazioni immobiliari l'indomani di una delle più violente crisi finanziarie in cui si è tanto parlato di *real estate bubble*, mutui *subprime*, eccesso di indebitamento e, infine, *credit crunch* può apparire forse fuori luogo... *bad timing!*

Proprio per tutte queste ragioni è invece quanto mai attuale, poiché è fondamentale comprendere l'importanza delle modalità attraverso cui vengono finanziate le operazioni immobiliari e capire come farlo anche in un contesto in cui sono cambiati moltissimi parametri e le stesse metodologie di analisi.

La crisi finanziaria del 2008 ha riportato di grande attualità l'importanza della corretta modalità di finanziare gli investimenti e il mercato immobiliare ha vissuto un periodo di profonda trasformazione che ne sta radicalmente modificando le caratteristiche, la struttura, le prospettive future nonché i rapporti con gli altri settori e, in particolare, con il mondo del credito.

In senso lato il termine finanziamento definisce tutte le fonti di capitale impiegate per la realizzazione di un investimento, ricadendo sotto tale definizione indistintamente sia il debito sia il capitale proprio (*equity*).

Le modalità di finanziamento di un investimento sono estremamente importanti in quanto consentono di migliorarne il risultato economico finale grazie a un minor costo del capitale utilizzato. Inoltre, affinché un investimento economicamente conveniente possa essere intrapreso, è necessario che vi sia anche la sostenibilità finanziaria, cioè la possibilità di reperire le necessarie risorse. Il tutto deve però avvenire in maniera equilibrata, affinché non vi sia un eccesso di rischio finanziario, che vanificherebbe il beneficio economico di un

minor costo del capitale, e che al tempo stesso non renda troppo complessa l'operazione a causa di eccessivi vincoli imposti dai finanziatori.

Equity e debito

Con il termine finanziamento si intende ogni forma di capitale utilizzabile per realizzare un investimento, dalle forme più tradizionali a quelle più innovative, intendendo l'utilizzo sia di capitale proprio, sia di capitale di debito nelle sue diverse forme. Sebbene in questo libro si tratterà principalmente il finanziamento mediante capitale di debito, è fondamentale comunque considerare l'intera struttura finanziaria: le considerazioni generali circa il capitale proprio, in termini di misurazione del rendimento atteso e delle modalità di raccolta, valgono, tuttavia, anche per il settore immobiliare, per cui si è preferito dare spazio alle forme di capitale di debito specifiche dello stesso settore, trattando solo in misura marginale del capitale proprio quando vengono affrontate le tematiche legate ai finanziamenti ibridi (*mezzanine finance* e *preferred equity*).

Più correttamente, il capitale con cui si finanzia un investimento si pone in un *continuum* tra i due estremi dell'*equity* e del debito: per meglio comprendere dove posizionare ogni forma di finanziamento può essere d'aiuto definire alcune caratteristiche principali di entrambe.

Il capitale di debito si caratterizza per:

- un costo esplicito definito contrattualmente;
- l'indipendenza del costo (o della remunerazione per il finanziatore) dalla *performance* economica effettiva dell'investimento finanziato;
- la deducibilità fiscale.

Il costo del debito è esplicito in quanto dipende da un accordo contrattuale tra finanziato e finanziatore. Tale costo è preciso e definito, nonché (entro certi limiti che determinano il *default*) indipendente dalla *performance* economica effettiva dell'investimento finanziato in quanto deve essere corrisposto un ammontare fisso; inoltre, modalità e tempi di rimborso sono predeterminati e stabiliti contrattualmente.

Nella maggior parte dei regimi fiscali, inoltre, è un costo fiscalmente deducibile¹ che contribuisce ad aumentare la *performance* dell'*equity* riducendone il carico fiscale. Sebbene la convenienza economica all'utilizzo del debito derivi da quest'ultima caratteristica (si ricordi Modigliani e Miller 1958), anche in assenza di benefici fiscali il debito continua a essere utilizzato per diverse ragioni:

- scarsità di capitale proprio (*capital rationing*);
- diversificazione del rischio;
- aumento della redditività attesa (ma anche del rischio);
- maggiore controllo sul *management*.

Anche a causa dell'elevata dimensione unitaria, le operazioni immobiliari sono generalmente caratterizzate da un forte ricorso al debito. La maggior parte degli attori, infatti, operano in condizione di *capital rationing*, non avendo a disposizione le risorse economiche necessarie per effettuare tutti i progetti economicamente convenienti: il mercato immobiliare, in particolare, non è così efficiente da consentire una rapida allocazione delle risorse ai progetti con *net present value* positivo, per cui in molti casi la mancanza di un adeguato finanziamento ne preclude la realizzazione. Inoltre, per molti investitori il ricorso al debito è fondamentale in quanto potrebbero voler ripartire il capitale proprio su più investimenti di dimensione media inferiore per ridurre la concentrazione del rischio.

In altri casi, si pensi ad alcuni fondi speculativi, la ricerca di un elevato rendimento spinge a sommare al (già alto) rischio operativo, anche il rischio finanziario, senza tuttavia creare direttamente valore (nel senso di generare un più alto NPV), in quanto il rendimento più elevato (maggiore flusso) si scontra con un maggiore rischio (più elevato tasso di attualizzazione dei flussi).

Infine, anche se meno applicabile all'investimento immobiliare, la necessità di soddisfare il servizio del debito limita la discrezionalità del *management*, facilitando il controllo da parte degli investitori.

¹ Gli interessi passivi sono spesso fiscalmente deducibili, sebbene in alcuni casi ci siano delle limitazioni come l'indeducibilità ai fini dell'IRAP o i limiti alla quantità deducibile ai fini dell'IRES.

Apparentemente i beni immobiliari si prestano bene a essere finanziati con un'elevata quantità di debito perché possono essere facilmente costituiti in garanzia, in quanto non possono essere occultati, il loro valore è misurabile con un buon grado di precisione e rappresentano un buon collaterale grazie alla possibilità di utilizzo dell'ipoteca. Inoltre, il costo di fallimento è inferiore a quello registrato in altri settori (es. manifatturiero o servizi), poiché il valore di un immobile, in particolare se esistente e già produttivo di reddito, è influenzato in misura minore dal soggetto proprietario e quindi dalla continuità aziendale. Diverso è il caso di un'azienda, dove il valore di realizzo dei singoli beni è spesso irrilevante rispetto al valore dell'azienda in funzionamento. Tuttavia, anche nel settore immobiliare, in particolare nelle operazioni di sviluppo, la complessità può aumentare notevolmente, con un aumento dei costi di fallimento qualora il ruolo del *developer* diventi centrale per il buon esito dell'operazione.

La possibilità di garantire il debito mediante ipoteche sugli immobili oggetto del finanziamento apparentemente rende il finanziatore meno esposto a quelli che sono i rischi generalmente collegati a questo tipo di operazioni e quindi più incline a intraprenderle. Tuttavia, il valore delle garanzie è molto influenzato dal regime normativo e dai tempi dei processi di esecuzione che ne consentono l'effettiva attuazione (si pensi al caso italiano e ai lunghi tempi di esecuzione).

I contratti di finanziamento immobiliare possono assumere caratteristiche molto variegata adattandosi a quelle che sono le caratteristiche dell'operazione, delle parti coinvolte e delle condizioni di mercato. Tra i più ricorrenti vi sono il credito fondiario (nelle forme tecniche di mutuo e apertura di credito in conto corrente) e il leasing. Gli esempi e le metodologie che saranno presentate sono solo alcune delle soluzioni maggiormente utilizzate per la stipula di contratti di finanziamento, tuttavia trattandosi di contratti negoziati di volta in volta, le clausole possono essere create e modificate tenendo conto delle diverse esigenze: di fatto, le operazioni su immobili commerciali si caratterizzano oramai sempre più per essere realizzate con finanziamenti strutturati *ad hoc*. In un contesto di maturazione del settore, tuttavia, anche i finanziatori possono avere un ruolo di rilevante importanza promuovendo l'utilizzo, in luogo solo

dei tradizionali strumenti di finanziamento, di tecniche più evolute, quali il *mezzanine* e il *private equity financing*. In funzione del livello di rischio che i finanziatori decidono di accettare possono così partecipare al risultato economico e avere un ruolo rilevante.

Il capitale proprio, come sempre più spesso accade nella prassi, può essere definito semplicemente con il termine anglosassone *equity*: tale definizione include tutte le forme di capitale conferite dagli azionisti e di loro spettanza. Oltre al capitale sociale si intendono anche le riserve per sovrapprezzo azioni, per utili non distribuiti e tutte le forme di finanziamento soci fruttifere e non. Il capitale proprio si caratterizza per:

- un costo opportunità implicito;
- una remunerazione che dipende dalla *performance* economica effettiva e residuale rispetto a tutti gli altri finanziatori;
- la non deducibilità fiscale.

In maniera speculare al debito, l'*equity* è caratterizzata dall'assenza di una scadenza di rimborso e di un obbligo formale alla remunerazione. La remunerazione attesa dipende principalmente dalla percezione del rischio complessivo: operativo (tipologia, modalità e settore di investimento) e finanziario (quantità di capitale privilegiato rispetto all'*equity*).

Infine, esiste anche una forma di capitale misto, nelle forme del debito mezzanino o del *preferred equity*, in cui ricadono tutte quelle forme ibride che non sono classificabili né come capitale di debito, né come capitale proprio (per esempio prestiti partecipativi, obbligazioni convertibili, prestiti subordinati), in quanto presentano parzialmente le caratteristiche di entrambe le forme.

Corporate finance e project finance

I beni immobiliari, sebbene semplici da un punto di vista finanziario, possono essere finanziati anche con strutture e tecniche molto complesse e non solo più con le tradizionali operazioni di mutuo

ipotecario. A lungo il finanziamento nel settore immobiliare si è basato su un numero limitato di strumenti: il mutuo ipotecario è stato per molto tempo prevalente e gli istituti di credito hanno visto con favore tale situazione in quanto consente di legare il cliente per un periodo piuttosto lungo, oltre a presentare livelli di rischio contenuti grazie alla garanzia ipotecaria. Oggi, tuttavia, anche gli istituti di credito sembrano approcciare con maggiore attenzione l'investimento immobiliare privilegiando un'ottica di finanza di progetto, in cui la singola operazione viene valutata con la stessa ottica dell'investitore di *equity*. Importante rimane l'affidabilità del soggetto in termini di capacità gestionale, ma sempre più il focus dell'analisi si concentra sul progetto.

La distinzione tra imprese e progetti può spesso apparire alquanto teorica poiché nella realtà non risulta altrettanto agevole, data la forte coincidenza tra progetti e società di scopo (*special purpose vehicle*, SPV). Si pensi alle differenze intercorrenti tra un *project financing* (strumento di finanziamento di un progetto), in cui la remunerazione è legata alla capacità del progetto di remunerare gli investitori, e un mutuo ipotecario (strumento di finanziamento di un bene), la cui erogazione dipende dal valore dell'*asset* e dall'iscrizione di un'ipoteca sullo stesso.

Un progetto di investimento (impiego di risorse) per essere realizzato richiede di essere finanziato, cioè necessita di reperire fonti di finanziamento, siano esse debito o *equity*, secondo modalità coerenti con le sue capacità future di rimborso. In funzione del bene oggetto di finanziamento si può quindi adottare una logica:²

- *corporate finance (transaction based)*, considerando i finanziamenti erogati a un soggetto (es. società);
- *asset based*, in cui si intendono i finanziamenti erogati direttamente all'*asset* (es. mutuo o leasing);
- *cash flow based*, in cui si intendono i finanziamenti erogati a un progetto (es. operazioni di sviluppo immobiliare o progetti in concessione).

² La classificazione riprende quanto proposto nella ricerca SDA Bocconi per Centredil, "Innovazione finanziaria e operazioni immobiliari", 1999.

In funzione della logica adottata variano le garanzie richieste dal finanziatore e, conseguentemente, il profilo di rischio da esso assunto. A garanzia del finanziamento assumerà rilievo valutare la situazione patrimoniale in una logica *corporate finance*, mentre prevale il valore collaterale di garanzia in una logica *asset based* e, infine, la qualità e la volatilità dei flussi di cassa del progetto in una logica *cash flow based*. Nel caso del finanziamento immobiliare sono sempre più predominanti le ultime due (ottica *project finance*), dove non sono presenti garanzie esterne al progetto, mentre i finanziamenti *corporate* sono spesso riservati a società o fondi immobiliari, ma sempre anche con garanzie sugli immobili.

Nella scelta che si pone tra strumenti di finanziamento *corporate finance* e strumenti *project finance*, una differenza fondamentale si sostanzia nei principi seguiti per valutare il merito di credito; inoltre, i secondi, sebbene più flessibili, risultano di contro caratterizzati da una più complessa strutturazione.

Nella logica del *corporate finance* i finanziatori valutano l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa che intende intraprendere l'iniziativa, utilizzando come strumento base il bilancio d'esercizio, ma anche l'impatto che quest'ultimo subirà in seguito ai nuovi investimenti e ai relativi finanziamenti. È inoltre necessario prevedere quali saranno le *performance* future dell'impresa attraverso l'individuazione dei fattori interni (quali le strategie e la dotazione di *asset*) ed esterni (come il comportamento della concorrenza, l'andamento del mercato, del settore e dell'economia in generale) che le influenzano.

Nell'ottica del *project finance*, diversamente, la valutazione è riferita all'equilibrio economico-finanziario del progetto (oggetto finanziato), reso giuridicamente ed economicamente indipendente dalle altre iniziative dei promotori attraverso la costituzione di un'apposita SPV, seguendo in tal modo il principio del *ring fence*, ossia della "recinzione" intorno al nuovo investimento per isolarlo dal *core business* del promotore o da altre iniziative. In questo modo, in caso di insuccesso del progetto, il patrimonio dei promotori non è in alcun modo intaccato e, nel caso di insuccesso di altri progetti, i relativi creditori non potranno a loro volta soddisfarsi sul bene "recintato": si tratta di una modalità di finanziamento *non recourse*.

Il *corporate finance* si caratterizza per l'accesso al finanziamento

bancario, ma anche per l'emissione di obbligazioni, cioè titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie o aziende che prevedono un rimborso del capitale prestato o al termine della loro vita o in quote predeterminate prima della scadenza stessa. In questo modo si verifica una netta separazione tra l'investimento e il finanziamento, senza una diretta corrispondenza. Diversamente nel finanziamento strutturato, la valutazione di convenienza del progetto può avvenire già considerando una specifica modalità di finanziamento.

La scelta tra un finanziamento *corporate finance* o *project finance* dipende da numerosi fattori, tra cui se sia preferibile includere il nuovo progetto nelle attività patrimoniali del soggetto promotore e ricercare fonti attraverso i canali di credito tradizionali, o se più opportuno costituire un'apposita società che reperisca autonomamente il finanziamento.

Le metodologie di finanziamento esistenti possono essere ripartite in due grandi categorie, gli strumenti di finanziamento, in cui si identifica una specifica forma contrattuale (quali i mutui, i contratti di leasing o le azioni ordinarie) e le tecniche di finanziamento, in cui si individuano metodi di finanziamento composti da più strumenti (come un finanziamento ibrido con un mutuo e un *equity kicker*). La tecnica di finanziamento presuppone quindi l'utilizzo di diversi strumenti di finanziamento combinati tra loro al fine di meglio soddisfare esigenze più complesse e articolate.

Contenuti del libro

Un modo diverso di vedere il finanziamento di un investimento è quello di pensare ai due soggetti, azionista (*equity*) e banca (debito), semplicemente come a due partner che conferiscono capitale con diverse caratteristiche: in sintesi l'*equity* avrà il diritto a controllare o gestire l'operazione e a un risultato economico residuale, dopo aver remunerato il partner banca che, al contrario, a fronte di un minor controllo (se non indiretto tramite dei *covenant* e delle garanzie), riceve una remunerazione privilegiata nella cascata di pagamento. Occorre tuttavia ricordare che nella suddivisione della struttura finanziaria, un ruolo importante è quello della fiscalità, in quanto i due partner determinano un effetto diverso sul risultato netto: in

sostanza un elevato investimento del partner banca (cioè la presenza di molto finanziamento a titolo di debito) ha un effetto sulle imposte (per la deducibilità degli oneri finanziari) e quindi sulla remunerazione netta dell'altro partner che investe con *equity*. In ogni caso, l'interesse dei due soggetti dovrebbe essere allineato, cioè ricercare investimenti che remunerino nel modo corretto il capitale investito: da qui si comprende come le tecniche di analisi dell'investimento non dovrebbero essere diverse tra il promotore di un progetto (investitore di *equity*) e la banca.

Il libro affronta il tema del finanziamento immobiliare prevalentemente nell'ottica del promotore di un'iniziativa (azionista o investitore) che ricerca altre forme di finanziamento; in altre parole, si presentano le principali forme di capitale diverso dall'*equity*. Nel fare questo si parte proprio dalla descrizione dei veicoli con cui finanziare le operazioni, cioè i soggetti che riceveranno il finanziamento: senza voler entrare nel dettaglio dei più classici SPV (s.r.l. o S.p.A) per cui si rimanda a specifici testi di diritto commerciale o di fiscalità, l'attenzione ricade su una breve descrizione dei fondi immobiliari chiusi di diritto italiano, che rappresentano un veicolo che garantisce la separazione dell'operazione e per molti aspetti favorisce anche l'aggregazione di *equity*. Si pensi al caso di un promotore (*developer*) immobiliare che intenda ricercare un *equity partner* per completare la raccolta di capitale, cioè per colmare la quota tra la propria *equity* e il finanziamento bancario messo a disposizione dall'investitore banca: l'utilizzo del fondo, sebbene a fronte di alcune limitazioni, consente di rivolgersi anche a un mercato di investitori istituzionali che apprezzano le caratteristiche di trasparenza e tutela tipiche dello strumento, così come gli investitori a titolo di debito (le banche) apprezzeranno le stesse caratteristiche (presenza di una SGR, banca depositaria, vigilanza di Banca d'Italia). Si affronta brevemente anche il tema delle SIIQ, possibile veicolo per convogliare capitale in investimenti immobiliari, seppure al momento non particolarmente sviluppato a causa della normativa che non risponde pienamente alle esigenze del mercato.

Nella parte successiva l'attenzione è posta sul finanziamento bancario strutturato (in un approccio *project finance*) finalizzato al finanziamento di operazioni immobiliari commerciali; nel presente lavoro

non si tratta il tema del finanziamento di immobili residenziali acquistati da privati in quanto le logiche sono completamente differenti, più simili al *corporate finance*, in quanto è meno rilevante l'oggetto del finanziamento rispetto al soggetto, che di fatto è il vero elemento analizzato (es. sostenibilità della rata in rapporto allo stipendio). Si presentano, quindi, le peculiarità delle diverse forme di debito bancario e in particolare degli elementi che caratterizzano un contratto di finanziamento strutturato *non recourse*. La problematica è presentata da un duplice punto di vista, legale e finanziario: si affrontano gli elementi presenti nel contratto, o più precisamente nel *term sheet* che ne costituisce l'ossatura, mediante una "traduzione in numeri". Di fatto si ripercorre l'analisi che i due investitori, il promotore che richiede il finanziamento e la banca che lo concede, andranno a realizzare per capire la sostenibilità del finanziamento richiesto. È opportuno osservare che le considerazioni sono le medesime indipendentemente dal ruolo (banca o mutuatario) in quanto, in un corretto approccio al finanziamento, entrambi i soggetti dovrebbero verificare la sostenibilità finanziaria, o bancabilità, dell'iniziativa, cioè verificare che la particolare struttura di finanziamento sia adeguata al progetto per dimensione dei flussi di cassa, tempistica e flessibilità. La descrizione avviene utilizzando tipici casi di investimenti immobiliari (un'operazione a reddito, un frazionamento di un portafoglio e uno sviluppo immobiliare) per i quali è stato negoziato un *term sheet* e costruito un semplice modello di analisi finanziaria.

Proprio per limitare la possibilità che uno dei due investitori (il promotore dell'investimento o mutuatario volendo utilizzare un termine più consueto) possa approfittare della propria posizione di controllo nella gestione dell'investimento, il partner banca pone in essere delle garanzie a propria tutela, impedendo certi comportamenti (*negative covenant*) o imponendone altri (*positive covenant*).

Le scelte delle banche sono oggi sempre più influenzate dalla normativa imposta dagli accordi di Basilea, che in sostanza chiedono di valutare il rischio degli investimenti effettuati dagli istituti di credito, cioè dei finanziamenti concessi. Un breve capitolo presenta il funzionamento del sistema di rating proprio per meglio comprendere le logiche di valutazione e di affidamento utilizzate dalle banche e l'impatto che hanno sul costo del denaro.

Rilevante a tal fine è anche la modalità con cui le banche si procurano il denaro, cioè la provvista (mediante utilizzo di parte del capitale proprio o mediante cartolarizzazione), e come dividono il rischio, cioè la sindacazione di operazioni, solitamente quando di dimensione medio-grande, tra più soggetti.

Infine, rilevante è anche la modalità con cui si interviene nei casi di crisi delle operazioni immobiliari, cioè quando è necessario provvedere a una ristrutturazione del debito affinché si torni alla sostenibilità finanziaria dell'operazione finanziata.

Il leasing è sempre più considerato una modalità di finanziamento più che di utilizzo, e nel settore immobiliare ha conosciuto un forte sviluppo grazie a una favorevole normativa fiscale. Lo strumento viene presentato descrivendone il funzionamento del contratto, gli effetti contabili e fiscali e, soprattutto, analizzandone il costo effettivo considerando il flusso finanziario e l'impatto fiscale.

Oltre alle varie forme di debito fino a ora considerate, un breve cenno è fatto anche alle forme ibride di finanziamento, *mezzanine finance* e *preferred equity*, di cui si presentano la struttura e, in particolare, gli effetti economici.

Alcune brevi, ma importanti, considerazioni sono fatte sull'utilizzo della leva finanziaria, cioè proprio sul mix tra *equity* e debito, con gli effetti che produce sulla redditività attesa ed effettiva.

Da ultimo, in ordine cronologico e in un certo senso anche di ciclo di vita, si analizza la modalità con cui si possono recuperare i crediti in sofferenza, i *Non Performing Loan* (NPL), cioè le operazioni in cui il capitale di debito non è più remunerato nel rispetto dell'accordo tra i partner del contratto di finanziamento, ma la banca intende ottenere in via privilegiata i diritti economici sull'immobile. Nell'ordinamento italiano non è previsto un meccanismo simile alla *foreclosure* americana, in cui la banca diventa unico proprietario dell'*asset* al verificarsi di certe condizioni (*default* dell'operazione), ma al contrario esiste il divieto di patto commissorio, e non rimane quindi che rivolgersi al Tribunale per vedere soddisfatto il proprio diritto economico mediante la vendita dell'*asset*.

Il recupero del diritto economico vede spesso la presenza di operatori specializzati che intervengono acquistando in blocco NPL da banche che, per varie ragioni, preferiscono scontare il valore dei

crediti che spesso diventeranno in parte esigibili solo in (un lontano) futuro e solo con una complessa attività gestionale. Si descrive quindi la modalità di valutazione di tali crediti e di gestione del processo di recupero, attività che vede un mix di competenze di natura legale, finanziaria e immobiliare.

Sito internet

L'opera editoriale è completata dal sito internet www.morri-mazza.it (cui nel testo frequentemente si rinvia con l'utilizzo del simbolo ) che rappresenta un supporto per il lettore con:

- *Approfondimenti* su alcune tematiche specifiche tramite gli studi scientifici di riferimento.
- *Modelli su foglio di calcolo elettronico* con esempi per un migliore approfondimento e un immediato utilizzo a fine didattico.
- *Link* ai siti citati nel testo e ad altri di interesse su argomenti correlati.
- *Presentazioni con slide* per ripercorrere i temi affrontati in ogni capitolo, che consentono al lettore di avere una sintesi di quanto trattato e rappresentano per il docente un agevole strumento didattico.

Ringraziamenti

Il libro nasce dallo sforzo congiunto dei due Autori che portano le proprie diverse esperienze professionali e accademiche, nonché le diverse competenze di natura legale e finanziaria, cercando di fornire al lettore gli elementi utili per valutare correttamente come finanziare un'operazione, mediante una serie di strumenti operativi e mediante approfondimenti sul perché di certe scelte. Hanno inoltre contribuito Federico Chiavazza (SDA Bocconi) con l'analisi degli effetti della leva finanziaria e Michele Vitucci con una dettagliata descrizione dei *non performing loan*.

Si ringraziano sentitamente Paola Camagni (Studio Tributario e Societario Deloitte) per i preziosi suggerimenti in merito alla normativa fiscale, Pietro Schena (SDA Bocconi) per la realizzazione

del sito internet, Alessia Bressan per il supporto nella rilettura e revisione delle bozze, Roberto Maselli (Europrogetti & Finanza) per l'attenta revisione dei modelli di calcolo, Antonio Petraglia (Studio Legale Petraglia & Associati), Maurizio Fedele, (Giurista d'impresa, Servizio Legale del Credito Fondiario, Fonspa di Roma) e Emilio Di Brizzi (Studio Legale Di Brizzi) per i tanti e preziosi suggerimenti riferiti, in particolare, alle operazioni di credito fondiario e, infine, Paolo Benedetto (Europrogetti & Finanza) per il continuo e indispensabile aiuto in tutte le fasi del lavoro e per la tanta pazienza mostrata negli ultimi mesi!

Si ringraziano anche tutti i dipendenti di Cariplo e di Aareal Bank AG che, negli anni, hanno contribuito a creare, conservare e migliorare, in Italia e in Europa, la conoscenza dei finanziamenti immobiliari.

Qualunque eventuale errore rimane unicamente responsabilità degli Autori.

1 Il soggetto finanziato

Le operazioni di finanziamento immobiliare strutturato (approccio *project finance*) sono destinate preferibilmente a società di progetto autonome (SPV, *Special Purpose Vehicle*), perché attraverso la separazione tra l'attività del progetto immobiliare da finanziare e quella dei promotori (o sponsor dell'iniziativa), si realizza un isolamento economico-finanziario e giuridico richiesto per queste operazioni e a vantaggio sia dei promotori dell'iniziativa, sia delle banche finanziatrici.

La forma giuridica è generalmente quella della Società a Responsabilità Limitata (s.r.l.) o, per progetti particolarmente complessi, della Società per Azioni (S.p.A.). Per operazioni complesse nelle quali si vuole coinvolgere una componente di *equity* di investitori istituzionali o si vogliono avvicinare potenziali investitori attraverso veicoli creati solo per gli investimenti immobiliari, potrebbe essere opportuno conferire i beni o sviluppare l'operazione attraverso un fondo immobiliare gestito da una Società di Gestione del Risparmio (SGR) o attraverso una Società di Investimento Immobiliare Quotata (SIIQ).

Ai fini della concessione del finanziamento, accertato che l'ente finanziato sia regolarmente iscritto nel Registro delle Imprese e/o che sia dotato delle necessarie autorizzazioni, e che l'operazione richiesta rientri nell'oggetto sociale, sarà necessario verificare che gli amministratori siano muniti degli occorrenti poteri sia per assumere le obbligazioni, sia per assentire alla costituzione delle relative garanzie.

Come si approfondirà nel successivo paragrafo, il fondo immobiliare è un veicolo adatto tanto a investitori istituzionali quanto a privati, fiscalmente efficiente per investitori domestici e stranieri; inoltre, la possibilità di investire in ogni tipologia di operazioni im-

mobiliari lo rende adeguato sia per l'investimento in *income producing property*, sia per operazioni di sviluppo. Ai fini del finanziamento, è uno strumento estremamente trasparente e vigilato, che favorisce la partecipazione di più soggetti: in particolare è uno strumento che può favorire l'ingresso di investitori qualificati e/o istituzionali, molto attenti al livello di trasparenza dei loro investimenti, i quali possono aiutare gli sponsor dell'iniziativa a completare l'immissione dell'*equity* necessaria a sostenere operazioni di sviluppo immobiliare e/o di acquisizione di portafogli immobiliari.

Un'altra potenzialità, sebbene da utilizzare con le dovute cautele, è quella di veicolo ove conferire operazioni immobiliari finanziate dalle banche e momentaneamente in difficoltà per una crisi del mercato. I proprietari immobiliari potrebbero apportare i beni al fondo ricevendo in cambio delle quote; in maniera analoga le banche potrebbero scambiare parte dei loro crediti a fronte di quote, alleggerendo così la posizione finanziaria del veicolo in attesa che il mercato (e i valori immobiliari) tornino in una fase positiva. Tale meccanismo andrebbe a beneficio sia del proprietario-debitore che, oltre a evitare il *default*, potrà dismettere gli immobili alle migliori condizioni, sia della banca finanziatrice, che potrà recuperare il credito senza che vi sia il *default* tecnico dell'operazione, con la conseguente vendita all'asta dei beni immobili con tempi lunghi, incerti e a prezzi non di mercato.

Si rimanda a testi di diritto commerciale per una descrizione delle caratteristiche delle società di capitale, mentre nel presente capitolo si presentano brevemente le caratteristiche di maggior rilievo dei fondi immobiliari e delle SIIQ.¹

1.1 Fondi comuni di investimento immobiliare

Nell'ordinamento italiano i fondi comuni di investimento immobiliare rientrano tra gli Organismi di Investimento Collettivo del

¹ Per un'approfondita trattazione dei fondi immobiliari e delle SIIQ si rimanda rispettivamente ai capitoli 4 e 5 di Hoesli e Morri (2010) da cui è estratto il presente Capitolo.

2 Il finanziamento immobiliare strutturato

Nei finanziamenti immobiliari strutturati, alla stregua di un'operazione di *project financing*,¹ si finanzia un'operazione in cui la banca considera il flusso di cassa generato, o che può essere generato, dagli immobili finanziati come garanzia per il rimborso del debito.

L'istruttoria compiuta dalla banca per la concessione di questi finanziamenti ha per oggetto la valutazione dell'equilibrio economico-finanziario di uno specifico bene o progetto immobiliare legato a uno specifico investimento che, preferibilmente, dovrà essere giuridicamente ed economicamente indipendente dalle altre iniziative dei soggetti giuridici che lo realizzano. L'iniziativa immobiliare oggetto di finanziamento viene generalmente realizzata dai promotori attraverso la costituzione di una società veicolo (la cosiddetta SPV) che consente la separazione economica e giuridica dell'investimento, ovvero attraverso i fondi immobiliari che, per definizione, sono dei patrimoni separati gestiti da Società di Gestione del Risparmio (SGR).²

Il progetto immobiliare viene valutato dalle banche e dai promotori principalmente per la sua capacità di generare i ricavi conseguenti alla locazione e/o vendita, anche frazionata, degli immobili finanziati. I flussi di cassa (*cash-flow*) connessi all'operazione immobiliare costituiscono la fonte primaria sia per il servizio del

¹ Per comparare i finanziamenti immobiliari strutturati con il *Project Financing*, vedi Imperatori G., *Il Project Financing, una tecnica, una cultura, una politica*, Milano, Il Sole 24 Ore Pirola S.p.A., 1995.

² Vedi *Cap. 1*.

debito, sia per la remunerazione del capitale di rischio investito dagli sponsor (*equity*).

Le garanzie sono sia di natura reale (es. pegno delle azioni della società, ipoteca sull'immobile finanziato), sia di natura contrattuale (es. cessione in garanzia dei crediti, *covenant* contrattuali), anche se sono le garanzie contrattuali che assicurano alla banca che i flussi di cassa connessi alla gestione dell'operazione immobiliare costituiscono la fonte primaria per il servizio del debito. Questi finanziamenti possono essere:

- a) *non recourse* o *without recourse*, quando non è prevista alcuna garanzia di rivalsa (per esempio rilascio di fideiussioni o lettere di *patronage*) sugli sponsor dell'iniziativa o su terzi. La capacità (potenziale nel caso di immobili in costruzione) dell'immobile di generare un flusso di cassa sufficiente a ripagare il debito, unitamente a una struttura contrattuale che garantisca il successo dell'iniziativa immobiliare e il rimborso del debito sottostante, costituiscono i principali elementi di valutazione da parte delle banche finanziatrici;
- b) *limited recourse*, ossia con rivalsa limitata quando sono previste garanzie di rivalsa sui promotori o sui terzi al verificarsi di condizioni predeterminate contrattualmente (per esempio, in un'iniziativa che preveda uno sviluppo immobiliare i cui costi di costruzione siano solo parzialmente finanziati dalla banca, quest'ultima pretenderà un impegno o una garanzia dei promotori a immettere nell'iniziativa immobiliare sia il capitale tempo per tempo mancante, sia quello finalizzato a coprire i costi imprevisti).

Naturalmente, anche nei finanziamenti *non recourse* la banca eseguirà una istruttoria economica finalizzata a verificare la solvibilità dei soci e/o del gruppo di riferimento della società finanziata; questo sia per evitare che un eventuale *default* dei promotori dell'operazione possa coinvolgere, anche indirettamente, il progetto immobiliare finanziato, sia per valutare la serietà e l'affidabilità di tutti i soggetti coinvolti nell'operazione.

Il flusso di cassa deriva da contratti di locazione o di affitto di

ramo di azienda dell'immobile o di parti dello stesso (forma diffusa specialmente nei centri commerciali), mentre nel caso di operazioni di sviluppo sarà generato dalle vendite (o dalla locazione), a lavori ultimati, delle singole unità immobiliari.

Tutte le tipologie immobiliari sono generalmente finanziabili a condizione che sia provata la loro reale attitudine a generare dei flussi di cassa. Saranno così finanziabili:

- a) centri direzionali/uffici;
- b) centri commerciali/parchi commerciali;
- c) *factory outlet*;
- d) centri di intrattenimento/parchi tematici;
- e) multiplex;
- f) hotel;
- g) case di cura e Residenze Sanitarie Assistite (RSA);
- h) complessi immobiliari o portafogli immobiliari a destinazione residenziale da costruire e vendere e/o locare frazionatamente.

Il finanziamento potrà essere destinato a sostenere i costi di costruzione (nel qual caso si dovranno stimare con assoluta precisione i costi dell'iniziativa e i flussi di cassa che l'immobile potrà generare una volta ultimato; la concessione/erogazione del finanziamento potrà essere ancorata a gradi di commercializzazione dell'immobile) o a sostenere il pagamento del prezzo di acquisizione (in tal caso, bisognerà prestare particolare attenzione alle clausole relative ai contratti di locazione e/o di affitto).

La struttura finanziaria di un progetto immobiliare è costituita da tre componenti:

- capitale proprio/*equity* (azioni, quote e finanziamento soci);
- capitale di debito;
- forme ibride di finanziamento (*mezzanine finance* e *preferred equity*).³

³ Vedi il *Cap. 9* per un approfondimento sulle forme ibride di finanziamento.

L'importo finanziato dipenderà principalmente da tre elementi:

- dall'affidabilità del soggetto richiedente;
- dall'operazione cui il finanziamento è destinato e dalla sua rischiosità operativa;
- dalle garanzie che eventualmente saranno prestate.

Tale importo può essere concesso su una sola linea di credito, oppure si possono considerare anche linee secondarie come, per esempio, un finanziamento IVA specificamente dedicato.

In tutti i casi, l'*equity* che deve essere immessa nell'operazione dai soci della parte finanziata deve essere solitamente non inferiore al 20%-30% del costo complessivo dell'operazione immobiliare (nei finanziamenti destinati alla costruzione, questo livello di *equity* corrisponde spesso al costo dell'area edificabile). Percentuali più basse comportano leve finanziarie e rischi per la banca più elevati; conseguentemente le linee di credito che superano l'80% del costo dell'iniziativa immobiliare (definite anche *mezzanine finance*) hanno costi sensibilmente più alti.

2.1 Il finanziamento bancario

Per finanziare un'operazione immobiliare si può ricorrere a diversi schemi negoziali tipici e non, purché questi contratti si prestino a trarre o reperire le risorse finanziarie dal valore dell'immobile ipotecato.⁴

I finanziamenti bancari assumono numerose forme tecniche e rappresentano la modalità con cui le imprese ottengono parte dei mezzi finanziari necessari ai fabbisogni. Tali finanziamenti possono essere classificati in due gruppi:

- finanziamenti in conto corrente, che consentono di prelevare

⁴ Per una disamina più dettagliata sul contratto di finanziamento fondiario, vedi anche: Petraglia A., *La nuova disciplina del credito fondiario*, Roma, Bancaria Editrice, 1997 e Patti F., *Il mutuo fondiario: considerazioni operative*, Palermo, Edizioni Giuridiche Buttata, 2006.

3 Le garanzie

Nelle operazioni di finanziamento immobiliare strutturate, la banca deve avere la possibilità di garantire effettivamente il proprio credito e monitorare l'operazione, anche attraverso i *covenant*¹ contrattuali, sino alla scadenza, potendo così intervenire, in ogni momento, per scongiurare il verificarsi di un evento che possa diminuire o pregiudicare la capacità dell'immobile di generare i flussi di cassa necessari e sufficienti al rimborso del finanziamento.

Nel *security package*² ideale di un finanziamento immobiliare strutturato si annoverano pertanto una o più delle seguenti garanzie:

- a) ipoteca di primo grado sull'immobile;
- b) ipoteca di secondo grado³ nel caso di finanziamento subordinato (*junior* o *mezzanino*);
- c) cessione in garanzia, pegno o mandato all'incasso dei crediti derivanti dai contratti di locazione e/o affitto;

¹ Il *covenant*, letteralmente impegno, è una clausola contrattuale che viene concordata in fase di definizione contrattuale e che riconosce alla banca il diritto di rinegoziare o risolvere il contratto al verificarsi di eventi espressamente previsti nella stessa clausola. Vedi *Par. 4.14* per approfondimenti.

² Con il termine si intendono complessivamente tutte le garanzie prestate.

³ Se si vuole beneficiare dei privilegi previsti dalla normativa che disciplina il credito fondiario (art. 38 e ss. D.Lgs. 385/93), qualora il finanziamento superi complessivamente l'80% sul valore dell'immobile, sarà necessario definire l'operazione in due linee: una linea uguale o inferiore a tale percentuale che potrà essere di credito fondiario e una seconda linea di credito ordinario. Vedi il *Par. 2.2* per approfondimenti.

- d) cessione in garanzia dei crediti derivanti dalle polizze assicurative;
- e) mandato irrevocabile a vendere e/o locare l'immobile;
- f) pegno delle quote o azioni della società (generalmente una società veicolo neo-costituita);
- g) garanzie prestate da terzi;
- h) garanzie infragruppo.

3.1 La garanzia ipotecaria

L'ipoteca è un diritto reale di garanzia che attribuisce al creditore il diritto di espropriare, anche nei confronti del terzo acquirente, il bene vincolato a garanzia del suo credito e di essere soddisfatto con preferenza sul prezzo ricavato dalla vendita. Sono suscettibili di ipoteca immobiliare tutti i beni immobili unitamente alle loro pertinenze. Sono, inoltre, ipotecabili separatamente il diritto dell'usufruttuario e del nudo proprietario, del titolare del diritto di superficie, nonché dell'enfiteuta e del concedente il fondo enfiteutico.

L'ipoteca può avere per oggetto i beni del debitore o di un terzo e si costituisce, previo negozio di concessione, mediante iscrizione nell'ufficio del registro immobiliare del luogo in cui si trova l'immobile.

L'ufficio dei registri immobiliari registra e archivia tutti gli atti riguardanti il trasferimento di beni immobili, la costituzione di diritti reali immobiliari e altri contratti sempre relativi agli immobili (per esempio acquisizione, usufrutto, ipoteche, servitù ecc.). Si parla di trascrizione quando nel registro sono annotate le vicende giuridiche di un immobile come:

- le compravendite;
- i contratti che costituiscono, trasferiscono, modificano diritti di usufrutto, di superficie e di enfiteusi;
- i contratti di locazione con durata superiore a nove anni;
- tutti gli altri atti previsti dall'art. 2643 del c.c.

4 Il contratto di finanziamento

Nelle operazioni di finanziamento immobiliare strutturato non esistono termini e condizioni standard e il contratto è oggetto di una trattativa individuale che non prevede la predisposizione di schemi contrattuali predefiniti.

Peraltro, le clausole contrattuali ricorrenti in un contratto di finanziamento immobiliare strutturato, che deve sempre rispettare i requisiti di forma e contenuto minimo disciplinati in materia di trasparenza bancaria¹ sono relative a:

- parti coinvolte nell'operazione (banca, società finanziata, eventuali garanti);²
- oggetto del finanziamento e scopo del prestito;³
- ammontare del finanziamento;
- termini di restituzione del prestito;
- allocazione del debito;
- tasso di interesse applicato;
- copertura del "rischio tasso";
- commissioni richieste dalla banca;
- periodicità e modalità delle erogazioni;

¹ Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza, Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in www.bancaditalia.it

² Alla stipulazione dell'atto dovranno intervenire persone fisiche in rappresentanza di questi soggetti muniti dei necessari poteri di firma sia per assumere le obbligazioni contrattuali, sia per assentire la costituzione delle garanzie.

³ Per esempio per l'acquisto di un singolo immobile, di un portafoglio o per una operazione di sviluppo.

- eventi di decadenza, di risoluzione e di recesso;
- concessione delle garanzie;⁴
- assicurazione;
- dichiarazioni e impegni della parte finanziata;
- *covenant* contrattuali;
- obblighi informativi;
- spese, imposte e oneri accessori;
- clausole relative a cessione/accollo/sindacazione;
- elezione di domicilio delle parti;
- Foro competente.⁵

Nel seguito si descriveranno le clausole contrattuali di maggior rilievo.

4.1 Oggetto e destinazione del prestito

La clausola relativa all'oggetto viene generalmente così redatta: "La Banca Finanziatrice concede alla Parte Finanziata, che accetta con vincolo solidale e indivisibile per sé e aventi causa, un (mutuo, apertura di credito ecc.) ex art. 38 e seguenti del D.Lgs. 385/93, di Euro [...] agli interessi determinati al successivo articolo [...] ai patti e sotto gli obblighi recati dalle norme di legge e dal presente contratto. Il Finanziamento sarà erogato mediante uno o più atti di erogazione e quietanza. Ogni atto di erogazione sarà stipulato nella forma di atto pubblico notarile (e con annotazione a margine dell'iscrizione relativa all'ipoteca prevista nel successivo art. [...], ai sensi dell'art. 39, n. 2, del D.Lgs. 385/93)."⁶

Il finanziamento strutturato prevede anche la destinazione del finanziamento e conseguentemente, a carico del soggetto finanziato, in aggiunta all'obbligazione di restituire il prestito e di corrispon-

⁴ Banca d'Italia, Istruzioni di vigilanza, cit.

⁵ Per le controversie giudiziarie occasionate dal contratto sarà competente esclusivamente il Foro ivi indicato (fatta salva la competenza speciale disposta in materia di esecuzione immobiliare dagli art. 21 e 26 del codice di procedura civile).

⁶ I riferimenti al D.Lgs. 385/93 sono da inserire, e nel caso obbligatoriamente, solo per operazioni di credito fondiario.

5 Casi di finanziamento strutturato nel settore immobiliare

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 e 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 (alcune voci comuni di minore importanza non saranno presentate nei *term sheet* successivi), 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.¹

5.1 Finanziamento strutturato di un'operazione immobiliare a reddito

5.1.1 *Descrizione dell'operazione immobiliare a reddito*

Il finanziamento è finalizzato a fornire parte del capitale necessario per un'operazione di investimento in un immobile locato a terzi.

¹ Vedi www.morri-mazza.it per approfondimenti. 

6 **Gli accordi di Basilea e i finanziamenti immobiliari strutturati**

Gli Accordi di Basilea sui requisiti patrimoniali delle banche sono il frutto del lavoro del Comitato di Basilea, istituito dai governatori delle Banche Centrali dei paesi del G10 alla fine del 1974 e che opera in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali, un'organizzazione internazionale con lo scopo di promuovere la cooperazione fra le banche centrali e altre agenzie equivalenti allo scopo di perseguire la stabilità monetaria e finanziaria. Nel 1988 il Comitato di Basilea ha introdotto il sistema di misurazione del capitale comunemente chiamato Accordo di Basilea sul Capitale (o "Basilea I"), a cui hanno aderito le autorità centrali di oltre cento paesi e in cui si definiva l'obbligo per le banche di accantonare capitale nella misura dell'8% del capitale erogato, allo scopo di garantire solidità alla loro attività.

Nel gennaio 2001 il Comitato di Basilea ha pubblicato il documento di consultazione "The New Basel Capital Accord", per definire la nuova regolamentazione in materia di requisiti patrimoniali delle banche. Nel giugno 2004 si è quindi giunti, dopo mesi di consultazioni e verifiche, a un testo definitivo (noto come "Basilea II"), mentre l'attuazione dell'accordo, originariamente prevista per la fine del 2006, è ancora in fase iniziale e con rilevanti differenze tra i vari paesi. Il contenuto del Nuovo Accordo si articola su tre pilastri:

1. *I requisiti patrimoniali minimi*: un affinamento della misura prevista dall'accordo del 1988 che richiedeva un requisito di accantonamento dell'8%, in quanto ora si tiene conto anche del rischio operativo e del rischio di mercato. Inoltre, per il rischio di credito, le banche possono utilizzare metodologie diverse di calcolo dei requisiti.

2. *Il controllo delle Banche Centrali*: tenendo conto delle strategie aziendali in materia di patrimonializzazione e di assunzione di rischi, le Banche Centrali hanno una maggiore discrezionalità nel valutare l'adeguatezza patrimoniale delle banche, potendo imporre una copertura superiore ai requisiti minimi.
3. *Disciplina del Mercato e Trasparenza*: sono previste regole di trasparenza per l'informazione al pubblico sui livelli patrimoniali, sui rischi e sulla loro gestione.

In seguito alla crisi finanziaria, tuttavia, il Comitato per la supervisione bancaria di Basilea sta già lavorando a nuove regole per la gestione delle attività a rischio del sistema bancario, note come "Basilea III", che dovranno integrare o sostituire i precedenti Accordi. Le regole di Basilea III si articoleranno su tre punti: la garanzia di liquidità a breve, la trasformazione delle scadenze e i requisiti di capitale.

6.1 Accordi di Basilea e finanziamenti immobiliari

Gli Accordi di Basilea sui requisiti patrimoniali hanno come intento quello di assicurare una stabilità nel sistema bancario che si riflette necessariamente in una stabilità del sistema economico e stabiliscono, tra l'altro, i requisiti patrimoniali che devono avere le banche in relazione al rischio assunto dalle stesse nell'ambito della loro attività caratteristica.

Il principio generale su cui si basano tali accordi è che il rischio assunto da una banca deve trovare un adeguato sostegno nell'ammontare del patrimonio di vigilanza, che può essere sinteticamente definito come il patrimonio che le banche devono accantonare nel proprio bilancio a fronte, tra l'altro, della copertura dei rischi delle esposizioni creditizie nei confronti dei propri clienti. Le banche devono costantemente mantenere un ammontare minimo di patrimonio di vigilanza pari all'8% del complesso delle attività ponderate in relazione ai rischi di perdita per inadempimento dei debitori (rischio creditizio).¹

¹ Banca d'Italia, "Istruzioni di vigilanza per le banche", in www.bancaditalia.it.

7 La provvista e la sindacazione

Nel corso di questo capitolo si illustrano due importanti aspetti che caratterizzano l'attività delle banche che finanziano interventi immobiliari: la *provvista*, cioè i sistemi con cui le banche “raccolgono” il denaro sul mercato per poi impiegarlo nell'erogazione di finanziamenti immobiliari, e la *sindacazione del finanziamento*, cioè la modalità con cui la banca che ha originato l'operazione condivide con altre banche il finanziamento, oppure cede integralmente il relativo credito attraverso la complessa operazione di cartolarizzazione.

Se la raccolta è un'attività necessaria per la banca (in quanto intermediario finanziario), quelle di sindacazione e di cartolarizzazione sono attività facoltative che hanno trovato diffusione in Italia negli ultimi decenni e hanno favorito una consistente erogazione di finanziamenti immobiliari anche da parte di banche poco capitalizzate.

In questo contesto è utile ricordare che nel sistema tradizionale di erogazione dei finanziamenti immobiliari, la banca, una volta ottenuta la provvista, eroga al cliente il finanziamento e il relativo credito rimane della banca per tutta la sua durata. Conseguentemente il rapporto tra la banca e il soggetto finanziato ha una durata equivalente a quella del finanziamento e l'eventuale *default* dell'operazione coinvolge solo la banca che l'ha originata, che ha quindi un forte interesse a istruire perfettamente il finanziamento e ad avere una visione a medio-lungo termine dell'operazione. Nel sistema tradizionale l'importo dei finanziamenti in circolazione è pertanto direttamente rapportato al patrimonio delle banche, che devono garantire, tra l'altro, il relativo rischio di credito dei finanziamenti erogati.

Differentemente, nel sistema attuale (messo in forte discussione dopo la crisi dei mutui *sub-prime*) le banche possono cedere (anche immediatamente dopo la definizione dell'operazione) il finanziamento a terzi soggetti (che non sono banche) i quali, in estrema sintesi, emettono titoli sul mercato per finanziare l'acquisizione. La banca erogatrice non ha quindi interesse a curare l'attività di provvista (farà una provvista a breve) né, necessariamente, un duraturo rapporto con il soggetto finanziato. Dopo la cessione, l'eventuale *default* del soggetto finanziato non coinvolgerà più la banca, ma solo i soggetti che hanno comprato i titoli emessi sul mercato in sede di cartolarizzazione. L'importo dei finanziamenti in circolazione è "potenzialmente" infinito perché non più associato ai rigidi requisiti patrimoniali delle banche.

Per evitare che si ripresentino in futuro gli effetti distorti delle cartolarizzazioni, sarebbe opportuno introdurre regole che, per esempio, costringano le banche a mantenere i finanziamenti per un periodo più lungo prima di essere cartolarizzati (si potrebbe, per esempio, prevedere la perdita del beneficio dell'imposta sostitutiva in caso di cessione prima di un determinato numero di anni), oppure che favoriscano i fenomeni di aggregazione bancaria, anche post erogazione, nella concessione dei finanziamenti immobiliari (le sindacazioni). Questo consentirebbe, infatti, di mantenere il rischio creditizio legato ai finanziamenti immobiliari all'interno di soggetti giuridici fortemente regolati e sufficientemente patrimonializzati.

7.1 La provvista dei finanziamenti immobiliari

Il sistema di raccolta c.d. "germanico", caratterizzato dalla stretta correlazione tra attività di raccolta (le cartelle fondiari) e attività di impiego (i mutui fondiari ed edilizi) riservata a istituti di credito specializzati, è stato in vigore in Italia dal 1905 (Regio Decreto 16 luglio 1905, n. 646) sino al 1976 (D.P.R. 21 gennaio n. 1976 n. 7). Questa corrispondenza si riscontrava al momento del perfezionamento del finanziamento e doveva conservarsi anche durante l'intera fase di ammortamento dell'operazione, al punto che il rimborso delle cartelle fondiari doveva avvenire in coincidenza della restituzione delle quote del finanziamento e, in caso di estinzione

8 Il leasing immobiliare

Il leasing può rappresentare una modalità per ottenere l'utilizzo di un bene strumentale senza acquisirne direttamente la proprietà, ma costituisce anche una modalità di finanziamento quando la finalità è traslativa e la fase intermedia di locazione è solo funzionale a tale obiettivo.

Il contratto di leasing costituisce un negozio giuridico non espressamente disciplinato dal legislatore civico¹ e prevede che:

- l'acquisto del bene oggetto del finanziamento avvenga da parte della società di leasing o altro intermediario finanziario, detto concedente o locatore;
- il bene rimanga di proprietà del concedente, che lo ha acquistato in nome proprio, per tutta la durata del contratto e viene dato in godimento a un altro soggetto, detto utilizzatore, locatario o conduttore, in cambio di un corrispettivo periodico prestabilito;
- il trasferimento di proprietà verso l'utilizzatore potrà avvenire alla fine del contratto pagando un prezzo di riscatto definito inizialmente, oppure anticipatamente pagando il valore del debito residuo.

¹ La definizione comunemente riportata è quella data dalla Corte di Cassazione (n. 3020 del 6 maggio 1986) in base alla quale il contratto di leasing è "un contratto atipico avente per oggetto la disponibilità di un bene per un periodo determinato, dietro il corrispettivo di un canone periodico fissato in relazione al recupero del prezzo del bene".

L'utilizzatore del bene può essere un'impresa, un professionista o anche un soggetto privato, che intende utilizzare il bene nell'attività economica, oppure destinarlo a un uso privato. Il corrispettivo per l'utilizzo è costituito da canoni che l'utilizzatore paga periodicamente al concedente.

Nella stipula di un contratto di leasing le principali variabili che compongono il contratto di locazione riguardano la determinazione del costo del bene (comprensivo di IVA), che verrà interamente finanziato dalla società di leasing, ma le cui caratteristiche specifiche vengono determinate dall'utilizzatore che sceglie anche il fornitore presso il quale effettuare l'acquisto.

Sulla base delle specifiche esigenze delle controparti, si definiranno il numero, l'ammontare e le modalità di corresponsione dei canoni periodici e la modalità della relativa fatturazione; la periodicità dei canoni generalmente è mensile, ma è comunque possibile prevedere una diversa periodicità o forme di periodicità irregolare coerentemente con la tipologia di attività svolta e le esigenze dell'utilizzatore. Le parti dovranno definire anche l'importo da corrispondere in sede di stipulazione del contratto sotto forma di primo canone (detto anche maxicanone o canone iniziale), di canoni anticipati a valere o meno sugli ultimi, di deposito cauzionale fruttifero o infruttifero, nonché le modalità di esercizio dell'opzione d'acquisto e la determinazione del relativo prezzo di riscatto.

Nel leasing è possibile dedurre fiscalmente i canoni di locazione corrisposti dall'utilizzatore. Al fine di limitare i benefici fiscali derivanti da un troppo rapido ammortamento di fatto del bene, il legislatore ha imposto un limite alla durata minima dei contratti.²

In genere, la società di leasing non ha interesse a mantenere in proprietà il bene alla scadenza del contratto, specialmente se si tratta di un bene caratterizzato da elevate specificità; per tale ragione, oltre alla natura di finanziamento del contratto, il prezzo di riscatto è generalmente molto basso e prevedibilmente inferiore al valore futuro del bene.

Il contratto dovrà regolamentare anche altre possibili situazioni

² Vedi il *Par. 8.5.1.*

che potranno verificarsi al termine, o eventualmente durante il contratto, tra le quali la restituzione del bene, le modalità di rinnovo dell'operazione e l'eventuale sostituzione del bene.

Il leasing, oltre ai vantaggi fiscali, è particolarmente vantaggioso in quanto finanzia interamente il valore del bene e la relativa IVA, a meno del valore del maxicanone corrisposto contestualmente all'inizio dell'operazione che di fatto, da un punto di vista finanziario, corrisponde al capitale proprio necessario per realizzare l'investimento. Si osserva tuttavia che, nel caso dei fondi immobiliari,³ il finanziamento mediante leasing non è particolarmente conveniente in quanto non è prevista tassazione in capo al veicolo e il rimborso dell'IVA avviene in tempi più brevi.

Il capitolo si apre con una classificazione delle diverse forme di leasing, per poi dedicare spazio al contratto di leasing immobiliare. Si affrontano quindi due peculiarità del leasing: a livello contabile, la problematica dell'iscrizione in bilancio dei beni in leasing e, a livello fiscale, la modalità di calcolo dei canoni. Dopo aver presentato i diversi aspetti contrattuali, contabili e fiscali, si affronta infine la valutazione di convenienza economica del leasing quale strumento di finanziamento, sia per l'acquisizione di un nuovo bene, sia per finanziare un bene già in proprietà mediante il *sale & lease back*.

8.1 Classificazione del leasing

Il contratto di leasing è definito leasing operativo o leasing finanziario in funzione dell'assenza o presenza dell'opzione finale di riscatto del bene. Tale distinzione è molto importante in quanto vi è una forte diversità nelle finalità e soprattutto nella modalità di trattamento fiscale; inoltre, la prima tipologia non costituisce una modalità di finanziamento bensì una modalità di ottenimento di mezzi produttivi, mentre nella seconda modalità l'intento dell'operazione è di finanziare un investimento. Una rapida descrizione delle due forme chiarirà meglio il funzionamento del contratto.

³ Vedi il *Cap. 1* per un approfondimento sui fondi immobiliari.

9 Le forme ibride di finanziamento

Nel corso di questo capitolo presenteremo le forme ibride di finanziamento, definite anche *mezzanine debt financing* e *preferred equity*, che fanno riferimento a un insieme di strumenti finanziari flessibili con caratteristiche tecniche differenti e che vengono combinati per adattarsi al meglio alle esigenze specifiche di finanziamento. Non si tratta di forme di capitale definite con una forma tipizzata, quale per esempio il contratto di mutuo, bensì di forme di capitale che si collocano a metà tra il debito *senior* e l'*equity*, derivando caratteristiche da entrambe le tipologie.

Tipicamente si parla di *mezzanine debt financing*, quando prevale la componente debito (fondamentalmente un debito subordinato) e di *preferred equity*, quando prevale la componente di capitale proprio e quindi la partecipazione al rischio: per semplicità espositiva nel parlare di forme ibride di finanziamento si farà riferimento al più generale termine *mezzanine*, salvo specificare di volta in volta la prevalenza del capitale di debito o del capitale proprio in funzione dell'effettiva struttura contrattuale. In presenza di *preferred equity* si è nel caso di uno *structured joint venture agreement*, in cui sono presenti due categorie differenti di azioni o quote di fondi e dove è previsto uno schema di distribuzione differenziata dei proventi e dei flussi di cassa dell'iniziativa.

9.1 Descrizione

Il *mezzanine* si è diffuso a partire dalla fine degli anni settanta negli Stati Uniti, e in Europa successivamente, sull'onda dei processi di *merger & acquisition* attuati con ricorso considerevole a fonti di terzi.

10 Effetti della leva finanziaria nelle operazioni immobiliari¹

Nel corso di questo capitolo illustreremo gli effetti della leva finanziaria nel contesto degli investimenti immobiliari. Come tale, il capitolo ha tre obiettivi principali:

1. esaminare l'impatto dell'uso del *leverage* sulla relazione rischio-rendimento in funzione di due elementi critici:
 - il rapporto *loan to value*;
 - lo *spread* fra i rendimenti *unlevered* degli investimenti e il costo del debito;
2. chiarire le circostanze in cui l'uso della leva finanziaria è appropriato;
3. esporre alcune illustrazioni sull'uso della leva finanziaria.

10.1 Un'illustrazione

Come suggerito dal nome stesso, la leva finanziaria, riducendo la contribuzione di capitale di rischio (*equity*), agisce da fulcro, in-

¹ A cura di Federico Chiavazza, docente presso l'Area Amministrazione, Controllo, Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi School of Management. Coordinatore del percorso di formazione *Real Estate* a catalogo per *executive*, del corso di Asset Management Immobiliare e del corso di Pianificazione Finanziaria per le Operazioni di Sviluppo Immobiliare. Dopo la laurea in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi ed un periodo di attività professionale e accademica ha conseguito il Master of Science in Real Estate presso la New York University. Attualmente affianca un intenso impegno professionale all'attività accademica, in qualità di *Senior Associate* presso Avalon Real Estate, *advisor* di alcune fra le principali realtà del settore immobiliare nazionale.

11 *Non Performing Loan (NPL)*¹

11.1 Introduzione

L'obiettivo del presente capitolo è fornire una rappresentazione dei principali aspetti legati al business degli NPL visto nell'ottica dell'investitore. In particolare, si intende illustrare come dalla combinazione degli elementi oggettivi, tipici degli NPL, e delle strategie di risoluzione adottate per il recupero del relativo credito, sia possibile costruire un modello esemplificativo dei flussi di cassa rivenienti dalla gestione di un portafoglio di NPL.

Il capitolo è articolato in quattro parti. Nella prima parte vengono analizzati gli elementi oggettivi e valutativi tipici degli NPL, quali l'ammontare del credito (GBV), la forma tecnica, le garanzie, le fasi legali e la valutazione degli immobili. Nella seconda parte si affrontano le principali tipologie di risoluzione utilizzate per il recupero del credito (giudiziale, stragiudiziale e REO), mettendo a confronto le principali differenze sia da un punto di vista tecnico sia sotto il profilo della stima del valore di recupero. Nella terza parte

¹ A cura di Michele Vitucci. Laureato presso la Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Bari, abilitato alla professione di Dottore Commercialista e Revisore dei Conti, ha lavorato nel settore degli NPL dal 1998 al 2004 per Morgan Stanley Real Estate Funds e successivamente fino a dicembre 2007 per Pirelli Real Estate, partecipando attivamente a numerose operazioni di acquisto di portafogli di mutui ipotecari in sofferenza e successiva cartolarizzazione. Nel corso della sua esperienza ha ricoperto diversi ruoli tra cui Direttore amministrazione mutui, CFO, Responsabile Portfolio Management che gli hanno consentito di maturare una vasta conoscenza degli aspetti contabili, legali, fiscali e gestionali relativi al business degli NPL nel contesto di operazioni di cartolarizzazione. Dopo aver lavorato per circa due anni come COO in Multi Development Italia, attualmente svolge attività di consulenza nel settore dello sviluppo immobiliare.

si analizzano le tecniche per la stima dei flussi di cassa attesi relativi a un portafoglio di NPL, fornendo anche la rappresentazione di un caso. Infine, l'ultima parte del capitolo è dedicata alla cartolarizzazione, forma tipica di finanziamento utilizzata per l'acquisto di portafogli di NPL, con la sintesi delle informazioni relative alle fasi, ai soggetti e a contratti principali di tale operazione.

11.2 La definizione di *Non Performing Loan*

Quando si parla di *Non Performing Loan* si fa riferimento genericamente a crediti problematici e di difficile riscossione e recupero. In Italia la definizione di crediti problematici viene fornita da Banca d'Italia nella circolare n. 272 del 30 luglio 2008 riguardante la normativa di vigilanza bancaria e finanziaria. In base a tale documento i crediti problematici possono essere classificati² in:

- *Sofferenze*: esposizioni per cassa e fuori bilancio (finanziamenti, titoli, derivati ecc.) nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca. Si prescinde, pertanto, dall'esistenza di eventuali garanzie (reali o personali) poste a presidio delle esposizioni. Sono escluse le esposizioni la cui situazione di anomalia sia riconducibile a profili attinenti al rischio Paese.
- *Partite incagliate*: esposizioni per cassa e fuori bilancio nei confronti di soggetti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, che prevedibilmente possa essere rimossa in un congruo periodo di tempo. Si prescinde dall'esistenza di eventuali garanzie (personali o reali) poste a presidio delle esposizioni. Sono escluse le esposizioni la cui situazione di anomalia sia riconducibile a profili attinenti al rischio Paese.
- *Esposizioni ristrutturate*: esposizioni per cassa e fuori bilancio per le quali una banca (o un pool di banche), a causa del deterioramento delle condizioni economico-finanziarie del

² Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 – 1° aggiornamento del 10 dicembre 2009.