

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 fidejussioni 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.