

## 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 deducibile<sup>1</sup> 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.

---

<sup>1</sup> 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:<sup>2</sup>

- *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).

---

<sup>2</sup> 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](http://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.