

Giacomo Morri
Antonio Mazza

Strumenti e tecniche di finanziamento immobiliare

Prefazione di
Stefano Caselli

Giacomo Morri
Antonio Mazza

Strumenti e tecniche di finanziamento immobiliare

Prefazione di
Stefano Caselli

Indice

Prefazione , di <i>Stefano Caselli</i>	XI
Introduzione	1
1 Introduzione al finanziamento immobiliare	11
1.1 Forme di capitale: debito ed equity	12
1.2 Un approccio diverso al finanziamento immobiliare	16
1.3 Corporate Finance e Project Finance	17
1.4 Debt advisor: il consulente della parte finanziata	19
2 Gli effetti della leva finanziaria nelle operazioni immobiliari , di <i>Federico Chiavazza</i>	21
2.1 Un'illustrazione	21
2.2 Gli effetti dell'aumento di volatilità	23
2.3 L'effetto della leva finanziaria sui ritorni	24
2.4 L'effetto della leva finanziaria sul rischio	25
2.5 No free lunch	26
2.6 Il funzionamento della leva finanziaria	27
2.7 L'effetto dello spread	28
2.8 Quando utilizzare la leva finanziaria: una breve sintesi	29
3 I soggetti finanziatori	31
3.1 L'evoluzione dei soggetti finanziatori nel settore immobiliare	31
3.2 Finanziamento bancario	36
3.3 Dalla banca tradizionale agli alternative lender	42
3.4 Il crowdfunding, di <i>Paolo Benedetto</i>	45
4 I soggetti finanziati , di <i>Gabriele Paladini</i>	53
4.1 SPV tradizionali: la S.r.l.	53
4.2 Fondi e SICAF immobiliari	57

4.3	SIHQ	61
4.4	Cartolarizzazione immobiliare	62
5	Il finanziamento bancario e gli Accordi di Basilea	67
5.1	La storia degli Accordi di Basilea	67
5.2	Accordi di Basilea e finanziamenti immobiliari strutturati	74
6	Il finanziamento immobiliare strutturato	81
6.1	Il finanziamento immobiliare per gli immobili commerciali	81
6.2	Il finanziamento bancario	86
6.3	Il credito ordinario e il credito fondiario	90
6.4	Elementi e fasi di un finanziamento strutturato	100
6.5	Il Term sheet nei finanziamenti strutturati	126
7	Le garanzie nei finanziamenti strutturati	129
7.1	La garanzia ipotecaria	129
7.2	Frazionamento dell'ipoteca e suddivisione del finanziamento in quote	132
7.3	La cessione in garanzia, il mandato all'incasso e il pegno dei crediti	135
8	Cenni ai profili fiscali dei finanziamenti immobiliari, di <i>Gabriele Paladini</i>	151
8.1	Le imposte indirette sulle operazioni di finanziamento	151
8.2	La tassazione degli interessi attivi per il lender e la withholding tax	154
8.3	La deduzione degli interessi passivi per il borrower	155
9	I principali elementi economici in un'operazione di finanziamento	157
9.1	Importo finanziato	158
9.2	Commissioni	159
9.3	Tasso di interesse	162
9.4	Covenant	167
9.5	Allocazione del debito	178
9.6	Termini di restituzione, modalità di rimborso obbligatorio e facoltativo	179
9.7	Cascata dei pagamenti	183
9.8	Intercreditor agreement	184
9.9	Altre clausole	185
10	La copertura del rischio di interesse del debito, di <i>Cesare Conti</i> e <i>Marco Lamberti</i>	195
10.1	I principali prodotti derivati per la gestione del rischio di interesse	197

10.2	L'utilizzo dei prodotti derivati per la copertura del rischio di interesse del debito a tasso variabile	207
10.3	La copertura del rischio di interesse nelle operazioni di sviluppo immobiliare	209
11	L'analisi di Term sheet di finanziamenti immobiliari strutturati	211
11.1	Analisi del TS del finanziamento di un immobile esistente locato	211
11.2	Analisi del TS del finanziamento di una operazione di sviluppo	239
11.3	Clausole particolari nei TS di finanziamenti per trade-related property	251
12	Casi di finanziamenti immobiliari strutturati: un'analisi numerica	255
12.1	Finanziamento strutturato di un'operazione immobiliare a reddito	255
12.2	Finanziamento strutturato di un portafoglio immobiliare da frazionare	267
12.3	Finanziamento di un progetto di sviluppo immobiliare	280
13	Il leasing immobiliare	291
13.1	Classificazione del leasing	293
13.2	Il contratto di leasing immobiliare, di <i>Nicole Frigo</i>	296
13.3	Iscrizione in bilancio dei beni in leasing, di <i>Mario Bono</i>	305
13.4	Trattamento fiscale, di <i>Giovanni Gallucci</i>	311
13.5	Valutazione di convenienza economica del leasing	321
14	Le forme ibride di finanziamento	333
14.1	Descrizione	333
14.2	Modalità di costruzione e costo del mezzanine finance	337
14.3	Il funzionamento economico dei finanziamenti ibridi	342
15	Alternative lending e fondi private debt immobiliari, di <i>Gennaro Giordano e Matteo Cidonio</i>	349
15.1	Contesto globale ed europeo dei FPD	350
15.2	Perché i FPD solo ora sono una opportunità sul mercato del debito commerciale per fornire finanziamenti	351
15.3	Come operano i FPD nei finanziamenti immobiliari in Italia e quali sono gli sponsor che finanziano	352
15.4	Regolamentazione e natura del veicolo per costituire un FPD in Italia	354
15.5	Principali termini di un FPD Immobiliare	356
15.6	Struttura e tipologia dei finanziamenti in cui investono i FPD	359
15.7	Provvista finanziaria: solo equity?	360
15.8	Esempio di un Term sheet di un finanziamento di un FPD	362

16 Green financing e la rilevanza dei criteri ESG,	
di <i>Michele Monterosso</i>	365
16.1 Sostenibilità e sfide di transizione	365
16.2 Il ruolo della finanza e i principali strumenti di finanza sostenibile	369
16.3 Le priorità ESG nel settore immobiliare	377
16.4 Casi di studio	383
17 La ristrutturazione e la rinegoziazione dei finanziamenti immobiliari	391
17.1 Nuovo finanziamento	393
17.2 Proroga	393
17.3 Atto di ristrutturazione	394
17.4 Novazione	395
17.5 Aspetti normativi e regolamentari	396
Bibliografia	405

Prefazione

di *Stefano Caselli**

Immobili e finanza sono due concetti il cui legame si perde nel profondo dei tempi e la cui storia si intreccia e si accavalla sistematicamente, accompagnando ora fasi di sviluppo, ora di crisi speculative ma anche di forte innovazione. È un legame che necessariamente si sviluppa lungo due vie differenti: da un lato, il real estate è un settore target per le operazioni di finanziamento e si presta ad essere il collateral di base nelle transazioni di lending che necessitano di una copertura adeguata; dall'altro lato, il real estate è una componente essenziale di investimento della ricchezza e nell'ambito di una logica ampia ed efficace di wealth management, la dimensione immobiliare è elemento essenziale della costruzione di portafogli coerenti con le aspettative del cliente. Ma ferme restando queste considerazioni generali, che rimangono stabili nelle loro definizioni di fondo ma che evolvono continuamente sotto il profilo delle metodologie e degli strumenti grazie all'innovazione finanziaria, il tema real estate e del finanziamento delle operazioni di real estate appare oggi cruciale sotto tre punti di vista differenti.

In primo luogo, la realizzazione di opere di trasformazione e riqualificazione di vaste aree urbane è la tendenza emergente dell'ultimo decennio, che caratterizza le principali piazze europee e internazionali. La disponibilità di patrimoni urbani a volte fatiscenti e la crescita della competizione fra le diverse capitali del mondo per attrarre talenti, imprese, turisti ed eventi fa della trasformazione immobiliare un elemento essenziale di visibilità e di attrattività. Se Milano è un caso simbolo di trasformazione socio-ambientale grazie anche alla leva immobiliare, capitali e metropoli come Parigi, Berlino, Barcellona già all'inizio degli anni Novanta, Chicago, parti di New York, vedono nel cambiamento del proprio skyline l'elemento visibile ed iconico di una trasformazione ben più profonda. In questo senso, il forte attivismo ed interventismo dei fondi sovrani, alla ricerca essi stessi di trophy asset e di progetti di grande portata, catalizza e moltiplica gli effetti dati da una trasformazione che vede il convergere di competenze differenti e sinergiche: quelle architettonico-in-

* Dean di SDA Bocconi School of Management e Professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari, presso l'Università Bocconi.

gegneristiche, quelle del design, quelle della finanza e dell'arte. La corsa continua alla trasformazione e alla rigenerazione trascina non solo investimento ma anche esigenza di leva finanziaria che diviene il mezzo per rendere possibile il risultato.

In secondo luogo, i cambiamenti operati grazie al real estate non sono solo un fenomeno che investe le «vecchie» metropoli per trasformarle in qualcosa di diverso. È un fenomeno che agisce come elemento di creazione di nuove aree che vogliono «contare» nel mondo e quindi competere esse stesse nell'arena globale. Lo sviluppo architettonico dal nulla delle nuove capitali nell'area del Golfo ma anche delle terre di sviluppo cinese come Shenzhen – o ancora le città simbolo dell'Asia, da Kuala Lumpur a Mumbai e Singapore – vedono nell'utilizzo della dimensione immobiliare ancora una volta il fattore sia di attrazione di imprese, istituzioni, turismo e residenti sia di qualificazione simbolica della propria presenza nel mercato degli investimenti e dei traffici commerciali.

Da ultimo, in un mondo caratterizzato da una straordinaria massa di ricchezza finanziaria da investire e dalla dinamica di sviluppo delle classi illiquide all'interno di qualsiasi portafoglio, l'asset class del real estate è un inevitabile e necessario elemento di diversificazione, di stabilizzazione del portafoglio stesso e soprattutto di generazione di extra-rendimenti spesso non ottenibili da altre classi di investimento come i governativi e l'obbligazionario più in generale. Ma al di là delle fasi alterne dettate dal ciclo dei tassi di interesse, il real estate costituirà per i prossimi anni un'area di investimento decisamente importante: lo sviluppo di nuove aree urbane e la riqualificazione di altre già esistenti non sono solo un'opportunità di investimento di per sé ma divengono il pretesto e la leva di ulteriore creazione di valore per effetto proprio dello sviluppo immobiliare.

Questi elementi che interagiscono fra loro ci ricordano come solo un'adeguata comprensione tecnico-finanziaria degli immobili possa portare al rafforzamento del connubio fra real estate e finanza, secondo una prospettiva di creazione di valore e non di ulteriore rischio o addirittura di nuove bolle speculative, che pur fanno parte della storia della finanza e del real estate. La conoscenza delle tecniche di finanziamento dei progetti immobiliari è proprio alla base di tutto questo. E troppo spesso è stata una materia o assimilata frettolosamente (ed erroneamente) ad altre asset class finanziarie piuttosto che riservata ad un nucleo limitato di tecnici e addetti ai lavori. Il libro di Morri e Mazza ribalta correttamente questa prospettiva e ci accompagna nella lettura e nella diffusione di metodologie e prassi che debbono diventare progressivamente un patrimonio noto e chiaramente distinto da quello che occorre per l'utilizzo di altri strumenti finanziari e di altri progetti di impresa. Morri e Mazza colgono con accuratezza questi elementi, affrontando in modo sistematico e tecnico tutte le forme di finanziamento del real estate, mantenendo una continua attenzione a coniugare il rigore espositivo con l'esigenza di offrire un taglio manualistico utile agli operatori e ai professionisti del mercato. Ben venga quindi questa lettura, alla scoperta di un mondo che non può essere più considerato un sistema a parte. Finanza e patrimonio immobiliare sono insieme.

Introduzione

Il libro *Finanziamento immobiliare* fu pubblicato nel 2010 nel bel mezzo della crisi finanziaria globale che ebbe origine nei primi mesi del 2007, partendo dai mutui immobiliari statunitensi ad alto rischio (cosiddetti *mutui subprime*), per poi propagarsi in tutto il mondo attraverso opachi prodotti strutturati¹. Nel libro del 2010 già si anticipava che la crisi finanziaria in corso riportava di grande attualità l'importanza della corretta modalità di finanziare gli investimenti anche nel settore immobiliare che stava vivendo un periodo di profonda trasformazione, in cui si stavano radicalmente modificando le caratteristiche, la struttura, gli operatori, le prospettive future, nonché i rapporti con gli altri settori e, in particolare, con il mondo del credito. Negli anni successivi sono seguiti interventi di ricapitalizzazione delle banche sostenuti anche con finanza pubblica e/o con il rilascio di garanzie pubbliche sulle emissioni di passività bancarie, al fine di assicurare il ripristino di condizioni di stabilità finanziaria.

Il lungo strascico di quella crisi ha spinto gli organismi di controllo internazionali ad attuare più severe regolamentazioni bancarie e azioni di supervisione volte a evitare di trovarsi nuovamente in situazioni che possano comportare il coinvolgimento della finanza pubblica scongiurando così crisi sistemiche a danno dell'intera collettività. In particolare, il regolatore ha rimarcato che una puntuale gestione della liquidità, la disponibilità di adeguate riserve patrimoniali nei bilanci delle banche e una corretta misurazione dei rischi sono fattori determinanti per la stabilità del sistema finanziario.

A partire dal 1° gennaio 2014 sono state trasposte nell'ordinamento dell'Unione Europea le riforme degli accordi del Comitato di Basilea («Basilea 3») volte a rafforzare la capacità delle banche di assorbire shock derivanti da tensioni finanziarie ed economiche, indipendentemente dalla loro origine, a migliorare la gestione del rischio e la governance, nonché ad aumentare la trasparenza e l'informativa delle

¹ G. Morri, A. Mazza, *Finanziamento immobiliare*, Milano, Egea, 2010.

banche stesse. Nel far ciò, il Comitato ha mantenuto l'approccio fondato sui tre Pilastri (requisiti patrimoniali, controllo delle autorità di vigilanza, disciplina di mercato e trasparenza) alla base del precedente accordo sul capitale, noto come «Basilea 2», integrandolo e rafforzandolo per accrescere la quantità e la qualità della dotazione di capitale degli intermediari finanziari, nonché introducendo strumenti di vigilanza anticiclici, norme sulla gestione del rischio di liquidità e sul contenimento della leva finanziaria.

Questi fattori, unitamente a nuove riforme dei già menzionati Accordi («Basilea 4») incidono profondamente sull'operatività delle banche anche nel settore della finanza immobiliare attraverso:

- a) un'attenta e misurata gestione del credito, consapevole delle ricadute che il rischio immobiliare ha sulle riserve patrimoniali e sui conseguenti profitti delle banche;
- b) una conseguente minore propensione a finanziarie operazioni a più alto rischio (leggasi, in particolare, operazioni di sviluppo immobiliare o operazioni con alta leva finanziaria), se non con presidi e livelli di commercializzazione che possono essere gestiti solo da operatori istituzionali.

In questo senso, la regolamentazione disposta dagli Accordi di Basilea è pervasiva nell'operatività delle banche e condiziona l'intera vita del finanziamento immobiliare. Di fatto, il patto – spesso tradito – tra risparmiatori, investitori e banche, per cui i soldi prestati agli istituti di credito dovrebbero essere utilizzati per operazioni adeguatamente presidiate nel relativo rischio, è stato sempre più regolamentato dalle autorità centrali imponendo alla banca non solo di istruire i finanziamenti immobiliari con modelli testati, ma anche di mantenere nel bilancio riserve patrimoniali di un ammontare che rifletta, tempo per tempo, il rischio del credito immobiliare concesso.

Sotto questo profilo, l'istruttoria del finanziamento e la sua intera vita è un ideale gioco di compensazioni tra l'importo residuo del finanziamento, l'*equity* del soggetto finanziato, il valore dell'immobile concesso in garanzia e le riserve patrimoniali della banca, in modo tale che uno scongiurato e denegato *default* dell'operazione si rifletta solo sul progetto finanziato.

Questo nuovo contesto normativo, con sempre una maggiore regolamentazione degli istituti di credito, ha favorito a livello europeo la diffusione, prima in maniera opportunistica e poi sempre più strutturata, dei cosiddetti *alternative lender* che hanno colmato gli spazi lasciati dalle banche e/o hanno integrato, con i loro finanziamenti, la parte più rischiosa della struttura finanziaria. Negli ultimi anni, questi operatori hanno iniziato a operare anche nel mercato italiano e, come nel mondo anglosassone, stanno ora entrando in competizione con le banche stesse.

Molti di questi operatori, attraverso altre strutture giuridiche, erano già presenti nel mercato italiano avendo acquisto e/o gestito *non performing loan* (NPL) generatesi proprio durante e dopo la crisi finanziaria globale. Proprio anche grazie a questa

esperienza, gli *alternative lender* hanno maturato la necessaria e sufficiente competenza per gestire direttamente la concessione dei finanziamenti, a volte finalizzata proprio a sostenere gli imprenditori debitori degli stessi NPL. Questi soggetti, attraverso fondi di private *equity* o fondi di debito sono, paradossalmente, l'estrema *ratio* delle banche: investendo il capitale dei loro investitori nel credito immobiliare sono simili alla banca che è costretta dalla normativa (perché, per esempio, il finanziamento è un NPL e sono trascorsi un certo numero di anni dal default) a utilizzare solo le proprie riserve patrimoniali per coprire un finanziamento.

Gli *alternative lender* lo fanno consapevolmente e investendo *equity*, con la conseguenza che la remunerazione che richiedono, e quindi il costo per i soggetti finanziati, è sensibilmente più alta di quella dei prestiti bancari.

Non sono soggetti regolamentati (tranne quelli riconducibili al mondo delle assicurazioni) proprio perché non attingono al mercato del risparmio pubblico e un loro *default* dovrebbe avere ricadute solo sui loro investitori anche se, ultimamente, si assistono a operazioni denominate «*loan on loan*», in cui vi è un rifinanziamento finalizzato a ridurre il costo della provvista, che avvicinano molto la loro operatività a quella delle banche, proprio coinvolgendo queste ultime nel rifinanziamento.

È importante sottolineare che, 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 eccessivo rischio finanziario, che vanificherebbe il beneficio economico di un apparente minor costo del capitale, e che al tempo stesso non renda troppo complessa l'operazione a causa di eccessivi vincoli imposti dai finanziatori.

Sotto questo profilo, bisogna ribadire che il ricorso al finanziamento bancario comporta per la banca l'accantonamento di riserve patrimoniali di entità correlata al rischio dell'operazione immobiliare, come se la banca stessa investisse idealmente parte della sua *equity* nell'operazione; il ricorso in tutto o in parte (come integrazione al finanziamento bancario) al credito concesso da un *alternative lender* è un indiretto coinvolgimento di un soggetto che investe, attraverso un finanziamento, la propria *equity* nell'operazione.

In entrambi i casi, il finanziamento ha un costo più basso dell'*equity* immessa dagli *sponsor* perché garantito *in primis* dall'ipoteca costituita sugli immobili oggetto del finanziamento. Ma è chiaro che un eccesso di leva finanziaria, oltre a mettere a rischio l'operazione, ha un costo finanziario progressivamente più elevato.

La possibilità di garantire il debito mediante ipoteche sugli immobili oggetto del finanziamento rende apparentemente il finanziatore meno esposto a quelli che sono i rischi generalmente collegati alla concessione di finanziamenti e quindi più incline

a intraprenderle. Tuttavia, il valore delle garanzie, in particolare in Italia, ma non solamente, continua a essere influenzato dal regime normativo e dai lunghi tempi dei processi di esecuzione che ne consentono l'effettiva attuazione.

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.

È importante sottolineare che i contratti di finanziamento immobiliare strutturato seguono sempre più spesso gli schemi internazionali proposti dalla Loan Market Association² (LMA) e condivisi dall'intera comunità finanziaria a livello globale, poiché in tal modo sarà più semplice coinvolgere altri *lender* (banche e/o *alternative lender*) sia nel *club deal* iniziale, sia nel mercato secondario attraverso la sindacazione del finanziamento.

Il coinvolgimento di una pluralità di *lender* ha diversi effetti virtuosi, tra i quali:

- a) consente alla banca che ha originato l'operazione di ridurre le riserve patrimoniali relative alla quota ceduta per impiegarle in altre operazioni;
- b) porta la stessa banca a condividere il rischio dell'operazione con altri *lender* e, per poterlo fare, la costringe a istruire e a chiudere l'operazione con i migliori e più puntuali presidi creditizi;
- c) aiuta a diffondere nel mercato internazionale immobiliare un linguaggio finanziario comune che consente una trasparente crescita del livello di competitività tra i *lender*, con un coinvolgimento nel mercato italiano di soggetti finanziatori non abitualmente presenti.

Le metodologie e gli esempi che saranno presentati nel libro sono solo alcune delle soluzioni maggiormente utilizzate per la stipula di contratti di finanziamento; tuttavia, trattandosi di contratti negoziati di volta in volta per specifiche operazioni, le loro clausole possono essere create e modificate tenendo conto delle diverse esigenze: di fatto, le operazioni nel *commercial real estate* si caratterizzano oramai sempre più per essere realizzate con finanziamenti strutturati *ad hoc* che adattano, senza però stravolgere, gli schemi proposti dalla LMA.

In un contesto di maturazione del settore, tuttavia, anche i finanziatori, specie gli *alternative lender*, possono avere un ruolo di rilevante importanza promuovendo l'utilizzo, in luogo solamente dei tradizionali strumenti di finanziamento, di tecniche più evolute, quali il *mezzanine financing* 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 anche nella gestione dell'operazione.

Nei contratti di finanziamento, particolare attenzione viene attribuita ai *covenant*, cioè agli impegni assunti dalla parte finanziata al fine di evitare il *default* del finanziamento. Sotto questo profilo, sempre sulla spinta del regolatore bancario, sono

² www.lma.eu.com

inseriti in contratto i cosiddetti *soft covenant* che consentono al soggetto finanziato di rimediare a eventuali lievi violazioni evitando così successive concessioni della banca che potrebbero essere interpretate come primi sintomi di crisi del finanziamento con ricadute, ancora una volta, sulle riserve patrimoniali del creditore e sulla credibilità finanziaria del suo cliente.

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 fruttifere. 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 e per 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 un capitale misto, nelle forme del debito mezzanino o del preferred equity, in cui ricadono tutte quelle tipologie 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 caratteristiche di entrambe le forme.

Un altro fattore che fino a pochi anni fa era scarsamente rilevante, ma che oggi invece sta condizionando notevolmente il mercato immobiliare e, di riflesso, il mercato del credito, è la sostenibilità ambientale che si traduce nei fattori ESG. Di fatto, se un tempo era etico finanziare immobili con un basso consumo energetico, ora è anche conveniente e meno rischioso perché tutti i soggetti della filiera immobiliare, sotto la spinta della relativa normativa, stanno progressivamente adottando i fattori ESG come fondamento della loro attività al punto che, tra pochi anni, come le auto inquinanti, anche gli immobili a consumo energetico sopra certi livelli usciranno dal mercato e dovranno essere «rottamati». Si inizia già a parlare di *stranded asset* con riferimento proprio a quegli immobili che, a una certa data, non potranno più essere utilizzati. Ma non solo, diversamente dal caso delle auto inquinanti, anche in assenza di una normativa che ne vieti l'utilizzo, è di fatto lo stesso mercato a dirigersi in tale direzione, iniziando dalle imprese di maggiori dimensioni che già adottano politiche di *corporate social responsibility*, per proseguire verso i loro fornitori, che dovranno adattarsi alle richieste di comportamenti sostenibili per continuare a essere tali. Questo significa, che se oggi la tematica è di rilievo per le grandi imprese, e quindi i grandi immobili, in un futuro molto prossimo sarà di grande rilevanza anche per gli operatori, e gli immobili, di minore dimensione.

Nel finanziamento di immobili locati o affittati, il driver principale di questo cambiamento è proprio il conduttore che, sempre più spesso, sotto l'impulso delle sue politiche di sostenibilità, deve utilizzare solamente immobili che rispettano i

criteri ESG, oltre che per beneficiare di spazi con costi di gestione sensibilmente più bassi e più adatti ai dipendenti che, oramai sempre più, pretendono di lavorare in questa tipologia di immobili.

Naturalmente, negli ultimi anni, il mercato immobiliare ha subito dei forti «scossoni» conseguenti alla lunga pandemia che ha accelerato alcuni fattori già presenti nel mercato: il *remote working* e l'*e-commerce* sono due dei cambiamenti più evidenti che incidono, a vario livello, su molti asset immobiliari, evidenziando sempre più l'importanza della loro fungibilità che condiziona necessariamente il loro valore.

Nei finanziamenti, sempre più importante rimane comunque l'affidabilità dello *sponsor* del progetto in termini di capacità gestionale e di trasparente adempimento alle procedure cosiddette di *know your customer* che non comprendono solo il riconoscimento e la verifica dell'identità del soggetto finanziato e dei suoi *sponsor*, ma anche l'acquisizione di tutte quelle informazioni che dovrebbero consentire al finanziatore di valutare, prima e durante l'intera durata del finanziamento, l'esposizione a eventuali rischi di riciclaggio e finanziamento al terrorismo.

Le banche e gli *alternative lender* hanno consolidato l'approccio all'investimento immobiliare attraverso l'ottica della finanza di progetto, in cui la singola operazione viene valutata con la stessa ottica dell'investitore di *equity*. In tale prospettiva, la valutazione dell'operazione immobiliare 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 società veicolo (*special purpose vehicle*, SPV) o mediante un fondo immobiliare, 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 sue iniziative e dei relativi debiti.

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» compromettendo così il finanziamento del progetto.

La scelta di intitolare questa nuova edizione del libro, ampiamente aggiornata, *Strumenti e tecniche di finanziamento immobiliare*, lungi dal volere integralmente coprire tutte le possibili modalità di finanziamento, vuole evidenziare la complessità dei finanziamenti strutturati, la cui «tecnica» si basa su diversi «strumenti» spesso connessi tra loro. Infatti, in un settore che ha subito notevoli cambiamenti nel corso del tempo, i finanziatori svolgono anche un ruolo significativo nel promuovere l'uso di tecniche più avanzate, come il finanziamento mezzanino e il *private debt*, invece dei soli strumenti di finanziamento bancari tradizionali. A seconda del livello di rischio che i finanziatori decidono di accettare, possono di conseguenza ricevere una quota degli utili e svolgere un ruolo più significativo nella struttura del capitale.

Le tecniche di finanziamento esistenti possono essere suddivise in due categorie principali: gli strumenti di finanziamento che identificano una specifica forma contrattuale (come mutui, leasing finanziari o azioni ordinarie ecc.) e le tecniche di finanziamento che specificano metodi di finanziamento composti da più strumenti

(come il finanziamento mezzanino ibrido con un mutuo ipotecario e un *equity kicker* ecc.). La tecnica di finanziamento presuppone quindi l'utilizzo congiunto di diversi strumenti di finanziamento per soddisfare al meglio i requisiti più complessi e dettagliati.

Contenuti del libro

Nell'ottica sopra esposta, il libro fornisce gli strumenti tecnici, legali ed economico-finanziari per orientarsi in questo mercato in perenne mutamento. Come altri mercati, anche quello immobiliare è caratterizzato da una permanente instabilità in cui però è necessario adottare una strategia di medio-lungo termine.

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 nella forma del debito: in altre parole, nel Capitolo 1 si presentano le principali forme di capitale diverso dall'*equity*, la differenza tra un tipico approccio di finanziamento aziendale e di progetto e, in un contesto di crescente complessità, il ruolo dei *debt advisor*.

Nel Capitolo 2 si presentano alcune brevi, ma importanti, considerazioni sull'utilizzo della leva finanziaria, cioè proprio sul mix tra *equity* e debito, con gli effetti che produce sulla redditività attesa ed effettiva.

Nel Capitolo 3 l'attenzione è posta sul finanziamento bancario strutturato (in un approccio *project finance*) finalizzato al finanziamento di operazioni immobiliari commerciali.

In generale, nel libro si tratta solo per cenni il tema del finanziamento di immobili residenziali acquistati dai privati in quanto le logiche sono completamente differenti, essendo 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).

Chiaramente le logiche della finanza di progetto si adattano anche alle operazioni che hanno un sottostante di immobili residenziali affittati, operazioni che sono entrate di pieno diritto anche nel mercato immobiliare italiano specie, ma non solo, con lo *student housing*.

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, con diversi spunti di natura tecnica.

Inoltre, stante la sua sempre maggiore diffusione favorita delle piattaforme *online*, viene presentato anche il *crowdfunding*, modalità di finanziamento che consente di raccogliere capitale in diverse posizioni della struttura finanziaria.

Nel Capitolo 4 si presentano le caratteristiche dei principali soggetti finanziati, intesi anche quali veicoli di investimento, con un focus su un tema di grande attualità quale la cartolarizzazione immobiliare.

Come ampiamente anticipato, le scelte delle banche sono oggi sempre più influenzate dalla regolamentazione imposta dagli Accordi di Basilea. Il Capitolo 5 illustra lo stato dell'arte degli Accordi e quanto essi condizionino le politiche finanziarie e le strategie delle banche.

Nel Capitolo 6 si ripercorre l'analisi che i due investitori, il promotore che richiede il finanziamento e il finanziatore che lo concede, andranno a realizzare per valutare la sostenibilità del finanziamento richiesto. È opportuno osservare che le considerazioni sono le medesime indipendentemente dal ruolo (finanziatore o finanziato) in quanto, in un corretto approccio al finanziamento, entrambi i soggetti dovrebbero verificare la sostenibilità finanziaria, o bancabilità, dell'iniziativa, cioè, verificare che la specifica struttura di finanziamento sia adeguata al progetto per dimensione dei flussi di cassa, tempistica e flessibilità.

Affinché il coinvestimento possa funzionare, la parte che investe a titolo di debito (il soggetto finanziatore) richiederà una serie di garanzie, descritte nel Capitolo 7, quali l'ipoteca, il pegno sulle quote del veicolo finanziato e la cessione dei crediti, che sostanzialmente gli consentono di garantirsi un diritto antergato nella cascata dei pagamenti, sia durante la vita del progetto, sia in ipotesi di liquidazione.

Naturalmente, un aspetto centrale nelle scelte di finanziamento è la fiscalità, che condiziona le scelte degli operatori, della quale si presentano i principali elementi rilevanti nel Capitolo 8.

Proprio per limitare la possibilità che uno dei due investitori (il promotore dell'investimento o mutuuario volendo utilizzare un termine più consueto) possa approfittare della propria posizione di controllo nella gestione dell'investimento, il partner banca impone delle garanzie a propria tutela, impedendo certi comportamenti (*negative covenant*) o richiedendo di porne in atto alcuni (*positive covenant*). In generale, nel Capitolo 9, oltre ai *covenant* si descrivono i principali elementi economici in un'operazione di finanziamento, quali la determinazione dell'importo finanziato, le commissioni, il tasso di interesse e la modalità di restituzione del capitale.

Nei finanziamenti strutturati i flussi di cassa generati dall'investimento sono la fonte principale per rimborsare capitale e interessi del debito. È pertanto fondamentale trovare un bilanciamento tra fonti e impieghi e una delle variabili critiche è identificabile nella corresponsione degli interessi, che a sua volta dipende dal tasso d'interesse. La gestione del rischio di variazioni inattese del tasso di interesse durante la vita del debito, assume un rilievo importante, in quanto una variazione rilevante e inattesa può compromettere il risultato economico. Assume quindi rilevanza la gestione del rischio di tasso, ampiamente affrontata nel Capitolo 10 in cui si presentano i principali strumenti derivati utilizzati a tal fine.

Per meglio comprenderne il funzionamento, si affrontano concretamente dei casi di finanziamento strutturato utilizzando tipici casi di investimenti immobiliari per i quali è stato negoziato un Term sheet e costruito un semplice modello di analisi finanziaria. Particolare importanza, con dovizia di particolari ed esempi, viene rivolta proprio al Term sheet (Capitolo 11) che è lo strumento negoziale con il quale si ap-

procciano finanziatori (siano esse banche o *alternative lender*) e soggetti finanziati in tutto il mondo e con il quale si svolge – *in primis* – la competizione tra i finanziatori e poi l'intera trattativa tra il promotore dell'iniziativa immobiliare e il finanziatore che ha offerto le migliori condizioni: il successivo contratto e l'acquisizione delle relative garanzie saranno una formale traduzione, sicuramente più complessa e articolata, del Term sheet finalmente condiviso in un contratto di finanziamento. Successivamente l'analisi dei casi prosegue (Capitolo 12) presentando, oltre alle clausole del finanziamento, anche un'analisi numerica degli effetti del finanziamento sulle tipiche tipologie di operazioni immobiliari.

Tra gli strumenti di finanziamento immobiliare tradizionali, ma sempre rilevante, rientra anche il leasing. Questa modalità di finanziamento (Capitolo 13) presenta caratteristiche peculiari sotto i profili legali, contabili e fiscali, i cui effetti devono essere attentamente valutati nel caso concreto, in funzione delle caratteristiche economiche del progetto da finanziare e della situazione economico-fiscale del soggetto finanziato.

Oltre alle varie forme di debito fino a ora considerate, nel Capitolo 14 è fatto un breve cenno anche alle forme ibride di finanziamento, *mezzanine finance* e *preferred equity*, di cui si presentano la struttura e, in particolare, gli effetti economici.

L'intero Capitolo 15 è dedicato agli *alternative lender* e alle differenze che hanno, rispetto alle banche, nell'approcciare una operazione di finanziamento immobiliare, sulla cui sempre maggiore rilevanza si è già fatto cenno. Tali finanziamenti possono essere senior, ovvero subordinati, o unitranche in funzione del profilo di rischio e rendimento obiettivo del finanziatore e delle esigenze dei soggetti finanziati.

Il Capitolo 16 è dedicato al *green financing* e alla rilevanza dei criteri ESG, con un focus sui cambiamenti proposti e imposti dalle politiche di sostenibilità oramai ampiamente pervasive nel mercato.

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, tema conclusivo affrontato nel Capitolo 17.

Note per la lettura e sito internet

Anche per la presenza di contributi di altri autori, nel libro spesso si fa riferimento agli stessi concetti utilizzando termini differenti, come per esempio *equity* o capitale proprio, oppure soggetto finanziato e cliente. Anche per rispettare il comune utilizzo di termini diversi per esprimere lo stesso concetto, laddove non strettamente necessario non si è proceduto con una omogeneizzazione terminologica.

Inoltre, sono spesso presenti termini in lingua inglese, che pur avendo un equivalente in lingua italiana, vengono usati come comunemente avviene per la prassi.

Infine, in alcuni casi, al fine di una più semplice comprensione, si è scelto di semplificare alcuni concetti, utilizzando anche marginali imprecisioni.

L'opera editoriale è completata dal sito internet www.propertyfinance.it a supporto del 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 dalla volontà dei due Autori di aggiornare il precedente testo *Finanziamento immobiliare* che, in molte parti, è stato superato dagli eventi occorsi negli ultimi tre lustri e che hanno cambiato in molti punti l'approccio alla finanza immobiliare.

Questa nuova opera è stata resa possibile dai numerosi commenti costruttivi ricevuti dai lettori che ci hanno contattato e dai numerosi studenti con cui ci siamo confrontati durante le lezioni sul tema: a tutti loro va un sentito ringraziamento.

Un sentito ringraziamento va inoltre ai numerosi Colleghi che hanno contribuito ad alcuni capitoli consentendoci di approfondire tematiche specifiche grazie al loro rilevante contributo di esperienza: Paolo Benedetto, Mario Bono, Matteo Cidonio, Cesare Conti, Nicole Frigo, Giovanni Gallucci, Gennaro Giordano, Marco Lamberti, Michele Monterosso e Gabriele Paladini.

Qualunque eventuale errore rimane unicamente responsabilità degli Autori. Buona lettura!