

LUISS



Libera Università Internazionale degli Studi Sociali 'Guido Carli'

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

L'IMPORTANZA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA DI UN'IMPRESA: INDAGINE SUL FALLIMENTO DEL COLOSSO IMMOBILIARE EVERGRANDE

Relatore

Prof. Gianluca Mattarocci

Candidato

Edoardo Grossi

274951

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

Introduzione.....	4
CAPITOLO 1: STRUTTURA FINANZIARIA	
1.1 Introduzione.....	7
1.2 Leva finanziaria.....	8
1.2.1 Forme di finanziamento.....	9
1.2.2 Indici di struttura finanziaria.....	16
1.2.3. Pianificazione finanziaria.....	23
1.2.4 Conclusioni.....	26
1.3 Il teorema di Modigliani e Miller.....	27
1.3.1 Proposizione I.....	28
1.3.2 Proposizione II.....	30
1.3.3 Teoria del trade-off.....	31
1.4 Conclusioni.....	34
CAPITOLO 2: IL SETTORE IMMOBILIARE	
2.1 Introduzione.....	35
2.2 Definizione.....	35
2.3 Rendimento immobiliare.....	39
2.4 Rischio immobiliare.....	49
2.5 Conclusioni.....	55
CAPITOLO 3: ANALISI DEL DECLINO DI EVERGRANDE	
3.1 Introduzione.....	57
3.2 Storia della società.....	57

3.3 Analisi settore immobiliare cinese.....	61
3.4 Struttura finanziaria della società.....	75
3.5 Fallimento.....	85
3.6 Conclusioni.....	91
Conclusioni.....	94
Bibliografia.....	96
Sitografia.....	98

INTRODUZIONE

L'analisi della struttura finanziaria di un'impresa è un tema di fondamentale importanza per chi si occupa di gestire l'azienda. Le scelte relative alla composizione del capitale proprio e di debito, così come l'analisi dei rischi e la pianificazione di lungo termine, influenzano direttamente la capacità dell'impresa di crescere, innovare e resistere alle sfide economiche. La corretta gestione di queste variabili non solo determina la sopravvivenza dell'azienda, ma ne influenza anche il valore percepito dagli investitori e dagli stakeholders. La finanza aziendale moderna è profondamente intrecciata con le dinamiche del mercato globale, e casi come il crollo di Evergrande dimostrano quanto sia cruciale bilanciare in modo oculato le scelte di finanziamento per evitare il tracollo. Il fallimento di Evergrande, uno dei più grandi sviluppatori immobiliari al mondo, ha acceso i riflettori sull'importanza di una gestione finanziaria prudente. La società ha costruito il suo impero attraverso un'espansione massiccia, sostenuta da un forte indebitamento. Tuttavia, l'eccessiva dipendenza da fonti di finanziamento esterne e l'incapacità di gestire in modo sostenibile la leva finanziaria hanno portato alla crisi finanziaria che l'ha travolta, con ripercussioni a livello globale. Il fallimento è un esempio emblematico delle conseguenze di una cattiva gestione del debito, fornendo lezioni preziose non solo per il settore immobiliare, ma per l'intero sistema economico. La presente tesi si propone di esplorare l'importanza della struttura finanziaria e le sue implicazioni nel successo o fallimento delle imprese, con un focus sul caso Evergrande. L'obiettivo è analizzare come la scelta della struttura del capitale, tra debito e capitale proprio, possa influenzare il valore dell'impresa e le sue performance a lungo termine. Partendo da un'analisi teorica delle principali teorie finanziarie, la tesi esaminerà successivamente il settore

immobiliare e, infine, approfondirà il caso specifico di Evergrande. Il primo capitolo si concentrerà sulla struttura finanziaria, analizzando concetti chiave come la leva finanziaria e il ruolo del debito nelle scelte aziendali. Saranno esplorate le teorie di Modigliani e Miller, che hanno posto le basi per comprendere come la struttura del capitale influenzi il valore di un'impresa. La loro prima proposizione sostiene che, in assenza di imposte e costi di fallimento, la struttura del capitale non influisce sul valore dell'impresa. Tuttavia, nella realtà, costi di dissesto e benefici fiscali derivanti dal debito rendono questa proposizione incompleta, ed è qui che entra in gioco la teoria del trade-off. Il capitolo esaminerà come le imprese possano ottimizzare la propria struttura finanziaria, bilanciando i benefici del debito con i costi associati al rischio di fallimento. Nel secondo capitolo, l'attenzione si sposterà sul settore immobiliare, uno dei settori economici più importanti e complessi. Verranno analizzate le caratteristiche peculiari del mercato immobiliare, incluse le diverse tipologie di proprietà e le dinamiche di domanda e offerta. Il mercato immobiliare è noto per essere fortemente ciclico, con fasi di espansione seguite da periodi di contrazione, e per la sua interazione con altri settori economici e con le politiche monetarie. Verranno inoltre esaminati i rischi specifici associati agli investimenti immobiliari, tra cui il rischio di mercato, il rischio di liquidità e il rischio di obsolescenza, insieme alle strategie per mitigarli. Questo capitolo fornirà una panoramica completa del settore, senza limitarsi al contesto cinese, ma guardando alle sue dinamiche su scala globale. Infine, il terzo capitolo sarà dedicato all'analisi dettagliata del caso Evergrande. Si partirà dalla storia della società e dalla sua crescita straordinaria, per poi esaminare le scelte finanziarie che hanno portato al suo crollo. Verranno analizzate la struttura del debito di Evergrande, la gestione della leva finanziaria e l'incapacità della società di far fronte alle sue passività. Il caso Evergrande rappresenta una lezione critica sulle conseguenze di una strategia di crescita non sostenibile,

alimentata da un eccessivo indebitamento e da una cattiva gestione dei rischi. Il crollo della società ha avuto ripercussioni non solo sul mercato immobiliare cinese, ma anche su quello globale, evidenziando quanto siano interconnessi i mercati finanziari e quanto possa essere grave il rischio sistemico legato al fallimento di grandi imprese. In conclusione, questa tesi si pone l'obiettivo di fornire una comprensione approfondita della struttura finanziaria delle imprese e delle dinamiche del settore immobiliare, attraverso una combinazione di teoria economica e analisi pratica. Il caso Evergrande sarà utilizzato per dimostrare come una cattiva gestione finanziaria possa avere effetti devastanti anche su imprese apparentemente solide e di successo, offrendo spunti di riflessione sulle scelte strategiche che le aziende dovrebbero adottare per garantire la propria sostenibilità a lungo termine.

CAPITOLO 1: STRUTTURA FINANZIARIA

1.1 INTRODUZIONE

Comprendere la struttura finanziaria di un'azienda è una questione critica per i manager poiché influisce direttamente sulla capacità dell'impresa di crescere e raggiungere gli obiettivi, gestendo correttamente il rischio. La combinazione delle diverse tipologie di fonti di finanziamento sia a lungo che a breve termine definisce la struttura finanziaria di un'impresa. Questo capitolo analizzerà in che modo questo mix influisce sulla redditività dell'impresa e sulla massimizzazione del suo valore per gli stakeholders, cercando al contempo di minimizzare il costo del capitale. La prima parte del capitolo si focalizzerà sull'utilizzo della leva finanziaria come mezzo strategico, analizzando le diverse fonti a cui un'impresa può attingere per reperire le risorse necessarie al soddisfacimento del proprio fabbisogno finanziario. Per comprendere l'impatto di tali operazioni sull'azienda, manager, analisti e investitori fanno riferimento ai valori risultanti dal calcolo degli indici finanziari, che permettono di analizzare la solidità patrimoniale e la capacità dell'impresa di far fronte al rimborso dei propri debiti. Lo studio dei quozienti sarà essenziale per poter esaminare nell'ultimo capitolo la situazione patrimoniale della società di costruzioni Evergrande e le cause del suo fallimento. Nella scelta delle forme di finanziamento e sul loro ammontare è opportuno che i manager definiscano un piano finanziario che li aiuti a comprendere le giuste caratteristiche delle risorse di cui l'azienda necessita e il loro piano di rimborso. Nella seconda parte del capitolo, partendo da una serie di ipotesi, viene analizzata l'indipendenza che intercorre tra la composizione delle fonti di finanziamento e il valore complessivo dell'azienda. A partire dal lavoro di Modigliani e Miller, vengono gettate le basi per studi successivi che allentano le teorie dei due analisti,

cercando di arrivare alla determinazione di una struttura finanziaria ideale. Tra queste la “Trade-off Theory” che prenderà in considerazione i benefici fiscali dell’indebitamento e i costi associati al debito.

1.2 LEVA FINANZIARIA

L'effetto leva è un concetto fondamentale in finanza aziendale che si riferisce all'utilizzo di risorse prese a debito, oltre al capitale proprio, per aumentare il potenziale rendimento sugli investimenti¹. Tuttavia, come ogni strumento, comporta dei rischi che devono essere gestiti dagli amministratori con la giusta cautela. La base del suo utilizzo è che il capitale preso in prestito (debito) può essere investito in attività che generano rendimenti almeno superiori al costo del debito stesso. Ne consegue che il ritorno sul capitale proprio (Return on Equity, ROE) aumenta, in quanto i profitti generati dagli investimenti finanziati con debito superano proprio gli interessi pagati.

La leva finanziaria (o Leverage) è un concetto basato sulla struttura finanziaria di un’azienda. L'ammontare del debito finanziario influisce sia sul rapporto di indebitamento² sia sui suoi costi. Pertanto, saper utilizzare questo strumento si rivela un utile supporto per raggiungere gli obiettivi, nonché per coprire il fabbisogno finanziario dell’azienda³. La leva finanziaria ha l'obiettivo di generare un rendimento più elevato sul capitale disponibile, aumentando al contempo l’esposizione al rischio. Le aziende spesso utilizzano la leva finanziaria

¹ Gayed, M. (2016). Leverage for the long run - a systematic approach to managing risk and magnifying returns in stocks.

² Visto come rapporto tra i debiti a lungo termine e il totale delle passività a lungo termine

³ Brunetti, G. (1983). Il sistema dei quozienti di bilancio: alcuni caratteri funzionali e strutturali. Milano: Etas Libri, pp.63.

indebitandosi per finanziare l'acquisto di asset. Quando le condizioni dei mercati si rivelano sfavorevoli, le imprese con leva finanziaria corrono il rischio che il loro capitale azionario possa deteriorarsi. Livelli più elevati di leva finanziaria amplificano i rischi di mercato e di liquidità, poiché le imprese indebitate potrebbero essere costrette a vendere asset per ridurre la propria esposizione a condizioni di mercato avverse. La comprensione dell'utilizzo della leva e la capacità di analizzare i valori risultanti dagli indici, consente di capire non solo le scelte nel rapporto di indebitamento di alcuni manager ma anche di utilizzare tali conoscenze nell'ottimizzazione delle decisioni finanziarie personali.

La sezione seguente si concentrerà sull'analisi e segmentazione delle diverse forme di finanziamento a cui un'impresa può attingere per reperire il denaro necessario per lo svolgimento dell'attività di impresa. Nella sezione 1.2.3 invece vengono definiti gli indici tramite i quali è possibile definire la struttura finanziaria dell'impresa, e come questi vengono influenzati dal ricorso all'indebitamento (leverage).

1.2.1 FORME DI FINANZIAMENTO

I mezzi finanziari necessari per sostenere le attività aziendali possono derivare da varie fonti e si distinguono per natura, caratteristiche, durata del periodo di vincolo all'azienda e tipo di remunerazione associata. Possono essere forniti sotto forma di capitale proprio, capitale di terzi o in forma "ibrida" combinando elementi di capitale di rischio e di credito. Per scegliere il metodo più adeguato a coprire il fabbisogno finanziario, è essenziale considerare che la struttura degli investimenti, si contrappone a quella delle fonti di finanziamento, il cui obiettivo principale è appunto finanziare la produzione. In generale, la durata del fabbisogno finanziario

deve essere allineata a quella dei finanziamenti, garantendo che l'azienda possa coprire le uscite monetarie relative agli impegni finanziari con le entrate generate dalla sua gestione. Nella analisi delle fonti di finanziamento, quindi, occorre tenere in considerazione la necessità di rapportarle con la scadenza degli impieghi.

Le fonti di finanziamento vengono suddivise in due categorie principali:

- Fonti interne: rappresentate dagli utili non distribuiti e conferimenti dei soci.
- Fonti esterne: attengono all'acquisizione dei capitali tramite il sistema bancario o altri investitori. ⁴

La prima fonte di finanziamento interna è il capitale proprio (o capitale di rischio), costituito dai conferimenti (equity), iniziali e successivi, apportati dai soci o dal titolare, con la quale viene costituito il patrimonio iniziale della società. La caratteristica principale è quella di esser destinati a permanere in azienda per un periodo indeterminato. Inoltre, l'obbligo di remunerazione non è vincolato al conferimento, ma subordinato alla capacità dell'impresa di conseguire profitti alla fine dell'esercizio. Il capitale proprio viene definito anche capitale di rischio in quanto può deteriorarsi in caso di perdite di esercizio. Una seconda fonte di finanziamento è l'autofinanziamento. L'operazione di autofinanziamento più diffusa è l'impiego degli utili non distribuiti. Si fa riferimento alla quota di profitti generati con la gestione che non viene distribuiti agli azionisti, bensì viene trattenuta e rimpiegata nell'azienda. È necessario che le entrate conseguite coprano completamente le spese sostenute, potendo impiegare così i profitti disponibili nell'attività aziendali⁵.

⁴ Fiori, G. and Tiscini, R. (2014). *Economia aziendale*. Milano: Egea, pp.134

⁵ Rea, M.A. (2001). *Informazione di bilancio e situazione finanziaria d'impresa*. G. Giappichelli Editore, pp. 24.

Da un punto di vista finanziario, la ritenzione degli utili dimostra la capacità dell'azienda di coprire interamente il proprio fabbisogno di capitale attraverso le risorse finanziarie generate dalle operazioni di gestione, riducendo la necessità di nuovi finanziamenti, sia in forma di capitale di rischio che di debito. Questo permette inoltre, di accelerare l'estinzione dei finanziamenti esterni che risultano troppo onerosi. L'accantonamento a fine dell'esercizio degli utili non distribuiti rappresenta una fonte a titolo definitivo, determinando infatti un incremento del patrimonio netto. Essendo quindi un finanziamento autoprodotta dall'azienda, consente di risparmiare risorse che sarebbero state destinate agli oneri dei finanziamenti esterni. Tanto più è alta la capacità dell'impresa di conseguire utili e rimpiegarli per autofinanziarsi tanto più è portata a sostituire il capitale preso a debito da fonti esterne con quello proprio.

Un ultimo modo per reperire risorse internamente è il ricorso al finanziamento da parte dei soci. Simile ad un aumento del capitale, la differenza è che in questo caso, i soci non sono obbligati a conferire nell'azienda un ammontare di risorse correlato con le quote azionarie da loro possedute. Inoltre, ci si affida spesso a queste operazioni in casi di temporanea crisi di liquidità dove un aumento del capitale e un'esposizione ad un finanziamento esterno non risultano convenienti.

Una seconda fonte per soddisfare i bisogni finanziari di un'impresa è rappresentata dall'utilizzo del capitale creditizio, ovvero le fonti provenienti da indebitamenti verso terzi. Si fa ricorso a tali fonti quando l'azienda è incapace di perseguire la propria attività con le proprie finanze. La peculiarità di questo metodo di raccolta risiede nel pagamento di un interesse e il rischio di impresa a capo al creditore. Infatti, in caso di fallimento o situazioni finanziarie difficili, l'azienda potrà non esser in grado di restituire totalmente o parzialmente il capitale con i relativi oneri.

Per questo motivo il ricorso a fonti esterne prevede delle forme di garanzia, per il rimborso del debito in caso di inadempienza da parte del debitore.

È possibile classificare le fonti esterne secondo la loro scadenza:

- Debiti a breve termine: destinati ad esser rimborsati entro un breve periodo, di solito entro 12-18 mesi. Il loro utilizzo è spesso sfruttato per risolvere crisi momentanee di liquidità, garantendo un equilibrio tra i flussi in entrata e in uscita⁶
- Debiti a medio-lungo termine: sono passività che vanno oltre l'esercizio permettendo così la restituzione diluita nel corso degli anni. Di solito sono di ammontare superiore rispetto a quelli di breve termine e inoltre in fase di contratto, spesso è necessario definire la loro finalità. Questa tipologia di fondi imputa all'azienda la necessità di organizzare un piano di ammortamento secondo le previsioni dei flussi di cassa attesi. Effettuare previsioni così a lungo termine, attribuisce all'impresa il rischio di incombere in periodi di difficoltà non previsti, non consentendo così il giusto adattamento definito dal piano di ammortamento.

I debiti a breve termine sono scaturiti per lo più dai finanziamenti bancari di breve periodo. Tra i più diffusi rientrano: l'apertura di credito in conto corrente, lo sconto sui crediti e l'anticipazione su ricevute bancarie.

Tra le fonti di finanziamento a lungo termine rientrano i finanziamenti bancari e i prestiti obbligazionari tramite emissione di titoli rappresentativi del debito dell'impresa. Quest'ultima forma è riservata alle società di capitali, enti pubblici e istituzioni finanziarie, con le relative restrizioni.

⁶ Vedesi paragrafo 1.2.4

Inoltre, un'altra distinzione delle fonti esterne può esser fatta in base all'oggetto. Si differenziano tra debiti di funzionamento e debiti di finanziamento. I primi sorgono in relazione alle normali operazioni di compravendita quando i fornitori di merci, materie prime, servizi, ecc..., concedono una dilazione di pagamento⁷. Questa forma di credito non ha per oggetto la concessione di un prestito vero e proprio, ma il finanziamento è determinato dalla modalità di pagamento di una operazione di compravendita. Si parla, invece, di debiti di finanziamento quelli determinati da un afflusso di denaro apportato da soggetti esterni, a cui dovrà essere corrisposto alla scadenza il rimborso del capitale con i relativi oneri.

L'unica fonte di finanziamento esterna che non prevede l'obbligo di restituzione del capitale ricevuto è il finanziamento tramite emissione di azioni⁸. Attraverso il quale, un'azienda raccoglie capitale mediante la vendita delle sue azioni. Il finanziamento azionario si riferisce non solo all'emissione di azioni ordinarie, ma anche all'emissione di altri titoli azionari o prodotti simili come azioni privilegiate, azioni convertibili e quote azionarie contenenti azioni cum warrant. Uno dei principali vantaggi del ricorso a questa forma di finanziamento è che non vi è alcun obbligo di restituire i fondi ricevuti. Ciò implica che l'azienda ha una maggiore quantità di capitale da investire nell'espansione del business. Nonostante i suoi vantaggi, sono presenti alcuni aspetti negativi. Ad esempio, per assicurarsi i finanziamenti, le aziende dovranno cedere una parte della società all'investitore. Ne consegue un mutamento della struttura societaria, con il coinvolgimento di nuovi soggetti esterni nelle decisioni aziendali.

Più recenti sono invece le fonti di finanziamento ibride caratterizzate da una combinazione sia del capitale di rischio (equity) sia del debito. Questi strumenti

⁷ Fabbrini, G. and Montrone, A. (2014). *Economia aziendale. Istituzioni*. Milano: Franco Angeli.

⁸ Riguarda le sole società per azioni

sono progettati per fornire flessibilità sia alle imprese emittenti che agli investitori, adattandosi a una varietà di esigenze finanziarie e strutturali⁹

Un parametro importante che i direttori finanziari devono tenere sotto controllo nella scelta della struttura dell'azienda è il WACC, in italiano costo medio ponderato del capitale. Il suo valore è influenzato dalla struttura del capitale, e quindi dal rapporto del capitale di rischio o del capitale di debito rispetto al totale delle fonti, e dal costo che l'impresa deve sostenere per la remunerazione degli azionisti e creditori.

$$\text{WACC} = C_e \left[\frac{E}{(D+E)} \right] + C_d \left[\frac{D}{(D+E)} \right]$$

C_e: *Cost of Equity*, in italiano costo del capitale proprio o capitale di rischio.

E: *Equity*, valore del patrimonio netto.

D: *Debt*, valore dell'indebitamento inclusi gli interessi.

C_d: *Cost of Debt*, costo del debito.

E/(D+E): peso del capitale proprio sul totale delle fonti.

D/(D+E): peso del capitale di debito sul totale delle fonti

Il costo del capitale proprio corrisponde al tasso di rendimento minimo che un'azienda deve offrire ai suoi azionisti in cambio del loro apporto di liquidità. Si può calcolare utilizzando diversi modelli economici. Quello più diffuso è il CAPM, che consente di determinare il rendimento atteso di un titolo come somma

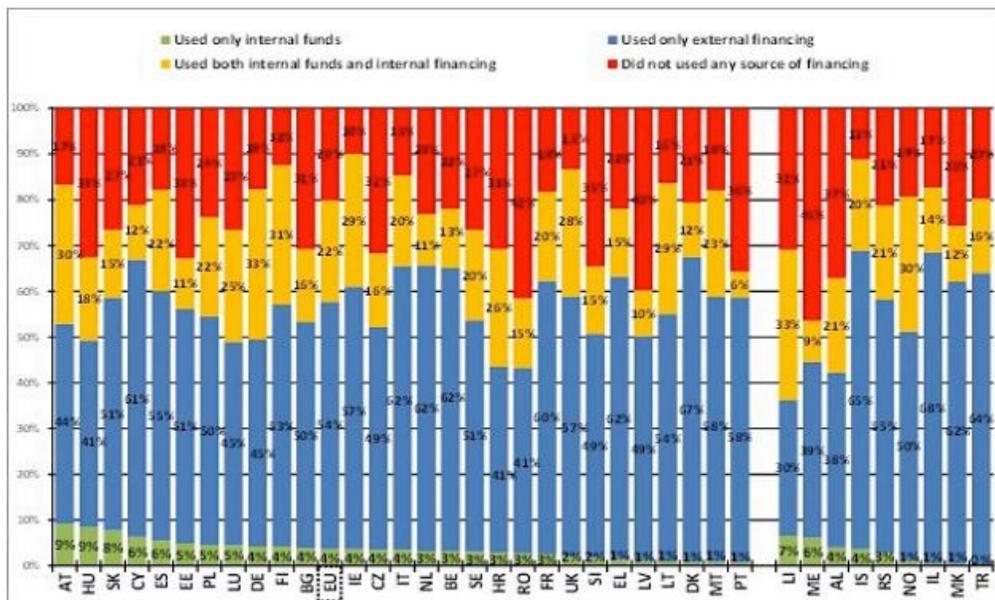
⁹ Morri, G. and Mazza, A. (2011). *Finanziamento immobiliare*. EGEA spa.

del tasso privo di rischio e di un premio per il rischio da loro sostenuto. Il rendimento atteso dipende in gran parte dal coefficiente beta, che misura in che modo il rendimento di un titolo reagisce ai movimenti del mercato. Più alto è il coefficiente beta, maggiore sarà il rendimento atteso dell'attività, poiché essa comporta un grado di rischio non diversificabile più elevato. Pertanto, un investitore richiederà un rendimento atteso più alto per possedere un'attività finanziaria più rischiosa. Per il calcolo del costo del debito si considerano generalmente i tassi di interesse applicati sul capitale preso a debito a cui l'impresa dovrà far fronte al momento del rimborso. Un fattore rilevante, che verrà analizzato approfonditamente nella seconda parte del capitolo, è la deducibilità fiscale degli oneri finanziari. Deducendo fiscalmente gli oneri che un'impresa paga sul debito, consente di ridurre il debito in base all'aliquota fiscale a cui l'impresa è soggetta.

I manager nella scelta delle fonti di finanziamento hanno molteplici scelte. Nel corso degli anni molte ricerche si sono concentrate su quale forma fosse la più adatta. La conclusione a cui si è arrivati è che non è possibile raggiungere una struttura ottimale estendibile a tutte le imprese; ma in funzione delle condizioni in cui l'impresa si trova, del suo mercato e degli obiettivi prefissati, esiste una diversificazione ottimale tra fonti interne e fonti esterne di finanziamento a cui l'impresa stessa può attingere.

Tramite l'analisi della realtà, si riescono però ad evidenziare delle peculiarità nelle decisioni di finanziamento. Dal grafico che segue, sono state prese in considerazione le fonti di finanziamento delle PMI in 37 paesi differenti.

Figura 1.1, Forme di finanziamento in 37 paesi differenti¹⁰



Fonte: Survey on the Access to Finance of Enterprises (Nov. 2021)

Emerge un chiaro segnale che il solo ricorso ai finanziamenti esterni è senz'altro la modalità di raccolta preferita dalle imprese. Questo dato può esser generalizzato alla totalità dei paesi facenti parte dell'analisi. Quasi un quinto delle aziende invece non fa ricorso a nessun tipo di finanziamento¹¹, si tratta di aziende per lo più di piccole dimensioni in cui l'accesso al credito risulta ostico e oneroso a causa delle dimensioni ridotte dell'azienda.

1.2.2 INDICI DI STRUTTURA FINANZIARIA

La composizione ottimale del capitale è quella che massimizzi il valore dell'impresa e il rendimento per i suoi azionisti. L'indicatore a cui quest'ultimi

¹⁰ Figura 1.1, European Central Bank,

¹¹ Ai fini dell'analisi non vengono considerati i conferimenti iniziali stanziati dai fondatori, in quanto costituiscono una fonte indispensabile a cui tutte le imprese fanno inizialmente ricorso.

fanno maggiormente riferimento è il ROE (Return On Equity) calcolato dal rapporto tra il Reddito Netto (UN) e il Patrimonio Netto (PN)

$$ROE = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Patrimonio Netto}}$$

Esprime il livello di remunerazione assegnata al capitale di rischio. Misura la capacità di un'azienda di generare utili utilizzando il capitale proprio, offrendo così una visione chiara ed efficace dell'efficienza con cui viene impiegato il capitale degli azionisti. Un ROE elevato indica che l'azienda è efficiente nel generare utili dal capitale proprio, mentre un ROE basso può suggerire che l'azienda non sta utilizzando il capitale degli azionisti in modo efficace. Inoltre, viene utilizzato spesso come indice per confrontare le performance di diverse aziende e valutare se la specifica azienda sta offrendo un rendimento adeguato al proprio profilo di rischio. Oltre a valutare la redditività del capitale di rischio, gli indicatori di performance consentono di valutare la leva finanziaria, ovvero il grado di indebitamento rispetto al patrimonio netto.

Per comprendere come varia il *ROE* al cambiamento della struttura finanziaria occorre individuare tre fattori principali su cui si fonda il meccanismo della Leva finanziaria:

- Redditività globale, misurata dal ROI. Il ritorno sul capitale investito consente di analizzare il risultato della gestione caratteristica senza tener conto della struttura finanziaria dell'azienda.

$$ROI = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito}}$$

Diverge dal ROE tanto maggiore è la partecipazione del capitale di debito al finanziamento dell'azienda

- Struttura finanziaria scelta dall'azienda, espressa attraverso l'indice indiretto di leva finanziaria. Un aumento del livello di indebitamento imputa all'azienda un maggior rischio e la tendenza dei creditori ad aumentare il tasso d'interesse sul prestito

$$\textit{Leverage} = \frac{\textit{Capitale investito}}{\textit{Patrimonio netto}}$$

- Efficienza dei margini, misurata dal margine di profitto. Ciò consente di analizzare l'erosione del reddito operativo dovuta al pagamento degli interessi passivi e delle imposte.

$$\textit{Margine di Profitto} = \frac{\textit{Utile Netto}}{\textit{Reddito Operativo}}$$

Secondo la formula di DuPont, il rapporto dei tre fattori sopra elencati conduce alla formazione del ROE.

$$\textit{ROE} = \textit{ROI} * \textit{Leverage} * \textit{Profit Margin}$$

Un altro modo per analizzare l'incidenza della struttura finanziaria sulla redditività del capitale di rischio è tramite la scomposizione del ROE secondo la formula di Modigliani-Miller. Tale scomposizione mette in evidenza il costo del capitale di debito, espresso dall'indice ROD (Return on Debt)¹².

¹² In questo caso non si considera l'incidenza sulla tassazione

$$ROE = [ROI + (ROI - ROD) * \frac{Debiti\ finanziari}{Patrimonio\ netto}]$$

dove:

ROI è il Return on Investment, ossia la redditività operativa degli investimenti.

ROD è il costo del capitale di debito, calcolato dal rapporto tra gli oneri finanziari e i debiti finanziari.

Debiti Finanziari/Patrimonio Netto rappresenta il grado di indebitamento

- Se il ROI è superiore al ROD: l'aumento dell'indebitamento porta ad un incremento del ROE. Questo avviene perché l'azienda sta generando un ritorno sugli investimenti maggiore rispetto al costo del debito, beneficiando così dell'effetto di leva finanziaria positiva.
- Se il ROI è inferiore al ROD: l'aumento dell'indebitamento porta ad una diminuzione del ROE. In questo caso, il costo del debito è maggiore del ritorno generato dagli investimenti, creando un effetto di leva finanziaria negativo. In questo caso conviene finanziarsi mediante capitale proprio.

Gli oneri finanziari costituiscono il fulcro della leva finanziaria poiché, a parità di livello di indebitamento e del suo costo medio, un incremento del reddito operativo si traduce in una minore incidenza degli oneri finanziari sul risultato economico. Di conseguenza, il reddito netto cresce in modo più che proporzionale rispetto all'aumento del reddito operativo¹³.

¹³ Incollingo, A. (1996). *Il fabbisogno finanziario dell'impresa. Aspetti quantitativi e di politica aziendale*. Milano : Giuffrè Editore, pp. 145.

L'analisi del ROE attraverso la formula di Modigliani-Miller consente di valutare l'impatto dell'indebitamento sulla redditività dell'impresa e di prendere le giuste decisioni in merito alle scelte di finanziamento. È importante monitorare la relazione tra ROI e ROD per ottimizzare la struttura finanziaria dell'azienda e garantire che l'effetto della leva finanziaria sia positivo.

Oltre al ROE, nell'analisi della struttura finanziaria è possibile ricorrere a diversi indici che permettono di analizzare la situazione patrimoniale e reddituale di un'azienda.¹⁴

$$\text{Rapporto di indebitamento} = \frac{\text{Tot. Debiti}}{\text{Tot. Debiti} + \text{Equity}}$$

Un rapporto di indebitamento basso indica che l'azienda utilizza principalmente il capitale proprio per finanziare le sue attività. Questo potrebbe significare una minor esposizione al rischio finanziario, ma anche un potenziale minore ritorno sull'equity a causa dell'effetto limitato della leva finanziaria.

$$\text{Copertura degli interessi} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interessi}}$$

È un indicatore finanziario che misura la capacità di un'azienda di coprire i suoi oneri finanziari, in particolare gli interessi passivi sui debiti, con i suoi utili operativi. Questo indice è fondamentale per valutare la solvibilità di un'azienda e la sua capacità di far fronte ai costi del debito. Gli istituti di credito si sentono

¹⁴ Di seguito verranno esposti gli indici più importanti e indispensabili al fine di analizzare il bilancio della società Evergrande, valutata nel capitolo 3.

tutelati quando l'indice è almeno superiore a 2, ciò garantisce che il peso degli interessi non superi la metà del reddito operativo¹⁵.

$$\textit{Autonomia finanziaria} = \frac{\textit{Capitale proprio}}{\textit{Capitale di finanziamento}}$$

L'indice di autonomia finanziaria è un indicatore finanziario che misura il grado di indipendenza di un'azienda dai finanziamenti esterni, mostrando quanto del capitale totale impiegato nelle operazioni aziendali proviene da risorse proprie piuttosto che da debiti. Questo indice è essenziale per valutare la solidità finanziaria aziendale e la capacità di sostenere la crescita a lungo termine senza dipendere eccessivamente da terzi. Un alto indice di autonomia finanziaria indica che l'azienda è finanziariamente stabile e dipende poco dalle risorse esterne.

$$\textit{Quoziente secondario di struttura} = \frac{\textit{PN+Pass.Consolidato}}{\textit{Attivo Fisso}}$$

Ha lo scopo di verificare se il capitale permanente, sia in grado di soddisfare completamente le esigenze di copertura dell'Attivo Fisso. È necessario che risulti maggiore di 1 in modo da garantire che la copertura finanziaria degli impieghi durevoli sia realizzata mediante il ricorso a risorse destinate a restare vincolate alla gestione per periodi medio lunghi.

Spesso l'analisi del processo di finanziamento dell'attivo fisso viene esplicitata mediante il calcolo di indici-differenza.

$$\textit{Margine secondario di struttura} = (\textit{PN} + \textit{Pass. Consolidato}) - \textit{Attivo Fisso}$$

¹⁵ Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F. and Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. Milano : McGraw-Hill.

Il margine secondario di struttura è un indicatore che verifica se le passività a medio-lungo termine, insieme ai mezzi propri, sono sufficienti a coprire interamente le immobilizzazioni aziendali.

$$\textit{Quoziente secondario di tesoreria} = \frac{\textit{Liq.immediate+Liq.differite}}{\textit{passività correnti}}$$

Con attenzione agli indici che forniscono un'analisi riguardo la solidità finanziaria di breve periodo, il quoziente secondario di tesoreria permette di valutare la capacità dell'impresa di far fronte ai debiti di breve periodo tramite l'utilizzo degli impieghi correnti. Un valore dell'indice elevato garantisce una buona salute finanziaria nel breve periodo.

Gli indici che seguono invece mettono in relazione la struttura del capitale investito allo scopo di verificare il peso percentuale degli impieghi rispetto al capitale stesso.

$$\textit{Indice di rigidità} = \frac{\textit{Attivo Fisso}}{\textit{Capitale investito}}$$

$$\textit{Indice di elasticità} = \frac{\textit{Attivo Circolante}}{\textit{Capitale investito}}$$

Un elevato indice di rigidità mostra l'incapacità dell'azienda di adattarsi a mercati con mutevoli cambiamenti. Tanto più il valore si avvicina ad 1 tanto più il capitale dell'azienda risulta "immobilizzato". Contrariamente, un indice di elasticità elevato consente di avere una struttura degli impieghi più flessibile.

Gli ultimi due indici permettono di analizzare l'equilibrio tra gli investimenti di breve periodo e i finanziamenti che richiedono un rimborso entro lo stesso periodo di tempo. Ciò consente di valutare l'attitudine dell'impresa a sostenere gli esborsi

che dovrà fronteggiare nel breve periodo mediante le risorse disponibili in forma liquida o convertibili rapidamente in liquidità.

CCN = Attivo Circolante – Passività Correnti

$$\textit{Indice di disponibilit\`a} = \frac{\textit{Attivo Circolante}}{\textit{Passivit\`a Correnti}}$$

Una valutazione congiunta degli indici sopra esposti aiuta a valutare le caratteristiche della struttura finanziaria di un'impresa, consentendo di intraprendere con maggiori probabilità le scelte ottimali per il raggiungimento degli obiettivi aziendali.

1.2.3 PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

La pianificazione finanziaria rappresenta un punto chiave indispensabile per la crescita ed il raggiungimento degli obiettivi stabiliti. Tramite un'accurata pianificazione finanziaria vengono individuate e stimate le dinamiche finanziarie future. Inoltre, l'analisi dei flussi di cassa consente di verificare se, nel breve periodo il capitale di credito disponibile per l'azienda è sufficiente a coprire le uscite relative allo stesso periodo di tempo. Con riguardo invece al medio e lungo termine, una buona pianificazione finanziaria permette di prevedere se l'azienda sarà in grado di sostenere le operazioni previste nella strategia aziendale, ottimizzando al contempo la propria struttura e le fonti di finanziamento. Eseguire questa attività con precisione e tempestività risulta indispensabile per monitorare attentamente le entrate e le uscite di cassa, riducendo il rischio che la liquidità corrente non sia sufficiente a sostenere gli impieghi quotidiani.

Gli strumenti di pianificazione finanziaria variano a seconda dell'orizzonte temporale (breve, medio, lungo termine) e sono interdipendenti tra loro. Le analisi finanziarie, indipendentemente dal periodo di riferimento, mirano principalmente a fornire informazioni utili per migliorare la gestione aziendale e i risultati finanziari. Gli approcci più diffusi sono¹⁶:

- Preventivazione di tesoreria: è relativa a decisioni che devono essere prese nel breve o brevissimo termine. Gli strumenti che solitamente vengono utilizzati sono il preventivo di Tesoreria e il Cash Flow Preventivo.
- Programmazione finanziaria: si riferisce a scelte della gestione operativa riguardo l'arco temporale di un anno. Il report più diffuso è il budget finanziario
- Pianificazione strategica: comprende le decisioni di lungo periodo, di solito 3 o 5 anni. Si tratta di scelte di carattere strategico, la cui attuazione richiede un periodo di tempo che va oltre l'esercizio. Lo strumento principale è il business plan

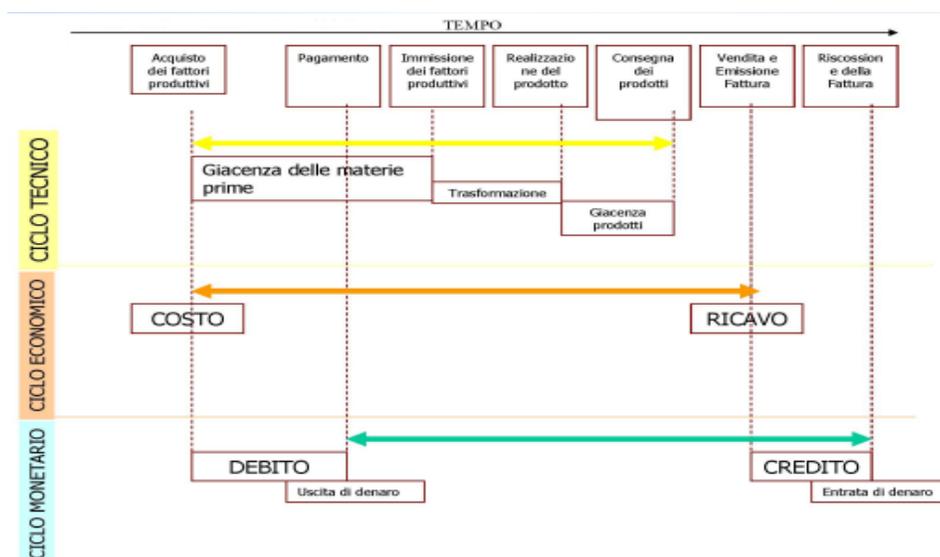
Figura 1.2 Gli strumenti della pianificazione finanziaria

STRUMENTI	ORIZZONTE TEMPORALE	GRADO DI DETTAGLIO											
		Business plan	Lungo periodo	Anno 1	Anno 2	Anno 3							
Budget finanziario e di cassa	Breve periodo	Anno 1											
		Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic
Cash flow preventivo	Brevissimo periodo	Gennaio		Febbraio		Marzo							
Preventivo di tesoreria	Brevissimo periodo	1-10 Gennaio		11-20 Gennaio		21-31 Gennaio							

¹⁶ Masinelli, F. and Giovanelli, D. (2018). *Tesoreria aziendale*. Wolters Kluwer.

Tramite l'utilizzo dei diversi strumenti a disposizione, è possibile condurre un'analisi preventiva sull'andamento del fabbisogno finanziario sia nel breve che nel lungo periodo. Le esigenze monetarie di cui l'impresa ha bisogno per fare fronte alle uscite, si generano dallo sfasamento temporale fra l'attività economica e quella monetaria.

Figura 1.3 Ciclo economico e monetario



Fonte: Studio Crotti (Bergamo), I cicli aziendali

Il disallineamento che si può creare tra le diverse tempistiche che caratterizzano il ciclo monetario da quello economico conduce a periodi in cui l'impresa ha bisogno di ulteriori risorse finanziarie. Il fabbisogno in esame si manifesta a partire dalla vendita dei prodotti finiti fino alla sua manifestazione monetaria, ossia al rimborso del credito da parte dei clienti. A parità di ogni altra condizione, quanto più breve è la durata del ciclo monetario, tanto minore è l'importo dei finanziamenti necessari al sostegno delle attività di gestione. Poiché solitamente il ciclo monetario e quello economico non sono allineati, una gestione aziendale efficace deve includere una pianificazione accurata di debiti e crediti fin dall'inizio. Questo

è necessario per evitare che l'impresa si trovi in una posizione di fragilità finanziaria, anche se solida dal punto di vista patrimoniale. La regola generale da seguire sta nel raggiungere scadenze allineate tra la durata degli impieghi presenti in azienda, con le varie tipologie di fonti elencate nella sezione 1.2.2. Il fabbisogno di natura costante dovrebbe trovare copertura con le passività consolidate, mentre gli impieghi di breve periodo dovrebbero finanziarsi attraverso una fonte di breve termine.

1.2.4 CONCLUSIONI

Il primo capitolo ha affrontato in modo approfondito la struttura finanziaria di un'azienda. La combinazione di diverse fonti di finanziamento a lungo e a breve termine definisce la struttura finanziaria e può influire significativamente sulla redditività e sul valore dell'impresa per gli stakeholders. Il concetto di leva finanziaria, o leverage, è stato analizzato come strumento strategico per aumentare il ritorno sugli investimenti. La leva finanziaria implica l'uso di capitale preso a debito oltre al capitale proprio per amplificare i potenziali ritorni. Tuttavia, questo approccio comporta anche un aumento del rischio, che deve essere gestito con attenzione dai manager. La leva finanziaria può migliorare il ritorno sul capitale proprio (ROE) quando i rendimenti degli investimenti superano il costo del debito, ma può anche amplificare le perdite in condizioni di mercato sfavorevoli. Il ricorso alla leva finanziaria avviene attraverso la raccolta a debito di risorse finanziarie, le quali possono differenziarsi secondo la loro provenienza, interne o esterne, secondo la loro permanenza all'interno dell'impresa e secondo le loro modalità di rimborso. Ogni tipo di finanziamento condiziona la struttura finanziaria dell'impresa, sarà quindi compito del manager valutare quale fonte di risorse sia più idonea al perseguimento dell'attività di impresa. Se pur non esiste una fonte di

finanziamento migliore di un'altra, gran parte delle aziende di piccole dimensioni preferisce far ricorso a finanziamenti esterni. Infine, la pianificazione finanziaria è stata discussa come una componente critica per la gestione delle risorse finanziarie. Strumenti come il preventivo di tesoreria, il budget finanziario e il business plan sono fondamentali per monitorare e ottimizzare l'allocazione delle risorse, garantendo che l'azienda possa coprire i propri impegni finanziari e sostenere la crescita futura. In conclusione, il capitolo ha evidenziato l'importanza di una gestione attenta e strategica della struttura finanziaria per garantire la crescita sostenibile e il successo a lungo termine dell'impresa. La comprensione delle diverse fonti di finanziamento, dei rischi associati alla leva finanziaria e degli strumenti di pianificazione finanziaria è essenziale per i manager che desiderano ottimizzare le decisioni finanziarie e migliorare la performance aziendale.

1.3 IL TEOREMA DI MODIGLIANI E MILLER

Modigliani e Miller furono i primi a dimostrare, nel 1958, che il valore globale di mercato di un'impresa non è in alcun modo dipendente dalla sua struttura finanziaria. Secondo la legge di conservazione del valore, infatti, il valore dell'impresa è determinato esclusivamente dalle attività reali che l'impresa sostiene e non dalla scelta delle fonti di finanziamento usate. Se il valore della "torta" è fisso, i proprietari dell'impresa non si preoccupano di come la torta venga tagliata¹⁷. Inoltre, come si vedrà nella proposizione II, risulta indipendente dalla struttura finanziaria anche il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Queste teorie risultano valide solo se determinate condizioni vengono verificate:

¹⁷ Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., 2020, Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano

1. Assenza di imposte né sulle persone né sulle aziende, costi di transazione o di agenzia.
2. Non esistono costi di fallimento o bancarotta.
3. Le imprese e i singoli investitori possono indebitarsi allo stesso tasso di interesse di mercato.
4. I mercati finanziari sono considerati perfetti, non esistono asimmetrie informative, garantendo che tutti gli operatori abbiano il medesimo accesso alle informazioni.

A partire dalle proposizioni di M&M si cercherà di avvicinarsi alla realtà introducendo i costi del dissesto e i benefici fiscali degli interessi pagati sul capitale di debito. Tenendo conto di questi due fattori, la teoria del trade-off cercherà di determinare il rapporto ottimale debito/equity.

1.3.1 PROPOSIZIONE I

Per verificare l'attendibilità della prima proposizione dei due economisti, si prenda in considerazione due aziende aventi lo stesso flusso di reddito operativo e che differiscono tra loro solamente per la loro struttura finanziaria. L'azienda A non risulta indebitata, mentre l'impresa B ha deciso di finanziarsi tramite ricorso al debito. Si considerano le strategie di investimento di un soggetto che voglia acquistare l'1% delle azioni di una delle due imprese.

Qualora la scelta ricadesse sull'azienda A, acquistare l'1% delle azioni, consente di ricevere una percentuale sui profitti pari alla quota di equity da lui detenuta, ovvero il 0,01 dei profitti, in quanto l'impresa distribuisce l'intero utile operativo agli azionisti. L'alternativa è quella di investire nell'impresa B. In questo caso

l'investitore diventa contemporaneamente azionista e creditore della stessa azienda.

Figura 1.4 Alternative all'investimento

AZIENDA	INVESTIMENTO	RISULTATO
A	$0.01 * E_A$	$0.01 * \text{Profitti}$
B	$0.01 * E_B$	0.01 (Profitti-interessi)
	$0.01 * D_B$	0.01 Interessi
Risultato	$0,01 * (E_B + D_B) =$	$0.01 * \text{Profitti}$

Fonte: Dati elaborati dall'autore

Si nota che il valore dell'azienda prescinde dalla composizione delle scelte di finanziamento. Per l'investitore, quindi, non c'è alcuna differenza nello scegliere un'azienda piuttosto che un'altra¹⁸.

Inoltre, la condizione secondo la quale è possibile indebitarsi personalmente agli stessi tassi di interesse delle imprese, comporta di ottenere lo stesso risultato anche qualora l'investitore decidesse di sfruttare la leva finanziaria, contraendo personalmente un debito per acquistare equity dell'impresa A (unlevered) tramite il capitale proprio oltre alle somme ricevute dal finanziamento¹⁹.

¹⁸ Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F. and Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. Milano : McGraw-Hill, pp. 432.

¹⁹ Stiglitz, J.E. (1988). Why Financial Structure Matters. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), pp.121–126.

Si conclude che la decisione di indebitarsi non influisce sul valore di mercato dell'azienda, il quale sarà determinato esclusivamente dalla gestione operativa dell'azienda da parte dei manager.

1.3.2 PROPOSIZIONE II

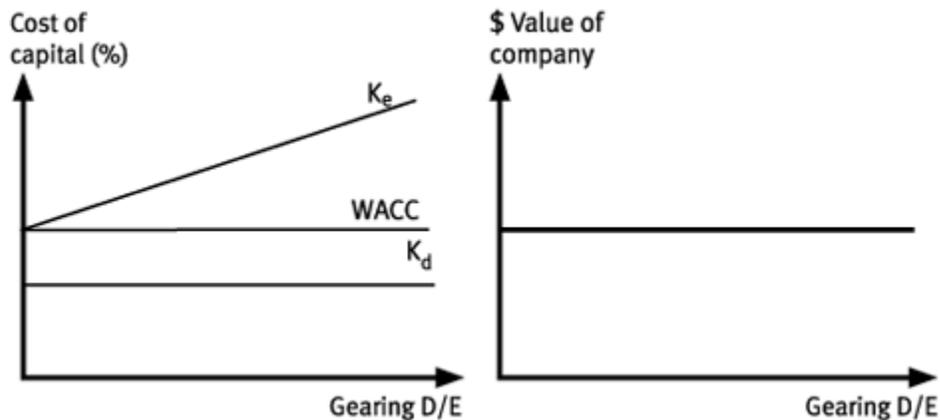
L'equivalenza sopra analizzata può essere ulteriormente dimostrata dal fatto che il rendimento atteso sulle attività (WACC) rimane costante al variare del rapporto debito/equity. La causa principale per il quale il costo del capitale rimane invariato è dovuto dal perfetto bilanciamento tra la leva finanziaria e il tasso di rendimento atteso dagli azionisti. Dalla formula inversa del WACC, il rendimento dell'equity è calcolato come il rendimento atteso sulle attività + un premio richiesto dagli azionisti come remunerazione del rischio sostenuto.

$$r_E = WACC + (WACC - r_D) \frac{D}{E}$$

La formula definisce la proposizione II di M&M, secondo la quale il tasso di rendimento delle azioni, r_E , aumenta all'aumentare del rapporto di indebitamento. L'aumento della leva finanziaria contribuisce ad aumentare in misura perfettamente controbilanciante il tasso di rendimento richiesto dagli azionisti, per compensare il maggior rischio da loro sostenuto.

Non importa quanto l'impresa si indebiti, il costo del capitale (WACC), nonostante un aumento del rendimento atteso dell'equity, rimane comunque invariato (Figura 1.5).

Figura 1.5 Grafico proposizione II senza tasse



Fonte: Researchgate.net

Questo accade in quanto anche le proporzioni di debito ed equity cambiano. Un aumento del debito aumenta il costo dell'equity ma diminuisce al contempo il rapporto $E/(E+D)$. Come nuovamente si dimostra, le scelte di finanziamento da parte dei financial manager non alterano il valore di mercato dell'azienda, tanto meno il costo totale del capitale.

1.3.3 TEORIA DEL TRADE-OFF

Riflettendo sulle loro ipotesi, nel 1963 M&M pubblicano il loro secondo saggio, chiedendosi cosa accadrebbe alla struttura finanziaria in presenza di imposte. Affermano che il valore di un'impresa indebitata è uguale a quello di un'impresa unlevered più il valore attuale dei benefici fiscali. Infatti, il ricorso al capitale di debito scaturisce degli interessi che l'impresa deve pagare ai creditori, che possono essere fiscalmente deducibili.

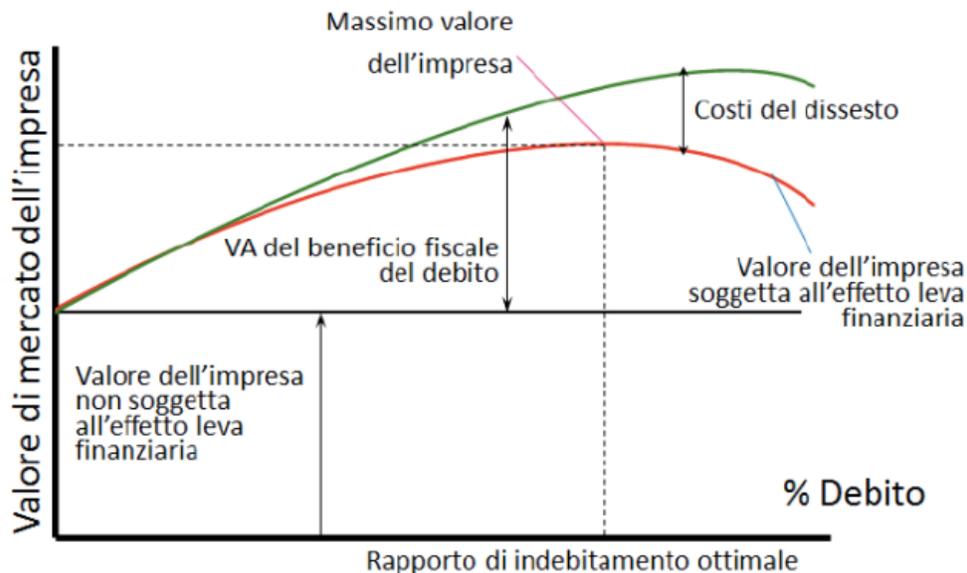
A seguito della correzione apportata, ne consegue che per opera dello scudo fiscale, il costo medio del capitale si riduce all'aumentare della leva finanziaria.

$$WACC = C_e * \left[\frac{E}{(D+E)} \right] + C_d * (1-t) * \left[\frac{D}{(D+E)} \right]$$

Si potrebbe concludere che la struttura finanziaria ottimale sia quella finanziata esclusivamente dal debito. Tuttavia, ne risulterebbe una struttura piuttosto rigida, caratterizzata da un aumento notevole degli oneri finanziari, il cui pagamento è indipendente dai risultati operativi dell'impresa. Inoltre, in periodi di difficoltà, un'elevata esposizione al debito aumenta le probabilità di incorrere in un dissesto finanziario, nella quale l'azienda non riuscirà a rimborsare i propri debiti, portando nello scenario peggiore al fallimento della società.

La teoria del Trade-Off è in grado di definire l'ammontare ottimale di debito attraverso l'integrazione dei vantaggi scaturiti dai benefici fiscali e gli svantaggi dovuti ai costi del dissesto.

Figura 1.6 Valore dell'impresa secondo la Trade-Off Teory



Fonte: McGraw-Hill; Principi finanza aziendale (5° Ediz.)

La figura illustra che le imprese contrarranno debito fintanto che il ricavo marginale derivante del beneficio fiscale eguagli il costo marginale scaturito all'insorgenza delle probabilità di fallimento. Superato il livello ottimale di indebitamento, il valore di mercato dell'impresa diminuirà a causa dei maggiori costi di dissesto. Poiché, le probabilità di fallimento sono legate alla capacità della singola impresa di produrre flussi di cassa stabili, il rapporto di indebitamento ottimale varierà da impresa a impresa. Società solide, con impieghi di capitale in investimenti tangibili e alto reddito imponibile, tenderanno ad assumere alti livelli di indebitamento così da poter sfruttare gli elevati benefici fiscali degli interessi e i ridotti costi di dissesto dovuti ad una minor probabilità di fallimento.

La proposizione I di M&M evidenzia che il valore di un'azienda è determinato esclusivamente dalle sue attività operative, indipendentemente dalla struttura finanziaria adottata. La proposizione II estende questa logica al costo medio ponderato del capitale (WACC), affermando che esso rimane costante a prescindere dal livello di indebitamento. Tuttavia, le condizioni ipotetiche rendono queste proposizioni applicabili solo in teoria. Nella realtà, il venir meno di alcune condizioni, quali l'introduzione di imposte e rischi di fallimento, comporta la necessità di rivalutare le due proposizioni²⁰. Questo porta alla formulazione della teoria del trade-off, la quale cerca di bilanciare i benefici fiscali derivanti dall'indebitamento con i costi associati al potenziale dissesto finanziario. La teoria del trade-off stabilisce che esiste un livello ottimale di debito che massimizza il valore dell'impresa il quale però non è generalizzabile bensì dipenderà dalla capacità di essa a ridurre i costi di dissesto. In sintesi, mentre le proposizioni di Modigliani e Miller offrono una base teorica importante, la teoria del trade-off rappresenta un approccio più realistico per la gestione della struttura finanziaria,

²⁰ Stiglitz, J.E. (1988). Why Financial Structure Matters. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), pp.121-126.

integrando benefici e costi dell'indebitamento per determinare la combinazione ottimale della struttura finanziaria.

1.4 CONCLUSIONI

Il capitolo 1 ha fornito una panoramica esaustiva delle fonti di finanziamento e delle teorie del capitale, evidenziando l'importanza di comprendere queste basi per una gestione finanziaria efficace. Nello specifico, la sezione 1.2, ha esaminato le diverse fonti di finanziamento disponibili per le imprese, analizzando le caratteristiche, i vantaggi e le implicazioni di ciascuna tipologia di finanziamento. Questa analisi ha mostrato come le scelte di finanziamento influenzino la struttura finanziaria dell'impresa e il suo equilibrio a lungo termine. La sezione 1.3 ha approfondito le principali teorie del capitale, con particolare attenzione al Modello di Modigliani e Miller. Questa teoria ha introdotto il concetto di irrilevanza del capitale, suggerendo che in un mercato perfetto, la struttura del capitale non influisce sul valore dell'impresa. Attraverso la teoria del Trade Off è stato possibile discutere le limitazioni delle due proposizioni e costruire un modello di valutazione più realistico.

Il capitolo ha fornito una solida base teorica necessaria per comprendere le decisioni di finanziamento e la struttura del capitale delle imprese. L'analisi delle diverse fonti di finanziamento e delle teorie del capitale evidenzia la complessità delle scelte finanziarie e la necessità di considerare molteplici fattori per ottimizzare la performance aziendale. Questa comprensione è fondamentale per costruire e sviluppare strategie finanziarie efficaci a livello di azienda ed evitare situazioni di difficoltà finanziaria delle aziende.

CAPITOLO 2: IL SETTORE IMMOBILIARE

2.1 INTRODUZIONE

Il mercato immobiliare rappresenta uno dei settori più dinamici e importanti dell'economia contemporanea. Non solo offre opportunità di investimento e crescita patrimoniale per individui e aziende, ma rappresenta anche un indicatore chiave della salute economica complessiva di una nazione. Comprendere le dinamiche di tale mercato significa esplorare un complesso intreccio di fattori economici, sociali e politici che influenzano la domanda e l'offerta di proprietà.

Il capitolo si propone di fornire una panoramica approfondita del mercato immobiliare. A partire dalla sua definizione, si approfondiscono le diverse tipologie di immobili e le caratteristiche che concorrono a differenziarli. Nel paragrafo 2.3 vengono analizzati diversi approcci al fine di determinare il rendimento dell'immobile, fornendo una panoramica dei concetti chiave e delle metriche utilizzate per valutarlo. L'ultimo paragrafo del capitolo analizzerà i diversi rischi associati al settore, una componente intrinseca che può influenzare significativamente il rendimento atteso. Comprendere e gestire i diversi rischi che l'investimento comporta è essenziale per gli investitori che desiderano massimizzare i loro guadagni e minimizzare le perdite.

2.2 DEFINIZIONE

Il mercato immobiliare comprende le transazioni per i diritti sull'utilizzo del terreno o delle costruzioni. La parte della domanda è caratterizzata da persone, aziende e altre entità, disposte ad acquistare per ottenere il diritto di utilizzo dello

spazio oggetto della compravendita ai fini del consumo o della produzione²¹. La parte dell'offerta, invece, è composta dai proprietari degli immobili intenzionati a vendere tale spazio. Di solito la domanda risulta essere più segmentata. Coloro disposti ad acquistare o prendere in locazione hanno specifiche richieste in base al tipo di spazio richiesto e alla sua posizione. Gli offerenti invece detengono immobili per un segmento specifico, essendo i loro immobili/terreni fissi in un determinato punto. Il mercato immobiliare può essere segmentato sulla base del tipo di proprietà, della posizione, del potenziale di produzione di reddito e da tutti gli altri attributi riconosciuti da coloro che partecipano allo scambio di proprietà immobiliari.

La segmentazione principale che può essere fatta riguarda la destinazione d'uso del bene:

- Residenziali; destinati all'uso abitativo, rientrano in questa categoria case unifamiliari, appartamenti, condomini, case a schiera e gli altri tipi di sistemazioni abitative.
- Retail; locali destinati all'attività di commercio al dettaglio
- Uffici e Industriali; locali adibiti allo svolgimento di attività professionali o alla produzione e/o trasformazione dei beni.
- Ospitali; gli immobili destinati al turismo o alle case di cura

Le diverse tipologie di immobili sopra descritte, se pur con destinazioni d'uso differenti, assumono delle caratteristiche comuni estendibili a tutti i beni immobili:

²¹ Floyd, C.F. and Allen, M.T. (2002). *Real estate principles*. Chicago, Ill.: Dearborn Real Estate Education, pp.154

1. Immobilità; deriva dal fatto che la maggior parte degli immobili non può esser spostata da un luogo ad un altro. Ne consegue che il suo prezzo è strettamente legato alla posizione geografica e all'economia locale .
2. Diversità; i diversi attributi imputabili all'immobile (posizione, metratura, anno di costruzione, ...) fanno sì che i beni siano altamente differenziati tra loro.
3. Durabilità; si riferisce alla capacità di un immobile di conservare il suo valore e la sua utilità nel lungo periodo, senza richiedere interventi di manutenzione straordinaria o ristrutturazioni frequenti. La durabilità dipende da vari fattori, tra cui la qualità dei materiali utilizzati, le tecniche costruttive adottate, la manutenzione regolare e l'esposizione dell'immobile agli elementi naturali. Un immobile con elevata durabilità tende ad avere una vita utile più lunga e un rischio minore di deprezzamento nel tempo.
4. Valore unitario elevato; l'acquisto di un immobile necessita di ingenti somme di denaro. Questa caratteristica implica che l'acquisto, la vendita o il mantenimento di un immobile richiede un investimento finanziario elevato, spesso comportando la necessità di finanziamenti a lungo termine, come mutui ipotecari. La problematica viene in parte risolta investendo in titoli di società immobiliari come i REITs²².
5. Illiquidità; Questa caratteristica è direttamente correlata con le ultime tre sopra descritte. Liquidare un bene immobile tramite la vendita, richiede

²² società di investimento immobiliare, spesso quotate, che svolgono in modo prevalente l'attività di investimento immobiliare e che sono caratterizzate dall'obbligo di distribuzione della maggior parte degli utili (solitamente dall'80% al 100%) sotto forma di dividendi, tassati direttamente in capo agli investitori.

spesso lunghi periodi di tempo, i quali in funzione della fase del ciclo immobiliare in cui ci si trova possono aumentare o diminuire²³.

6. Scarsità; La scarsità è dovuta al fatto che la superficie terrestre è naturalmente limitata. Questa caratteristica si manifesta in particolare nel numero finito e stabile, soprattutto a breve termine, di lotti di terreno situati in posizioni favorevoli, come nelle aree urbane ben servite da infrastrutture. Il numero di edifici e strutture disponibili è inferiore alle necessità, e la loro crescita avviene in modo relativamente lento.

I mercati sui quali vengono scambiati tali beni immobili assumo a loro volta delle peculiarità²⁴. Le caratteristiche principali sono di seguito esaminate:

1. Mercato decentralizzato; non esiste un mercato centralizzato. I beni vengono scambiati su mercati generalmente definiti dal tipo di bene e dalla sua posizione. Ne consegue che la conoscenza del mercato locale risulta essere un fattore essenziale nel processo decisionale.
2. Trasparenza ridotta; è determinata dal fatto che una buona parte delle informazioni essenziali non siano accessibili alla controparte. Una trasparenza ridotta conduce a problemi di asimmetria informativa, dove l'acquirente del bene non ha accesso alle stesse informazioni del venditore.

²³ U.S. Securities and Exchange Commission (n.d.). *Risks of investing*. [online] Available at: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1704091/000170409117000001/document_4.pdf [Accessed Jul. 2024].

²⁴ Piasecka, A. (2017). A characterization of the real estate market. *Central and Eastern European Journal of Management and Economics*, 5(4), pp.169–180.

3. Investimenti a lungo termine; a determinare questo fattore concorrono 2 aspetti principali: la lunga vita utile dei beni immobili e le motivazioni di molti investitori. In questo secondo caso, sia privati che investitori istituzionali seguono molto spesso una strategia denominata “buy and hold”, mantenendo gli investimenti in un’ottica di lungo periodo.
4. Squilibrio di mercato; è una condizione che deriva dal disallineamento tra la domanda e l’offerta. L’offerta di immobili è relativamente inelastica nel breve termine, poiché la costruzione di nuovi edifici richiede tempo. Anche la domanda può essere rigida, in quanto dipende da fattori come i tassi di interesse, il reddito disponibile, e la demografia. Questo può portare a significative variazioni nei prezzi.
5. Forte presenza dello Stato; la forte presenza dello Stato può influire sul mercato. Tramite politiche legislative lo Stato può intervenire e regolarne le condizioni.
6. Costi di transazione elevati; le spese scaturite dalla compravendita sono per lo più a carico dell’acquirente. Questa condizione incentiva a mantenere il bene per un periodo di tempo prolungato per ammortizzare il costo sostenuto, favorendo la strategia buy and hold.

Approfondire le caratteristiche sopra descritte risulta fondamentale quando si esaminano i diversi aspetti finanziari legati agli investimenti immobiliari. Ciascun investitore ancor prima di destinare parte dei propri risparmi in questo settore, deve comprendere le peculiarità che lo caratterizzano.

2.3 RENDIMENTO IMMOBILIARE

Come in tutti i mercati anche in quello immobiliare, la conoscenza è la chiave fondamentale per prendere le giuste decisioni. Nello specifico conoscere come il

valore dei beni immobili viene determinato dal mercato è fondamentale in tutti gli aspetti, quali: le decisioni di investimento, i prestiti ipotecari, le valutazioni, gli sviluppi immobiliari e tutte le altre attività connesse al settore. Le decisioni di investimento risultano direttamente correlate al rendimento del bene oggetto di valutazione. In altre parole, un aumento dei flussi attesi e un apprezzamento dell'immobile incentivano gli investitori ad impiegare il proprio denaro in questo settore.

Nell'analizzare i rendimenti, è opportuno definire il periodo preso in esame al fine di determinare la redditività dell'investimento per tale periodo. È possibile calcolare il rendimento in un arco uniperiodale, solitamente dalla durata di un anno, o in alternativa in un intervallo multiperiodale, con un orientamento all'intero orizzonte dell'investimento. La prima modalità risulta vantaggiosa per confrontare i rendimenti derivanti dall'investimento immobiliare con quelli di altre tipologie di investimenti. Un approccio multiperiodale invece risulta più adeguato ai fini di una pianificazione finanziaria di lungo periodo, prendendo in considerazione non solo i flussi di cassa attesi ma anche il rendimento derivante dall'apprezzamento (deprezzamento) del bene.

L'indice più rilevante ai fini della determinazione del rendimento in un'ottica uniperiodale è il tasso di rendimento totale (r_t), determinato dalla somma di 2 componenti: la redditività del reddito percepito durante il periodo (Yield) e il capital gain a seguito della variazione del valore dell'immobile²⁵. Dunque, in

²⁵ Hoesli, M.; Morri, G. *Investimento Immobiliare*; Hoepli Milano, Ed.; 2014, pp.58.

un'ottica ex-ante, a seguito della stima del valore dell'immobile al termine del periodo, la formula del rendimento totale è la seguente:

$$r_t = Yield + \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

dove:

v_t = valore stimato dell'immobile alla fine del periodo t ;

v_{t-1} = valore di acquisto del bene o il valore stimato all'inizio del periodo t ;

La prima componente (yield) del rendimento totale calcolata come il rapporto tra il canone di locazione annuo e il prezzo d'acquisto pagato:

$$Yield = \frac{\text{Canone di Locazione}}{\text{Prezzo di Acquisto}}$$

L'indice rappresenta una chiara indicazione della redditività operativa dell'immobile. È possibile approfondire l'analisi considerando nel calcolo del rendimento gli oneri di gestione, gli interessi sul capitale di debito e le imposte, ottenendo così il rendimento netto derivante dai cash flows. Questo rendimento viene più comunemente chiamato ROA, return on assets²⁶. La sua composizione viene di seguito illustrata:

$$ROA = Yield - \frac{\text{Oneri di Gestione}}{\text{Prezzo di Acquisto}} = \frac{\text{Utile operativo}}{\text{Prezzo di acquisto}}$$

²⁶ È possibile utilizzare il ROA vista la natura dell'immobile

Tale indice definisce la redditività immediata netta immobiliare dell'area operativa, indipendentemente dalla struttura di finanziamento adottata per l'investimento. Conoscendo il valore del ROA risulta possibile determinare la redditività del capitale proprio (equity)²⁷:

$$ROE = [ROA + (ROA - i)] * \frac{Debito}{Equity} * (1 - t)$$

La scomposizione del ROE permette così di considerare l'effetto leva scaturito dall'indebitamento, consentendo al contempo di distinguere la redditività operativa da quella finanziaria e fiscale.

Determinare il rendimento immobiliare in un'ottica multiperiodale, richiede un approccio differente. Come precedentemente anticipato, l'arco temporale preso in considerazione va oltre la durata annua. Non ci si focalizza più solo sul canone di locazione annuo, ma sui flussi di cassa attesi futuri relativi ai periodi presi in esame, come il prezzo di acquisto, i canoni di locazione, gli oneri di gestione e il prezzo di vendita stimato. In particolare, nel calcolo del rendimento multiperiodale, l'indice a cui si fa maggiormente riferimento è l'IRR, in italiano, tasso interno di rendimento (TIR). Da un punto di vista matematico, tale indice rappresenta il tasso di attualizzazione per cui la somma dei flussi di cassa positivi e negativi attualizzati conduce ad un valore attuale netto nullo.

$$\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+IRR)^t} - F_0 = 0$$

²⁷ Hoelsli, M.; Morri, G. Investimento Immobiliare; Hoepli Milano, Ed.; 2014, p. 51.

Il rendimento dipende dunque da 2 fattori:

- La grandezza dei flussi di cassa
- La loro ripartizione temporale

Nel caso in cui il valore attuale dei flussi di cassa attesi futuri attualizzati al costo opportunità, risultasse maggiore di zero, ovvero l'IRR risulti essere maggiore del costo opportunità del capitale, allora l'investimento genererà ricchezza per l'investitore. Il costo opportunità è il tasso di rendimento atteso richiesto dagli investitori per un investimento (in questo caso immobiliare) che abbia lo stesso rischio del progetto.

Come si è potuto notare, in entrambi gli approcci il prezzo di acquisto dell'immobile influisce sulla redditività dello stesso. Nel primo caso, in un'ottica uniperiodale, a parità di canone, minore sarà il prezzo di acquisto del bene maggiore sarà il ritorno sull'investimento. Considerando invece una visione a lungo termine, il prezzo di acquisto del bene (F_0) rappresenta un flusso di cassa (di segno negativo) che concorre alla determinazione del tasso interno di rendimento. Anche in questo caso, minore sarà l'esborso iniziale per l'investimento, maggiore sarà il rendimento dell'immobile a parità delle altre condizioni. Determinare quindi il giusto valore di mercato del bene oggetto di investimento, rappresenta un fattore fondamentale per ottenere un congruo rendimento. Svolgere questa analisi non risulta affatto semplice a causa dell'eterogeneità dell'immobili e l'assenza di un mercato centralizzato come avveniente per i titoli mobiliari. Tuttavia, sono state sviluppate diverse

metodologie a seconda del tipo di immobile e delle finalità del calcolo²⁸. I criteri di valutazione più diffusi sono i seguenti:

1. Metodologia comparativa di mercato;
2. Metodologia del costo di ricostruzione;
3. Metodologia economica:
 - Criterio reddituale;
 - Criterio finanziario
4. Metodologia della regressione lineare multipla

Metodologia comparativa di mercato

Nella metodologia comparativa il valore dell'immobile è determinato dalle transazioni passate recenti dei beni considerati comparabili²⁹. La comparabilità si stabilisce rispetto alle caratteristiche fisiche dell'immobile. Per ottenere il prezzo di mercato del bene occorre prima individuare il prezzo medio dell'unità di misura (solitamente il metro quadro) determinato dalle transazioni comparabili, e moltiplicarlo per la quantità espressa dal bene da valutare. Tale metodologia si fonda sul principio secondo il quale nessun acquirente razionale acquisterà un bene ad un costo superiore a quello di beni simili. Tale metodologia risulta essere quella più diffusa, in particolare si rivela vantaggiosa per definire il valore di beni per lo più standardizzati, ove è semplice e immediata la reciproca comparabilità.

²⁸ Pagourtzi, E., Assimakopoulos, V., Hatzichristos, T. and French, N. (2003). Real estate appraisal: a review of valuation methods. *Journal of Property Investment & Finance*, 21(4), pp.386.

²⁹ Paglia & associati s.a.s. *il rischio operativo nel campo immobiliare [analisi dei livelli di rischio]*. [online; accesso Luglio 2024]

Metodologia del costo di ricostruzione

La teoria sul costo di ricostruzione si basa sul principio di sostituzione tra il valore dell'immobile e il prezzo di acquisto del terreno sul quale l'immobile è situato in aggiunta al costo di realizzazione del bene con annesse le caratteristiche simili al bene preso in esame, al netto dell'ammortamento stimato, inteso come la differenza tra la nuova costruzione (costo o sostituzione) e le condizioni attuali della proprietà. Inoltre, al fine di avvicinarsi quanto più al valore equo di mercato, il perito ritenere ragionevole considerare il valore aggiunto degli attributi che caratterizzano l'immobile. Questo tipo di approccio è particolarmente adatto per gli immobili speciali (chiese, ospedali, caserme, ecc...) dove il calcolo del valore tramite transazioni comparabili non è possibile in quanto basse o inesistenti. Allo stesso modo se non viene prodotto nessun affitto anche la metodologia economica risulta inappropriata. Si rivela efficace anche per valutare il valore degli immobili nei paesi dove gli investimenti immobiliari sono contenuti e l'occupazione da parte del proprietario è il metodo più diffuso di utilizzo della proprietà. Infine, tale metodo viene spesso utilizzato dalle compagnie di assicurazioni come base di calcolo per determinare il valore assicurativo dell'immobile.

Metodologia economica

La terza metodologia consente di determinare il valore di un immobile in base alla sua capacità di produrre reddito, ovvero in base ai benefici economici futuri che l'investimento sarà in grado di generare in un determinato orizzonte temporale. Gli approcci in cui si articola questa metodologia sono il criterio reddituale e il criterio finanziario. Riguardo la prima modalità di calcolo, questa si basa sulla ricerca del valore in un'ottica uniperiodale. La formula in esame è quella derivante dalla rendita perpetua illimitata, ossia il rapporto tra il flusso di cassa annuo e il suo

tasso di capitalizzazione. Applicato al caso in esame, la formula diventa quanto segue:

$$\text{Valore immobile} = \frac{\text{Canone locazione annuo}}{\text{Tasso di capitalizzazione (yield)}}$$

La semplicità di questa metodologia nasconde però delle criticità. Determinare il giusto tasso di capitalizzazione è una problematica non trascurabile. Il problema è scaturito dai valori unitari spesso elevati dei beni immobili. Ne consegue che una variazione minima del tasso in esame conduce ad una differenza sostanziale sul valore dell'immobile. Per determinare il giusto tasso si svolge un'analisi sui tassi di mercato di immobili comparabili, come avviene nella metodologia comparativa. In questo caso non si cercherà un valore monetario piuttosto un rendimento congruo all'immobile oggetto di valutazione. Un altro approccio che il perito potrebbe adottare è affidarsi al GRM, in italiano moltiplicatore dell'affitto lordo. In questo caso per reperire il valore di tale moltiplicatore è possibile consultare le quotazioni di professionisti immobiliari o in alternativa calcolare il GRM come media dei GRM di immobili comparabili. A differenza del tasso di capitalizzazione, il GRM è un moltiplicatore e viene definito come segue:

$$\text{GRM} = \frac{\text{Valore immobile}}{\text{Canone locazione lordo annuo}}$$

Il risultato, oltre a determinare entro quanti anni è possibile ripagare l'immobile con il reddito lordo ricevuto, consente di valutare la redditività dell'investimento se confrontato con proprietà simili dello stesso mercato.

L'approccio finanziario prevede invece il calcolo dei flussi finanziari legati al possesso del bene con un orizzonte di lungo periodo. Per la determinazione del

valore, il criterio si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi. A differenza dell'approccio reddituale, si considera ai fini del calcolo oltre i flussi di cassa multiperiodali anche la manifestazione finanziaria derivante dalla vendita al termine del periodo di analisi. Il valore dell'immobile corrisponde quindi alla somma dei valori attuali dei redditi futuri. Anche in questo caso determinare il giusto tasso al quale attualizzare i flussi può risultare piuttosto ostico. Il tasso da utilizzare è rappresentato dal tasso di rendimento atteso dal mercato per un investimento comparabile con il profilo di rischio. In tal caso la tecnica più usata per determinare il tasso di attualizzazione si basa sul calcolo del costo medio del capitale (WACC). I flussi attesi futuri vengono quindi attualizzati al costo ponderato di tutte le forme di finanziamento.

Riguardo la determinazione del valore finale, questo viene determinato tramite il criterio reddituale come sopra esposto. A tal fine è opportuno attualizzare il beneficio economico scaturito dalla vendita ed attualizzarlo al WACC. La formula finale per determinare il valore dell'immobile è la seguente:

$$\text{Valore immobile} = \sum_{t=1}^{N-1} \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VF}{(1+WACC)^N}$$

Si fa riferimento maggiormente alla metodologia economica secondo il criterio finanziario nella valutazione di beni commerciali. Se pur comprensivo di tutti gli aspetti economici derivanti dall'investimento, risulta esserci un paradosso nella valutazione. Si richiede infatti di stimare il valore finale dell'immobile ancora prima di conoscere il suo valore attuale. Inoltre, essendo la vendita la manifestazione finanziaria più rilevante di tutta la rendita, un errata stima sul valore finale può discostare notevolmente il valore attuale risultante da quello reale.

Metodologia della regressione lineare multipla

In campo estimativo il modello di regressione multipla serve a spiegare la relazione causa-effetto tra le variabili indipendenti, che corrispondono alle caratteristiche immobiliari, e la variabile dipendente, che solitamente corrisponde al prezzo di mercato dell'immobile³⁰. In pratica questi modelli separano gli effetti delle singole variabili immobiliari arrivando a determinare quanto ciascuna di esse influisce sul prezzo complessivo. I modelli di regressione multipla rappresentano la relazione tra un insieme di caratteristiche immobiliari (X_i) e il prezzo (y) mediante un'unica equazione, che comprende una componente deterministica [$f(X_i)$], che descrive l'effetto delle variabili osservabili, e una componente stocastica (e_i), che incorpora tutti i fattori imprevedibili che rendono la relazione approssimativa e non una funzione matematica perfetta.

$$y = f(x_i) + e_i$$

La componente deterministica è composta dall'intercetta (b_0) e dalle variabili X_1 , X_2 , X_3 , ..., X_i con le relative pendenze.

$$y = b_0 + \sum_i^n b_i * X_i + e_i$$

Per individuare la migliore retta di regressione il criterio più diffuso è quello dei minimi quadrati che prevede di posizionare la retta in modo da rendere minima la somma degli scostamenti al quadrato, approssimandosi così ai valori osservati. Nella regressione multipla per determinare l'intercetta e le diverse pendenze si ricorre alla forma matriciale. Nella determinazione dell'immobile le variabili

³⁰ Božić, B., Milićević, D., Pejić, M. and Marošán, S. (2013). The use of multiple linear regression in property valuation. *Geonauka*, 01(01), pp.41–45.

considerate possono riguardare caratteristiche tecniche, economiche e fisiche. Tale approccio risulta più complesso rispetto a quelli precedentemente illustrati. Il suo utilizzo richiede il verificarsi di determinate condizioni al fine di ottenere uno stimatore non distorto e consistente. Inoltre per sviluppare il modello sono necessari numerosi dati relativi ai prezzi di mercato e alle caratteristiche degli immobili.

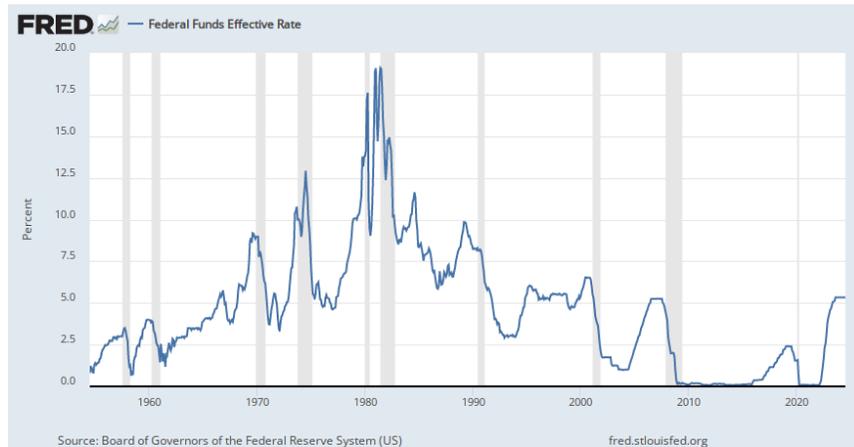
2.4 RISCHIO IMMOBILIARE

Gli investitori ricorrono spesso al mercato immobiliare per ridurre il rischio del proprio portafoglio di investimento. La sua bassa volatilità rispetto ad altre assets class attira molti investitori con bassi profili di rischio. Tuttavia occorre ricordare come il mercato immobiliare sia guidato da una ciclicità costante di lungo periodo, dove i periodi rialzisti hanno una durata che varia tra i 7 e 10 anni per poi esser seguiti da brevi periodi di ribasso.

Inoltre, la durata dei cicli finanziari è altamente condizionata dai numerosi meccanismi che possono innescare o amplificare la comparsa di bolle nei mercati immobiliari. Gran parte di essi sono direttamente imputabili alle politiche messe in atto dalle banche centrali³¹. I periodi pre-crisi del settore finanziario evidenziano un'elevata esposizione delle banche al settore immobiliare, attraverso una maggior erogazione di prestiti finalizzati ad acquisti immobiliari, detenzione di beni immobili nel portafoglio delle banche, finanziamenti ad imprese di costruzione, e tutte le altre politiche volte a facilitare l'acquisto di un bene immobile.

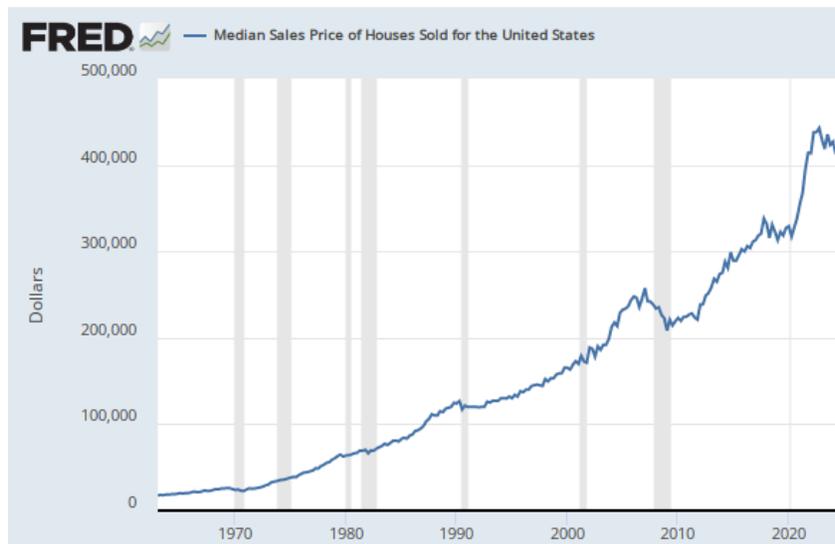
³¹ Louis, P., Zacho, L.S. and Lei, Q. (2001). Real estate market developments and financial sector soundness. *IMF Working Paper*, 2001(129), pp. 4.

Figura 2.2 Tasso effettivo dei fondi federali



Fonte: Federal reserve economic data of St. Louis

Figura 2.3 Periodi di rialzo e ribasso del mercato immobiliare statunitense



Fonte: Federal reserve economic data of St. Louis

Un'analisi simultanea dei due grafici evidenzia come il mercato immobiliare sia fortemente correlato con l'andamento dei tassi di interesse. Tutti i boom immobiliari sono preceduti da un più facilitato accesso al credito. Tassi di interesse contenuti agevolano l'acquisto di beni immobili a causa del minor costo di finanziamento. Nella maggior parte dei casi, a ridosso della crisi, le banche centrali hanno cercato di aumentare i tassi per diminuire la disponibilità di risorse finanziarie, influenzando negativamente sulla domanda di beni e servizi e cercando di mantenere moderata la crescita insostenibile dei prezzi. Nelle fasi di piena crisi, invece, la strategia adottata è inversa. Per sostenere una ripresa più rapida, gli istituti di credito e le banche centrali hanno intrapreso una politica di diminuzione dei tassi di interesse, facilitando l'accesso al credito e incentivando il consumo e l'investimento. Come tutti gli investimenti però, il rischio nullo non è raggiungibile se pur con una buona diversificazione. Quest'ultima strategia permette sicuramente di ridurre l'esposizione ai rischi diversificabili ma non consente di sottrarsi al rischio sistematico. Di seguito vengono descritti i principali rischi a cui il mercato immobiliare è soggetto³².

Rischio di mercato: È il rischio riferito alle variazioni del valore di un immobile connesso a mutamenti inattesi delle condizioni di mercato. Possono trattarsi sia di variazioni dovute esclusivamente a fattori locali, sia in alternativa a fattori macroeconomici che possono influenzare il mercato nazionale fino a raggiungere quello mondiale. In questo caso la riduzione del rischio derivante da una strategia di diversificazione dipenderà dalla vastità dell'area soggetta ai mutamenti di mercato.

³² Hoesli, M. and Morri, G. (2014). *Investimento Immobiliare*. Milano: Hoepli Editore, pp.74.

Rischio ambientale: Il rischio ambientale si riferisce alla probabilità che fattori legati all'ambiente e al clima possano influenzare negativamente l'attrattività dell'immobile con il conseguente deprezzamento³³. Questo rischio può manifestarsi in vari modi, dai cambiamenti climatici, all'inquinamento dell'area fino arrivare alle normative ambientali. Essendo degli elementi legati ad una specifica area o immobile, attraverso un'adeguata diversificazione è possibile ridurre il rischio assunto.

Rischio legislativo: Vista la forte presenza dello Stato sul mercato immobiliare, una emanazione o modifica delle norme in materia può impattare sugli investimenti immobiliari. Per esempio, incentivi fiscali ed edilizi potrebbero favorire la domanda di immobili. Al contrario una politica fiscale più rigida diminuirebbe l'attrattività del mercato. Anche in questo caso, l'entità del rischio dipende dalla portata della norma. Dato che la maggior parte delle norme in materia assume una valenza nazionale, la riduzione del rischio tramite diversificazione è possibile estendendo gli investimenti verso altri paesi.

Rischio di liquidità: Questa problematica deriva da una delle caratteristiche principali imputabili al mercato immobiliare. L'illiquidità degli investimenti rappresenta un rischio per il detentore del bene in quanto il tempo medio con il quale riuscirà a liquidare il proprio investimento risulterà elevato. Inoltre, un nuovo investitore ha la possibilità di far leva sulla mancanza di liquidità sul mercato, offrendosi di comprare in breve tempo il bene ad un prezzo ridotto. Caratterizzando l'intero mercato, tale rischio risulta difficile da arginare. Può diminuire nel caso in cui il bene oggetto della compravendita assuma delle

³³ Kahr, J. and Thomsett, M.C. (2005). Real Estate Market Valuation and Analysis. New York, NY: John Wiley & Sons, pp.49.

caratteristiche standardizzate, con conseguenti maggiori probabilità di essere compatibile con le esigenze di un numero più elevato di consumatori.

Rischio finanziario: Riguarda la possibilità di incorrere in perdite derivanti dall'incapacità di rimborsare i propri debiti a seguito del ricorso al capitale di debito come forma di finanziamento. È scaturito da variazioni nei tassi di interesse, di cambio o nei prezzi di mercato. Una variazione dei tassi potrebbe causare una parziale o totale erosione degli utili³⁴. Disporre di più immobili e stipulare mutui con scadenze diverse permette di ridurre l'esposizione ad una variazione dei tassi.

Rischi fisici: Questa categoria include tutte le considerazioni relative all'obsolescenza degli immobili, al degrado funzionale o tecnologico degli stessi, e al rischio di raggiungere una "morte funzionale". È importante sottolineare come il disallineamento qualitativo e funzionale di un immobile possa influire negativamente non solo sulla redditività ottenibile, ma anche sulla sua stessa idoneità alla messa a reddito. Il rischio fisico si estende anche all'ambiente circostante l'immobile. Le attività immobiliari sono vulnerabili a diversi rischi legati alla condizione, alla composizione e alla qualità degli ambienti limitrofi. Alcuni cambiamenti nel territorio adiacente all'immobile possono rappresentare opportunità positive; tuttavia, altri cambiamenti possono avere effetti negativi sul valore dell'immobile³⁵, creando spesso pressioni al ribasso che necessitano di una gestione attenta. Una giusta diversificazione consente di mitigare il rischio fisico assunto.

³⁴ Paglia & associati s.a.s. *il rischio operativo nel campo immobiliare [analisi dei livelli di rischio]*. [online; accesso Luglio 2024]

³⁵ Kahr, J. and Thomsett, M.C. (2005). *Real Estate Market Valuation and Analysis*. New York, NY: John Wiley & Sons, pp.49.

Rischio di costruzione: ogni volta che un progetto include una costruzione rilevante, come un nuovo sviluppo o la riqualificazione di un asset esistente, c'è il rischio che il progetto possa sforare i costi preventivati, estendere i tempi di completamento oltre il previsto o di non riuscire a vendere/affittare il complesso immobiliare o le unità che ne fanno parte³⁶. Per questo motivo, è cruciale che lo sponsor abbia una solida esperienza nella gestione di progetti di costruzione quando si decide di investire in tali iniziative.

I rischi sopra esposti rappresentano le problematiche principali che un investitore potenziale deve considerare. Nell'intraprendere un progetto di investimento è opportuno tenere conto anche di altri rischi legati al settore immobiliare come l'insolvenza del locatario o il rischio legato a vizi occulti del bene come difetti funzionali o strutturali. Per ogni tipo di rischio, è possibile concettualmente aggiungere un premio al tasso base o risk-free, con l'obiettivo di confrontarlo con il rendimento atteso dall'investitore. Tuttavia, ciascun elemento di rischio presenta un diverso livello di incertezza e una diversa correlazione con le variabili interne del mercato. La determinazione di questo premio può essere complessa, ma è cruciale riconoscere che l'analisi del rendimento atteso è intrinsecamente legata all'analisi del rischio; i due concetti sono indissolubili. Di conseguenza, l'investitore deve esaminare attentamente entrambi gli aspetti nel processo decisionale.

³⁶ U.S. Securities and Exchange Commission (n.d.). Risks of investing. [online] Available at: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1704091/000170409117000001/document_4.pdf [Accessed Jul. 2024].

2.5 CONCLUSIONI

Il capitolo 2 ha illustrato come il mercato immobiliare rappresenti un settore complesso e articolato, con dinamiche e caratteristiche che influenzano la domanda e l'offerta impattando sul rendimento degli investimenti. A partire dalla definizione generale di mercato immobiliare, sono state approfondite le sue peculiarità, esplorando le diverse tipologie di proprietà oggetto di transazioni, come immobili residenziali, retail, uffici, industriali e ospitali, e sottolineando le caratteristiche comuni dei tutti gli immobili, come l'immobilità, l'eterogeneità, e il valore unitario elevato. La redditività dell'immobile è fondamentale per le decisioni di investimento. Le principali metriche analizzate per il calcolo del rendimento sono state: l'indice di rendimento immediato (yield) calcolato su un arco temporale uniperiodale e il tasso interno di rendimento (IRR) in un'ottica di lungo periodo caratterizzata da più flussi di cassa. La seconda parte del paragrafo 2.2 si è concentrata sulla determinazione del valore reale di un'immobile, un fattore determinante per la redditività dell'investimento, analizzando approcci differenti e sottolineando gli ambiti di utilizzo più adatti per ciascuno.

L'ultimo paragrafo ha approfondito i rischi legati al mercato immobiliare. Pur essendo considerato meno volatile rispetto ad altre classi di asset, è esposto comunque ad una serie di rischi. Tra questi, i principali sono il rischio di mercato, ambientale, legislativo, di liquidità e finanziario. Strategie come la diversificazione consente nella maggior parte dei casi di ridurre notevolmente l'esposizione a queste problematiche. Si è compreso come per i rischi estendibili esclusivamente al singolo immobile o ad un'area di dimensioni relativamente piccole, una diversificazione ridotta consente tuttavia di minimizzare il rischio. Diversamente per i rischi che influenzano il mercato nazionale o mondiale,

occorre intraprendere una strategia di diversificazione elevata per cercare di ridurre il numero di immobili soggetti ai medesimi rischi. In sintesi, il capitolo 2 ha illustrato come la comprensione approfondita dei vari aspetti immobiliari; dei rendimenti derivanti dall'investimento e dei rischi associati, risulta cruciale per gli investitori che desiderano navigare con successo in questo mercato. Attraverso un'analisi dettagliata, il capitolo ha fornito le basi necessarie per affrontare le sfide e cogliere le opportunità nel settore immobiliare.

CAPITOLO 3: ANALISI DEL DECLINO DI EVERGRANDE

3.1 INTRODUZIONE

Il fallimento del colosso immobiliare Evergrande rappresenta uno degli eventi finanziari più rilevanti degli ultimi anni, non solo per l'entità del debito accumulato dalla società, ma anche per le implicazioni che ha avuto sull'economia e sul settore immobiliare cinese. Questo capitolo si propone di analizzare i fattori che hanno portato al declino della società, contestualizzando il suo sviluppo all'interno della crescita esponenziale del settore immobiliare cinese e della progressiva liberalizzazione del mercato avvenuta negli ultimi decenni.

Partendo da un'analisi storica della società e del suo rapido successo, si approfondiranno le dinamiche economiche e finanziarie che hanno alimentato il modello di crescita basato su un forte indebitamento. Verranno inoltre esaminati i segnali di crisi, culminati con l'introduzione della politica delle "tre linee rosse" da parte del governo cinese, che ha segnato l'inizio di una profonda crisi di liquidità per Evergrande. Attraverso l'analisi della struttura finanziaria e del fallimento della società, si cercherà di comprendere come Evergrande sia passata dall'essere il più grande sviluppatore immobiliare cinese a diventare il simbolo della vulnerabilità del modello di crescita del settore.

3.2 STORIA DELLA SOCIETA'

A partire dagli anni '80, in Cina si assiste ad una graduale transazione economica dal socialismo al capitalismo, con l'intenzione di integrarsi nell'economia internazionale per attrarre maggiori capitali indispensabili per la crescita economica del paese. A partire da quegli anni il governo definisce 4 zone economiche speciali (Zes), caratterizzate da una maggiore indipendenza per le

attività legate al commercio internazionale e da una normativa fiscale favorevole ad attrarre aziende estere. Vista l'enorme spinta apportata da questi distretti, nel 1984 il governo fonda altre 14 Zes, tra queste anche la città di Guangzhou che passerà da 6 milioni di abitanti nel 1990 ai 18 milioni registrati nel 2020. Si sviluppano così, grandi centri industriali, con l'obiettivo di trainare l'economia cinese. Grandi masse di cittadini iniziano a spostarsi dalle zone rurali verso le nuove metropoli in costruzione in cerca di salari più alti. La domanda di immobili cresce vertiginosamente. Tra il 1998 e il 2001 il partito comunista cinese decide di rivoluzionare il mercato immobiliare della Cina. La casa, che prima veniva assegnata ai cittadini dello Stato, diventa un bene acquistabile e di conseguenza il mercato degli immobili viene liberalizzato. Si assiste negli stessi anni ad un parallelismo con gli Stati Uniti. Clinton vuole assicurare a tutti una casa di proprietà, facendo espandere rapidamente il mercato dei mutui. In Cina, invece, fu la crescente classe media a guidare il mercato immobiliare, grazie all'aumento dei redditi che permetteva l'acquisto di immobili di maggior valore. A differenza degli Stati Uniti, dove il debito immobiliare crebbe in un contesto di stagnazione della classe media, la Cina viveva un'espansione significativa di questa fascia di popolazione, che trainava la domanda nel settore immobiliare.

L'improvvisa richiesta di immobili ad uso residenziale favorisce la nascita di migliaia di imprese immobiliari, sostenute anche dagli incentivi che lo stato offriva a queste nuove aziende. Tra queste anche il gruppo Hongda, meglio conosciuto come China Evergrande Group, che in pochi anni raggiungerà in termini di fatturato il primato per il più grande sviluppatore immobiliare cinese, spartendosi la posizione con la società concorrente Country Garden.

Nel 1996, Hui Ka Yan fonda l'azienda nel distretto meridionale cinese di Guangzhou, in una delle 14 Zes istituite nel 1984. In quegli anni, le imprese immobiliari stavano vivendo un vero e proprio periodo d'oro, caratterizzato da una crescita esponenziale. Il loro modello di sviluppo si basava principalmente sull'indebitamento: prendevano a prestito ingenti somme di denaro, contando di ripagare i prestiti attraverso le vendite dei beni residenziali, che si muovevano in un mercato immobiliare in forte espansione³⁷. Dopo dieci anni dalla sua fondazione, Evergrande si espande rapidamente, arrivando ad operare in oltre 20 città cinesi e affermandosi come una delle 20 maggiori società immobiliari del Paese. Questo successo inizia ad attirare l'interesse di investitori internazionali. Nel 2006, Evergrande sigla un accordo con importanti istituzioni finanziarie globali come Deutsche Bank, Temasek e Merrill Lynch, che investono complessivamente 400 milioni di dollari in azioni privilegiate convertibili del gruppo³⁸.

Nel 2009, Evergrande realizza una IPO (Initial Public Offering), quotandosi alla Borsa di Hong Kong e raccogliendo 722 milioni di dollari. Con questa operazione, Evergrande diventa una delle imprese private a maggiore capitalizzazione sul mercato, consolidando ulteriormente la sua posizione di leader nel settore immobiliare cinese.

L'impero commerciale del signor Hui va oltre il regno dello sviluppo immobiliare. A partire dal 2010, il gruppo intraprende una strategia aggressiva di diversificazione, espandendosi verso altri settori. Attraverso i ricavi derivanti dalla

³⁷ Han, J. (2023). The Debt Problem of Evergrande. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 34, pp.85.

³⁸ Sun, Y. and Cao, Z. (2021). Financing mode analysis of chinese real estate enterprises – a case study of evergrande group. *Association for Computing Machinery*, pp.526.

vendita dei propri immobili riescono a comprare la squadra di calcio del Guangzhou vincendo nel 2013 la AFC Champions League. Negli anni seguenti, il marchio Evergrande raggiunge diverse industrie. Attraverso Evergrande New Energy Auto entrerà nel settore automotive producendo e vendendo un unico modello. Si espanderà anche nel settore dell'acqua minerale tramite la sussidiaria Evergrande Spring. La continua espansione ha visto il gruppo coinvolto in settori diversificati, dalla gestione patrimoniale ai parchi a tema, dalle società Internet fino al settore sanitario³⁹. Nel 2017, il nome Hui ka Yan entrerà nella classifica degli uomini più ricchi in Cina, confermando la crescita esponenziale e l'influenza della sua azienda a livello nazionale e internazionale.

La rapida crescita di Evergrande si è fondata su un massiccio ricorso all'indebitamento, che ha portato l'azienda ad accumulare una quantità significativa di debiti⁴⁰. Nel 2020, il governo cinese ha introdotto le cosiddette "tre linee rosse", una serie di misure mirate a ridurre l'indebitamento delle società immobiliari, imponendo limiti ai livelli di debito rispetto agli asset, al capitale e alla liquidità. Queste restrizioni hanno impedito a Evergrande di accedere a nuovi finanziamenti, aggravando ulteriormente la sua situazione finanziaria⁴¹.

Il blocco dei nuovi prestiti ha rapidamente portato Evergrande a una crisi di liquidità e, verso la fine del 2021, la società è entrata ufficialmente in default per non aver rispettato i pagamenti su alcune obbligazioni internazionali. I tentativi

³⁹ Altomare, G., Mattarocci, G. Evergrande: la crisi del colosso immobiliare cinese. *Bancaria* 2021, 100(10), pp.52.

⁴⁰ Wang, Z., Ye, K. and Zhu, D. (2022). Financial Crisis Analysis of Evergrande Group from the Perspective of Game Theory. In: *Proceedings of the 2022 2nd International Conference on Enterprise Management and Economic Development (ICEMED 2022)*. Atlantis Press, pp.268.

⁴¹ Li, J. and Qin, Y. (2024). An Analysis of the Causes of Evergrande Debt Crisis. *SHS Web of Conferences*, 188, p.5.

della società di diversificare il proprio business non hanno avuto successo, inclusa l'espansione nel settore automobilistico con Evergrande New Energy Auto, che ha registrato perdite accumulate tra il 2021 e il 2022, pari a 9,95 miliardi di dollari, aggravando la posizione già critica dell'azienda.

A gennaio 2024 il tribunale di Hong Kong ha ordinato la liquidazione del gruppo Evergrande, dopo che la società non è riuscita a ristrutturare il suo massiccio debito. Con un passivo di circa 300 miliardi di dollari, la liquidazione segna un punto di svolta nel crollo di uno dei più grandi sviluppatori immobiliari al mondo, lasciandosi alle spalle circa 1.300 progetti incompiuti e mettendo in crisi 120.000 lavoratori⁴².

3.3 ANALISI SETTORE IMMOBILIARE CINESE

Il settore immobiliare cinese è da quasi tre decenni un motore fondamentale per la crescita economica del paese, con gran parte dello sviluppo trainato proprio dalla finanza fondiaria. A partire dal 1990 la Cina ha avviato un serie di manovre di apertura economica, aumentando il commercio e le entrate fiscali. Ciò ha permesso al paese di intraprendere un percorso di crescita esponenziale. Il Pil cinese è passato da circa 360 miliardi di dollari nel 1990 a quasi 18.000 miliardi nel 2022 con un aumento di 4988%. Per comprendere meglio l'enorme crescita, nello stesso periodo l'Italia è cresciuta "solamente" di circa il 79%. Inoltre, in quegli anni si è assistito ad un forte fenomeno di urbanizzazione. Nel corso di due decenni, circa 400 milioni di famiglie hanno lasciato le aree rurali per trasferirsi nelle città, dove

⁴² Li, J. and Qin, Y. (2024). An Analysis of the Causes of Evergrande Debt Crisis. *SHS Web of Conferences*, 188, p.5.

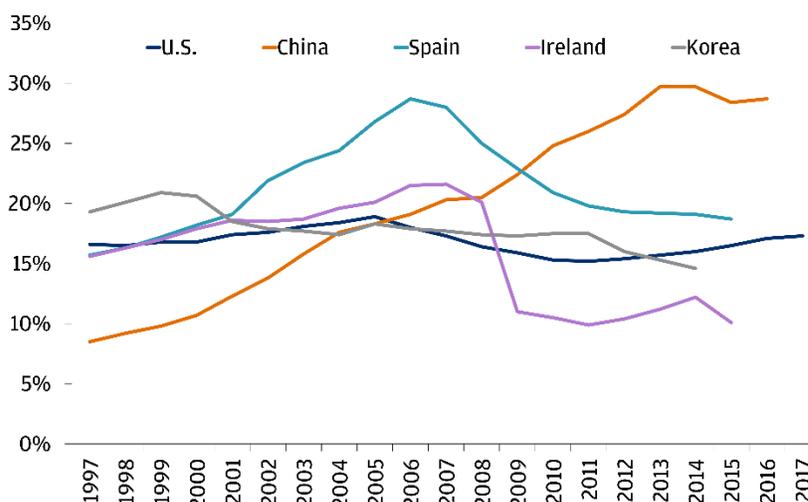
operavano le principali aziende manifatturiere. Questo massiccio spostamento ha aumentato drasticamente la domanda di abitazioni nelle nuove metropoli. Per gestire questo fenomeno, il governo cinese ha implementato una serie di politiche a sostegno dello sviluppo immobiliare, offrendo ingenti incentivi alle imprese del settore per facilitare la costruzione di abitazioni su larga scala. A queste politiche si sono aggiunte riforme fiscali, come quella del 1994, che hanno contribuito a rafforzare la dipendenza dell'economia cinese dal mercato immobiliare, trasformando il settore in uno dei principali motori di crescita economica del Paese.

Con l'introduzione del nuovo sistema di ripartizione del gettito fiscale tra il governo centrale e i governi locali, e il conseguente trasferimento parziale del potere finanziario dalle autorità locali a quelle centrali, la riforma fiscale del 1994 ha creato uno squilibrio tra le entrate e le spese dei governi locali⁴³. Questo disavanzo fiscale ha spinto le autorità locali a ricercare fonti alternative di finanziamento per coprire il divario. Uno dei principali mezzi utilizzati è stato lo sviluppo immobiliare e la vendita di terreni, che sono diventati una delle principali fonti di entrate per le amministrazioni locali. Attraverso la vendita dei diritti d'uso dei terreni e l'introduzione di imposte sulle transazioni immobiliari, i governi locali sono riusciti ad aumentare significativamente le proprie risorse finanziarie. Questo ha contribuito non solo a colmare il divario tra entrate e spese creato dalla riforma fiscale, ma ha anche promosso lo sviluppo economico su larga scala; tutto ciò ha incentivato un'enorme espansione del settore immobiliare, aggravando la dipendenza economica della Cina da questo comparto.

⁴³ Gong, H. (2023). Analysis of the Real Estate Market in China's Past and Present. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 56, pp.44.

Le entrate fiscali apportate dall'industria fondiaria sono arrivate a pesare per quasi la metà (45%) delle entrate del bilancio pubblico, svolgendo un ruolo insostituibile nel soddisfare i bisogni primari dei cittadini e migliorare il loro tenore di vita. Secondo l'Istituto Nazionale di Statistica Cinese, nel 2023 il contributo diretto dell'industria immobiliare al Pil nominale cinese è stato superiore al 12%, di cui 5,8% proveniente dai servizi immobiliari e il 6,8% dall'industria delle costruzioni⁴⁴. Secondo gli esperti, l'integrazione delle attività indirette consentirebbe al settore immobiliare di raggiungere fino al 27-30% del PIL del paese. Un valore notevolmente alto se confrontato con le economie dei paesi che hanno sperimentato i boom negli investimenti immobiliari ⁴⁵(Stati Uniti prima della crisi finanziaria globale, Spagna, Irlanda, Giappone, ecc.).

Figura 3.1 Quota del PIL per paese relativa alle attività immobiliare



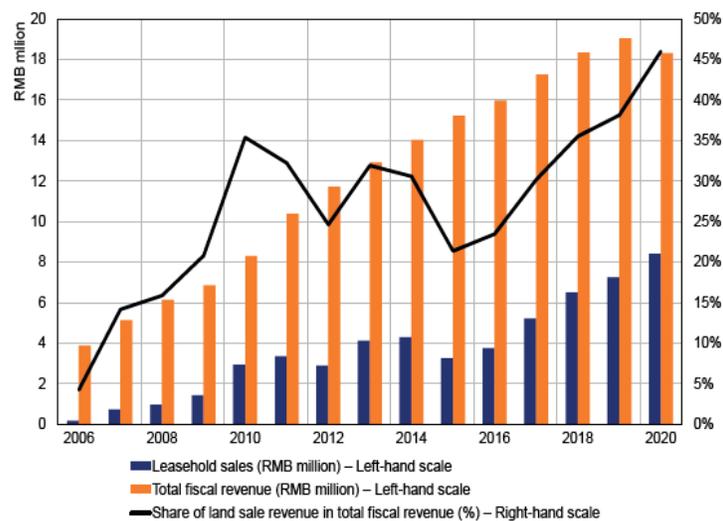
Fonte: Rogoff, K. and Yang, Y. (2020). Peak China Housing. Working Paper Series, 27697.

⁴⁴ Statista (2023). *China: composition of GDP by industry 2020*. [online] Available at: <https://www.statista.com/statistics/1124008/china-composition-of-gdp-by-industry/> [Accessed Aug. 2024].

⁴⁵ Asia Society and Stanford Center (2024). *China's property sector: challenges and implications for the economy*, pp.9.

Come dimostra la figura 3.1, La Cina si trova all'estremità in termini di eccessi del mercato immobiliare, paragonabile solo a Spagna e Irlanda prima della crisi finanziaria del 2008⁴⁶, sottolineando quanto il sistema economico del paese dipenda dalla finanza fondiaria. Nell'ultimo ventennio, la dipendenza dal settore immobiliare è notevolmente cresciuta. A partire dalla crisi finanziaria del 2008, la Cina ha visto aumentare esponenzialmente le proprie attività immobiliari, aumentando di anno in anno la relativa quota sul PIL del paese.

Figura 3.2 Entrate fiscali dalla vendita di immobili



Source: NBER, China's Ministry of Finance. Calculations: DG Trésor.

Come si può notare dalla Figura 3.2, a seguito della crisi dei mutui subprime scoppiata negli Stati Uniti ed estesa a tutta l'economia globale, il contributo del settore immobiliare cinese, sul totale delle entrate fiscali, è aumentato significativamente. A partire da quegli anni, il governo centrale ha adottato politiche espansive per stimolare la crescita economica, incentivando in gran parte

⁴⁶ Rogoff, K. and Yang, Y. (2020). Peak China Housing. *Working Paper Series*, 27697, pp.12.

l'industria edilizia. L'aumento dell'incidenza sul totale delle entrate fiscali è segno che le attività immobiliari dirette e indirette siano state utilizzate come strumento trainante per la ripresa economica negli anni post recessione. Sebbene queste misure abbiano sostenuto lo sviluppo economico, hanno al contempo causato un rapido aumento del livello di indebitamento in vari settori, facendo crescere a livello macroeconomico il coefficiente di leva finanziaria. L'elevato livello di debito accumulato dalle imprese immobiliari ha inoltre evidenziato un crescente potenziale rischio per l'economia del paese.

Per prevenire che il rischio di debito delle aziende immobiliari si estendesse all'intero sistema finanziario, nel 2020 la Cina ha implementato le "tre linee rosse" e il "sistema di gestione centralizzata dei prestiti alle imprese immobiliari"; questa politica si traduce in un deleveraging forzato per migliorare la salute finanziaria del settore immobiliare. La Cina ha imposto a diverse società di sviluppo immobiliare di conformarsi alle direttive stabilite dalla politica delle tre linee rosse. Nell'ambito di questo programma, le aziende sono tenute a fornire rapporti dettagliati sulla loro situazione finanziaria, che saranno valutati dalle autorità di regolamentazione, sotto la supervisione della Banca Popolare Cinese e del Ministero dello Sviluppo Edilizio, Rurale e Urbanistico.

La politica cinese delle “tre linee rosse” si basa sul rispetto di 3 criteri principali⁴⁷:

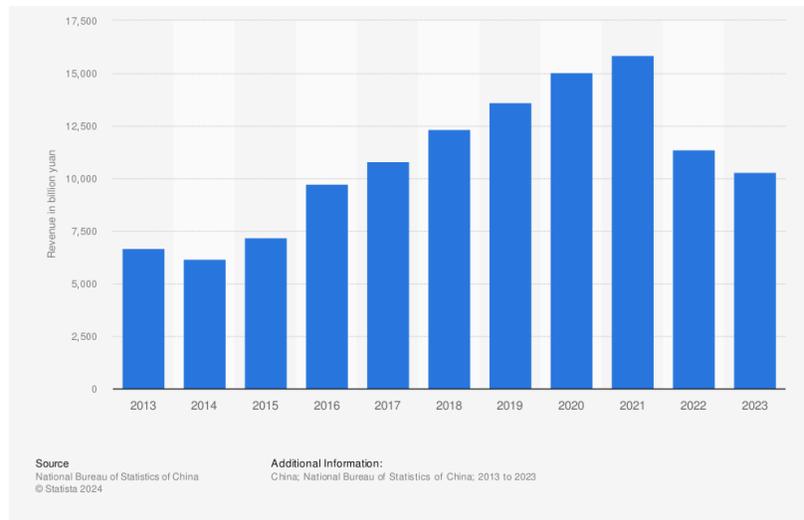
1. Un rapporto tra passività e attività (esclusi gli incassi anticipati) inferiore al 70%

⁴⁷ UBS Editorial team (2023). *Le tre linee rosse della Cina*. [online] Available at: <https://www.ubs.com/it/it/assetmanagement/insights/thematic-viewpoints/apac-and-emerging/articles/china-three-red-lines.html> [Accessed Aug. 2024].

2. Un rapporto di indebitamento netto inferiore al 100%
3. Un rapporto tra liquidità e debito a breve termine superiore a 1x

Nel caso in cui almeno una delle tre linee venga trasgredita, le autorità di regolamentazione stabiliranno dei limiti alla crescita del debito di tali operatori immobiliari. Tale politica se pur attuata per intraprendere una crescita sostenibile e mitigare l'elevato rischio assunto dall'industria immobiliare, ha condotto diverse società immobiliari in una crisi di liquidità. L'impossibilità di ricorrere a nuovi finanziamenti per rimborsare i debiti a breve termine ha portato diversi sviluppatori, come il Gruppo Evergrande, all'incapacità di rimborsare i propri debiti nel breve periodo. Nel 2021, il default del gruppo immobiliare mette a nudo il risultato di una crescita economica troppo rapida e con fondamenta instabili. Per anni, le aziende immobiliari hanno vissuto in un periodo d'oro ottenendo ingenti quantità di denaro per sviluppare nuove residenze il più veloce possibile vista l'enorme massa di cittadini che si stavano insediando nelle grandi città. Tuttavia, il modello adottato nel mercato era rischioso: di fronte all'aumento esponenziale della domanda di abitazioni e al rapido rialzo dei prezzi, le imprese immobiliari si sono affidate a un approccio basato sul "borrow-to-pay", ovvero prendere in prestito denaro per costruire nuove case. Col tempo, il debito accumulato da queste compagnie è diventato insostenibile, alimentato da un mercato che sembrava destinato a crescere all'infinito. Il crollo del colosso immobiliare è stata solo una delle cause che ha portato, a partire dalla fine del 2021, ad un rallentamento del settore immobiliare cinese.

Figura 3.3 Ricavi dalla vendita di immobili ad uso residenziale in Cina (in mld di Yuan)



Come si evince dalla figura 3.3, le entrate generate dalla vendita di immobili abitativi hanno risentito di un forte calo, portando i ricavi a valori che non si registravano dal 2016.

A incidere sul declino delle vendite ha contribuito anche il rallentamento della domanda per l'acquisto di nuovi immobili che da decenni aveva spinto il mercato al rialzo. La causa principale è riconducibile ad una drastica diminuzione della fiducia da parte dei consumatori.

Figura 3.4 Indice di fiducia dei consumatori in Cina



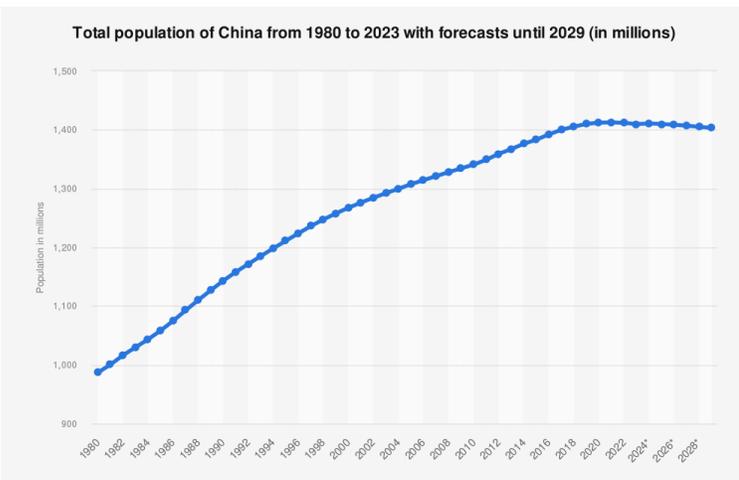
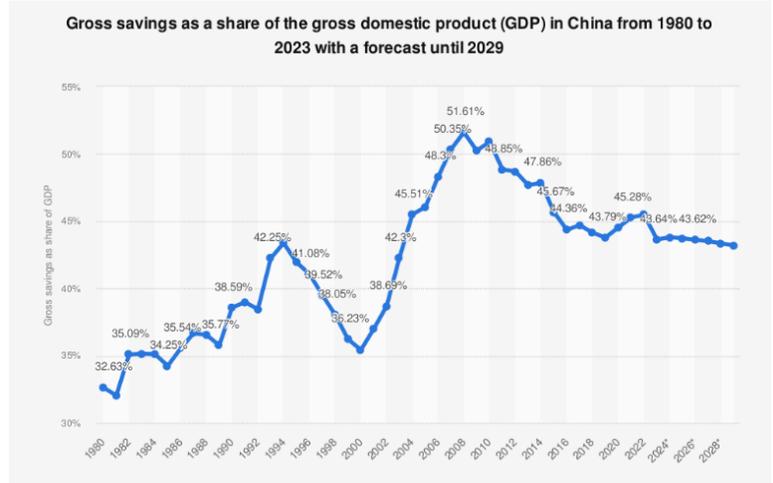
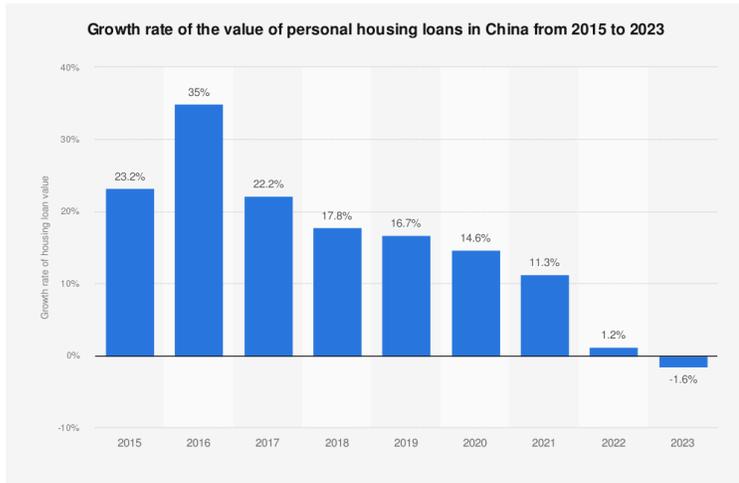
Fonte: Organization for Economic Cooperation and Development.

La figura 3.4 permette di comprendere a pieno le dirette conseguenze del fallimento di Evergrande. Per decenni, il settore immobiliare ha rappresentato la forma di investimento più comune per le famiglie cinesi, arrivando a costituire circa il 60-70% del patrimonio familiare⁴⁸. Dato che il mercato è fortemente orientato verso il settore residenziale, rivolto principalmente ai piccoli e medi consumatori, è comprensibile come un calo di fiducia da parte di questi ultimi abbia avuto un impatto significativo sulla domanda di nuovi immobili.

Oltre al calo della fiducia, è necessario considerare anche diversi trend strutturali che stanno influenzando la domanda di immobili, tra cui l'invecchiamento della popolazione, il rallentamento della crescita demografica e cambiamenti nelle abitudini di consumo, tutti fattori che contribuiscono a ridimensionare le aspettative per il futuro del settore immobiliare.

⁴⁸ Asia Society and Stanford Center (2024). China's property sector: challenges and implications for the economy, pp.9.

Figura 3.5 Grafici dei fattori rilevanti per la domanda di immobili in Cina



L'insieme di figure, illustra l'andamento di diversi fattori a cui è imputabile il rallentamento della domanda nel mercato immobiliare. Nel primo grafico in alto a sinistra, si evince a partire dal 2020, un'inversione del trend sul totale della popolazione cinese fino a quell'anno rialzista. Un altro fattore importante da analizzare è la tendenza al risparmio delle famiglie⁴⁹. Il grafico in alto a destra mostra che, a partire dal periodo post covid (2020), il margine di risparmio è

⁴⁹ Gong, H. (2023). Analysis of the Real Estate Market in Chinas Past and Present. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 56, pp.47.

aumentato, passando dal 43,8% al 45,5% nell'arco di 3 anni; un risparmio maggiore comporta una propensione minore all'acquisto di beni, compresi quelli immobili. Ad influire sulla contrazione della domanda, c'è anche la bassa crescita dei prestiti per l'acquisto delle case, che anno per anno a partire dal 2017 è stata in continuo rallentamento fino a giungere al 2023, dove è stata registrata una crescita negativa rispetto all'anno precedente, complici anche i limiti introdotti dal governo cinese per la detenzione dei mutui da parte delle banche commerciali. Infine, un altro trend gravemente ribassista da più di un decennio risulta essere il numero di matrimoni, che a partire dal 2013 ad oggi ha visto il proprio tasso dimezzarsi. Il matrimonio incentiva i coniugi all'acquisto e al trasferimento in nuove unità abitative mentre il suo forte calo, insieme a gli altri fattori precedentemente esposti, ha contribuito al rallentamento della domanda a partire dagli inizi del 2022.

Se si confrontano i 4 grafici, si nota come gli andamenti di tutti i fattori in esame abbiano iniziato a dare segnali di allarme già diversi anni prima della caduta a picco del mercato. Pertanto, risulta probabile che l'industria immobiliare cinese avesse raggiunto l'apice già prima del fallimento di Evergrande e che l'attuazione della politica delle 3 linee rosse sia stata solo l'innesco che ha aggiunto ulteriori pressioni ai problemi strutturali che il mercato immobiliare stava già affrontando.

Secondo il report annuale "China Statistical Yearbook 2023" pubblicato dall'Istituto Nazionale di Statistica Cinese, emergono dei dati utili a comprendere il comportamento dell'industria immobiliare.

Tabella 3.1 Principali indicatori sull'offerta degli immobili

Item	2019	2020	2021	2022
Floor Space of Buildings (10 000 sq.m)				
Floor Space under Construction	893820.9	926759.2	975386.5	904091.8
Floor Space Completed	95941.5	91218.2	101411.9	85857.3
Floor Space Started in the Year	227153.6	224433.1	198895.0	120107.4
Residential Buildings	167463.4	164328.5	146378.6	87748.7

Fonte: Istituto Nazionale di Statistica Cinese

Come si nota dalla tabella, a partire dal 2019, l'investimento in nuovi progetti è diminuito, passando da circa 2,27 miliardi di metri quadri a 1,99 miliardi prima della crisi. Un rallentamento fuorviante dell'offerta se considerato il notevole aumento nel 2021 degli immobili completati e l'enorme quantità di spazi ancora in costruzione. Pertanto, si potrebbe pensare che le l'industria fondiaria avessero preso coscienza dell'insostenibile modello di crescita che aveva guidato il settore immobiliare fino a quel momento, riducendo gradualmente l'inizio di nuovi progetti. Tale riduzione negli investimenti potrebbe suggerire che l'industria immobiliare abbia iniziato a prendere consapevolezza dell'insostenibilità del modello di crescita che aveva alimentato il settore fino a quel momento, portando a una graduale riduzione dell'avvio di nuovi progetti. Va ricordato, tuttavia, che il mercato immobiliare è caratterizzato da una dinamica in cui la domanda può subire variazioni rapide, mentre l'offerta reagisce più lentamente, specialmente quando è costituita prevalentemente da nuove costruzioni, il cui ciclo di realizzazione varia generalmente tra 1,5 e 3 anni. Nel 2022 la domanda di immobili crolla improvvisamente causando sul mercato un eccesso di offerta. Le vendite di

immobili residenziali passano da 1,5 miliardi di metri quadrati venduti nel 2021 a poco più di un miliardo a fine dell'anno successivo, registrando una diminuzione del 30%. Inoltre l'area di costruzione di nuove abitazioni subisce un calo di circa il 39% rispetto al 2021. In questo scenario, contrariamente a come successe con le crisi degli anni 90' in Giappone e nel 2008 negli Stati Uniti, il prezzo medio di vendita per metro quadro è diminuito del 4% a livello nazionale, nettamente inferiore rispetto al picco del 20% toccato durante la crisi dei mutui subprime⁵⁰.

Figura 3.6 Variazione Y/Y dei prezzi al metro quadro degli immobili residenziali



Fonte: Refinitiv Data Stream

Le ripercussioni più negative, come illustrato nella figura 3.6, sono state osservate principalmente nelle città di tier 2 e tier 3, caratterizzate da numerosi progetti immobiliari incompleti e un calo più marcato dei prezzi. L'urbanizzazione rapida e l'espansione immobiliare avevano inizialmente favorito una crescita accelerata in queste aree, ma molti sviluppatori si sono trovati in difficoltà a causa dell'eccessivo indebitamento. Queste città, che avevano beneficiato di una forte

⁵⁰ Asia Society and Stanford Center (2024). China's property sector: challenges and implications for the economy, pp.3.

speculazione immobiliare e investimenti su larga scala, si sono rivelate vulnerabili a causa della mancanza di una domanda solida e sostenibile nel lungo termine; di conseguenza, gli sviluppatori non sono stati in grado di completare i progetti, aggravando ulteriormente la situazione economica e immobiliare in queste regioni.

A destare ulteriore preoccupazione riguardo al rallentamento del mercato immobiliare sono i circa 8.200 miliardi di dollari di debito accumulato dai LGFV (Local Government Financing Vehicles), i veicoli di finanziamento dei governi locali cinesi. Attraverso i LGFV, le amministrazioni locali emettono titoli di debito a lungo termine per finanziare nuovi sviluppi immobiliari, utilizzando come garanzia i beni fondiari. Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), a partire dal 2018 il ricorso a obbligazioni LGFV è triplicato, arrivando a rappresentare circa il 52% del PIL cinese.

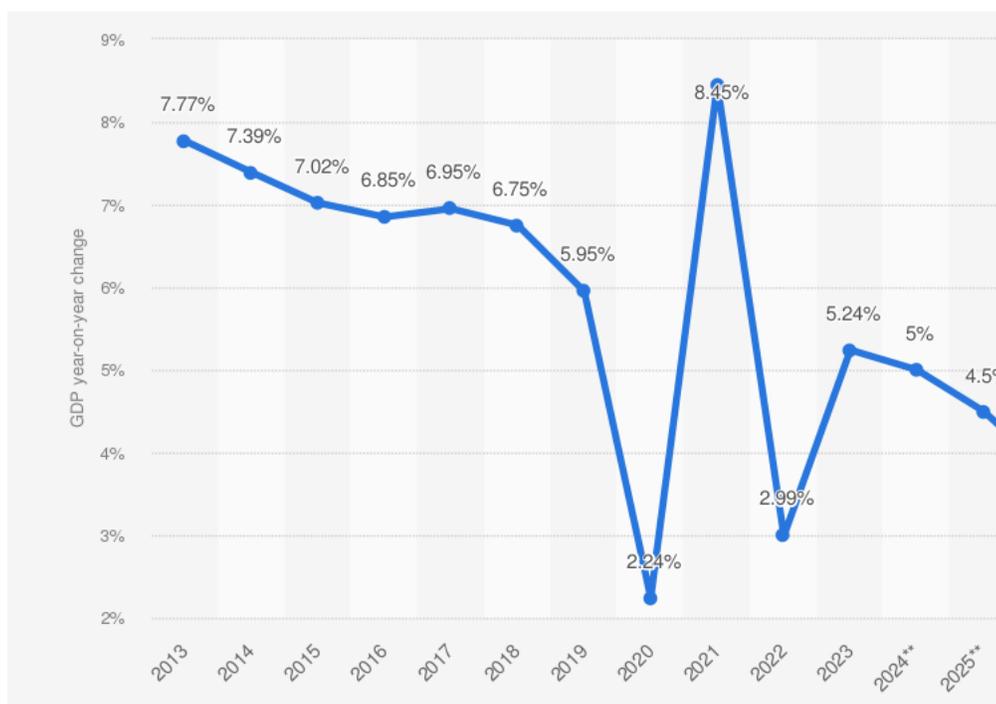
Inoltre, l'agenzia di rating Fitch ha evidenziato che, a partire da aprile 2024, i LGFV hanno registrato per la prima volta dopo diversi anni un deflusso di finanziamenti pari a 24,6 miliardi di dollari. Questo deflusso segnala un crescente rischio legato all'indebitamento dei governi locali e potrebbe aggravare ulteriormente le pressioni sul mercato immobiliare cinese. Una flessione del mercato immobiliare, sotto forma di una riduzione dei prezzi con il conseguente deterioramento del valore delle garanzie sottostanti⁵¹, condurrebbe all'insolvenza delle obbligazioni LGFV amplificando la crisi attuale e rischiando di ripercuoterla all'intero sistema finanziario. L'intervento del governo per regolare la correzione dei prezzi e prevenire il rischio di contagio risulta quindi indispensabile per evitare che lo scenario già verificatosi nel 2008 dal default dei mutui ipotecari possa

⁵¹ Asia Society; Stanford Center (2024). China's property sector: challenges and implications for the economy, pp.7.

verificarsi nuovamente. Inoltre se paragonata alla crisi dei mutui subprime, una recessione del mercato immobiliare cinese caratterizzata da un'ulteriore diminuzione dei prezzi, porterebbe a conseguenze peggiori per il paese vista l'elevata incidenza che il settore ricopre nel PIL nazionale, notevolmente più alta rispetto a quella statunitense nel 2008 (Figura 3.1).

Nonostante l'elevato calo delle vendite nel 2022 e una più modesta riduzione dei prezzi degli immobili, il PIL nazionale cinese ha continuato a crescere se pur con tassi inferiori.

Figura 3.7 Tasso di crescita del PIL reale in Cina



Fonte: Istituto Nazionale di Statistica Cinese

La figura 3.7 mostra due forti rallentamenti del prodotto interno lordo del paese. La ripresa dalla pandemia del 2019 è stata repentina, registrando nel 2020 una

crescita del PIL del 8.5% rispetto all'anno precedente, contribuito anche dal continuo aumento del settore immobiliare e dalla notevole crescita delle esportazioni internazionali dei prodotti Made in China. Malgrado a partire dal 2022 il settore immobiliare abbia registrato una crescita negativa, il PIL ha continuato a crescere se pur con ritmi più lenti. Gran parte del contributo è stato sostenuto dall'aumento della spesa dei consumatori, dimostrando come il consumo interno rappresenti uno dei principali motori dello sviluppo economico del paese. Inoltre, il settore industriale trainato dall'industria automobilistica e dell' high-tech, ha visto raggiungere la propria quota di valore aggiunto del 31,7% del PIL nel 2023. La continua crescita economica cinese nonostante la contrazione del mercato immobiliare, segnala come il governo cinese abbia intrapreso una transizione verso settori alternativi, perseguendo un modello di crescita meno dipendente dal settore immobiliare.

3.4 STRUTTURA FINANZIARIA DELLA SOCIETA'

A causa dell'elevata struttura dei costi dello sviluppo immobiliare, il fabbisogno di capitale gioca un ruolo cruciale e decisivo nello sviluppo delle imprese immobiliari, rappresentando una significativa barriera economica all'ingresso nel mercato⁵². Tuttavia, per le imprese, risulta ostico ottenere autonomamente ingenti fondi di capitali, ricorrendo così per la maggior parte degli sviluppi ai finanziamenti. La modalità di finanziamento delle imprese immobiliari in Cina è principalmente il finanziamento tramite debito (prestito bancario, finanziamento obbligazionario, ecc.) seguita in secondo luogo dal finanziamento azionario. Si esamineranno le diverse forme di finanziamento utilizzate dall'azienda nell'anno

⁵² Hung, C., Chan, A. and Eddie, H. (2002). Capital structure and profitability of the property and construction sectors in Hong Kong. *Journal of Property Investment & Finance*, 20, pp.436.

in cui è entrato in crisi, confrontandole con quelle adottate nel 2020. Successivamente, verrà analizzata la struttura finanziaria del gruppo attraverso un'analisi temporale che copre il periodo dal 2015 al 2021.

Secondo il bilancio pubblicato nel 2021, gran parte della passività del gruppo immobiliare era determinata dalle passività correnti.

Tabella 3.2 Passività Gruppo Evergrande 2020-2021

LIABILITIES	31 December 2021 (RMB million)	31 December 2020 (RMB million)
Non-current liabilities		
Borrowings	4,724	381,055
Contingent consideration payables	58	—
Deferred income tax liabilities ⁵³	39,771	53,142
Other payables	10,432	9,278
Total non-current liabilities	54,985	443,475
Current liabilities		
Borrowings	602,653	335,477
Trade and other payables ¹	1,068,543	829,174
Contract liabilities ¹	252,380	185,746
Current income tax liabilities ¹	152,295	156,856
Total current liabilities	2,075,871	1,507,253
Total liabilities	2,130,856	1,950,728

⁵³ I valori seguenti riportati in tabella discostano dai valori risultanti sul bilancio in quanto sono stati decurtati dell'impatto sul cambiamento del trattamento contabile avvenuto nel 2021.

Come riportato sul bilancio, il gruppo immobiliare ha visto aumentare il totale delle proprie passività del 9,23% in un solo anno, passando da 1.950.728 nel 2020 a 2.130.856⁵⁴ nel 2021. Se pur con una diminuzione sostanziale delle passività a lungo termine, ad incidere sull'aumento è stata la crescita delle passività a breve termine⁵⁵, che hanno raggiunto la propria quota di incidenza nel 2021 del 97,4% rispetto al totale delle passività. Un aumento esponenziale se confrontato con il 77,2% dell'anno precedente. A pesare sulle passività correnti sono i prestiti a breve termine che hanno visto quasi raddoppiare il proprio ammontare dovuto alle scadenze prossime dei prestiti che nel 2020 erano iscritti nelle passività consolidate⁵⁶, e il smisurato aumento delle garanzie finanziarie fornite per conto di terze parti indipendenti, associate e joint venture.

Le forme di finanziamento utilizzate dal gruppo Evergrande, secondo quanto riportato sulle note del bilancio consolidato risultano le seguenti:

Senior Notes: strumenti di debito emessi dalle società per raccogliere capitali con la priorità superiore rispetto ad altre obbligazioni aziendali non garantite o a debiti subordinati, in caso di liquidazione o insolvenza della società. Nel 2021, le obbligazioni senior del gruppo Evergrande avevano raggiunto 127,3 miliardi di Yuan, pari a quasi il 21% di tutte le modalità di finanziamento, emesse con

⁵⁴ Valori espressi in milioni di RMB

⁵⁵ Wang, Z., Ye, K. and Zhu, D. (2022). Financial Crisis Analysis of Evergrande Group from the Perspective of Game Theory. In: *Proceedings of the 2022 2nd International Conference on Enterprise Management and Economic Development (ICEMED 2022)*. Atlantis Press, pp.267.

⁵⁶ Si ricorda che Evergrande avendo superato nel 2020 la politica delle "3 linee rosse" aveva un accesso al credito limitato ed oneroso, per questo motivo l'ammontare dei prestiti complessivo è rimasto per lo più costante tra il 2020 e 2021.

scadenze variabili, da 1 a 7 anni, e con tassi di interesse che variavano dal 6,25% al 13,75%, a seconda della tranche e della data di emissione.

PRC Corporate Bonds: sono obbligazioni emesse nel mercato interno cinese. Al 31 dicembre 2021, Evergrande aveva in circolazione PRC Corporate Bonds per un valore di 53.056 milioni di RMB, in aumento rispetto ai 23.090 milioni di RMB dell'anno precedente. Queste obbligazioni presentavano scadenze variabili e tassi di interesse generalmente compresi tra il 5,60% e il 7,00%. I PRC corporate bonds nel 2021 hanno rappresentato l' 8,7% sul totale dei prestiti.

Convertible bonds: Sono strumenti obbligazionari che offrono agli investitori la possibilità di partecipare all'equity della società attraverso la conversione delle obbligazioni in azioni. Al 30 Gennaio 2018, il Gruppo Evergrande ha emesso obbligazioni convertibili a 5 anni per un valore totale di 18 miliardi di HKD (dollari di Hong Kong) al valore nominale e un tasso di interesse annuo del 4,25%. Tuttavia, l'azienda ha gestito il debito attraverso il riscatto anticipato nel 2020 e 2021 di una parte significativa di queste obbligazioni, cercando di ridurre il debito complessivo e il rischio di diluizione azionaria. Il 16 dicembre 2020, la società ha riscattato obbligazioni per un valore di 1,79 miliardi di HKD a un prezzo di circa il 99% del valore nominale. Successivamente, nel febbraio 2021, sono state riscattate ulteriori obbligazioni per un valore di 16,2 miliardi di HKD, con il pagamento degli interessi maturati. Le obbligazioni riscattate sono state cancellate, riducendo l'importo totale delle obbligazioni convertibili in circolazione al 0,01% del totale dei prestiti.

Prestito bancario: è sempre stata una delle modalità di finanziamento più importanti per le imprese immobiliari in Cina, essendo una fonte relativamente stabile e con un costo di finanziamento moderato. Tuttavia, l'elevato indebitamento delle imprese immobiliari e la presenza di diversi fattori incerti ha portato nel corso degli anni ad aumentare il costo del capitale richiesto dagli istituti di credito. Nel 2021, il prestito bancario risultava la forma di raccolta fondi più utilizzata del Gruppo pesando per quasi il 70% del totale dei prestiti. L'uso di questa forma di finanziamento da parte della società è diminuito nel 2021 a causa delle restrizioni imposte dalla politica delle “tre linee rosse”, che ha limitato l'accesso ai prestiti per le imprese immobiliari.

Tabella 3.3 Costo medio ponderato delle diverse forme di prestito

	31 December 2021		31 December 2020	
	RMB million	Effective weighted average rate	RMB million	Effective weighted average rate
Bank and other borrowings	426,955	8.00%	506,724	9.52%
Senior notes	127,300	10.77%	151,277	10.09%
PRC bonds	53,056	5.72%	45,011	6.83%
Convertible bonds	66	10.71%	13,520	10.71%

Fonte: bilancio consolidato Evergrande Group (2021)

Come si evince dal bilancio consolidato, a pesare maggiormente sulla struttura finanziaria della società sono le obbligazioni senior che rappresentano una quota considerevole delle fonti di prestito correlata ad un costo di finanziamento estremamente alto. Inoltre, a contribuire sul costo totale dei prestiti anche l'elevata esposizione ai finanziamenti bancari che se pur riducendo il proprio tasso di interesse rispetto all'anno precedente, pesano gravemente sulle passività totali.

Tabella 3.4 Valore dei prestiti divisi per scadenza di rimborso

	6 months or less	6-12 months	1-5 years	Over 5 years	Total
	RMB million	RMB million	RMB million	RMB million	RMB million
At 31 December 2021	36,393	566,260	4,724	—	607,377
At 31 December 2020	121,570	213,907	370,137	10,918	716,532

Fonte: bilancio consolidato Evergrande Group (2021)

Dalla tabella 3.4 si comprende la situazione critica della società nel 2021. In particolare ad aggravare le condizioni erano i circa 566 miliardi di RMB di prestiti il cui rimborso era previsto entro l'anno operativo. La crisi di liquidità riversata sulla società ha portato all'incapacità di rimborso e alla dichiarazione di fallimento.

Per comprendere a fondo la situazione finanziaria dell'impresa, verranno di seguito approfonditi i diversi indicatori tramite i quali è possibile valutare la struttura finanziaria e i risultati operativi dell'impresa negli anni che hanno preceduto la crisi aziendale.

Si analizza l'utilizzo della leva finanziaria che ha guidato per diversi anni lo sviluppo esponenziale dell'azienda, attraverso un'analisi temporale degli indici della struttura finanziaria nei 5 anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi aziendale

Tabella 3.5 Indicatori struttura finanziaria del gruppo Evergrande

Indice finanziario	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rapporto indebitamento %	81.22	85.75	86.25	83.58	83.75	84.77	121.05

Autonomia finanziaria	0.19	0.14	0.14	0.16	0.16	0.15	-0.21
Quoz. secondario di struttura	2.08	2.60	2.83	2.37	2.38	2.01	-1.41
Tasso di passività corrente%	74.27	63.31	71.39	73.78	73.05	77.27	97.41

Fonte: Dati elaborati dall'autore

La tabella evidenzia come il rapporto attività-passività del Gruppo Evergrande sia estremamente elevato, superando di gran lunga la soglia critica del 60%. Dal 2015, il rapporto di indebitamento è stato costantemente mantenuto oltre l'80%, indicando un forte affidamento del gruppo sul debito per finanziare le proprie attività. Tassi di indebitamento così elevati riflettono una struttura finanziaria progressivamente rischiosa e insostenibile nel lungo periodo. Nel 2021, la situazione è ulteriormente peggiorata, registrando un patrimonio netto (equity) negativo e, segnalando passività totali di gran lunga superiori alle attività. Questo squilibrio ha condotto a un indice di autonomia finanziaria negativo, evidenziando l'incapacità dell'azienda di finanziare le proprie operazioni tramite capitale proprio e la sua dipendenza eccessiva dal debito esterno.

A conferma della criticità della situazione finanziaria, si osserva anche una diminuzione progressiva del quoziente secondario di struttura, un ulteriore segnale della fragilità del gruppo e della difficoltà di sostenere la propria attività in modo autonomo. Fino al 2020, l'azienda disponeva di un ammontare di risorse stabili più del doppio rispetto alle sue immobilizzazioni. Questo rapporto suggerisce un eccesso di passività consolidate e una minore dipendenza del debito a breve termine, segnalando la capacità del gruppo a coprire interamente le proprie immobilizzazioni con risorse che non sarebbero dovute essere rimborsate nel

breve periodo. Nel 2021, l'aumento dei finanziamenti a breve termine segnalato da un aumento del tasso di terente di circa 20 punti percentuali rispetto l'anno precedente e la conseguente riduzione dell'esposizione alle passività consolidate, ha compromesso la stabilità finanziaria segnalando un indice secondario di struttura negativo.

Un'analisi approfondita sugli indicatori di solvibilità consente di comprendere meglio la capacità del gruppo Evergrande di far fronte ai propri debiti nel corso degli anni.

Tabella 3.6 Indicatori di solvibilità del gruppo Evergrande

Indice finanziario	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Indice di disponibilità	1.34	1.52	1.40	1.36	1.37	1.26	0.74
Quoz. Secondario di tesoreria	0.42	0.53	0.39	0.30	0.29	0.22	0.14
Copertura degli interessi	10.79	4.26	10.76	9.67	4.17	31.11	-13.97

Fonte: Dati elaborati dall'autore

I valori relativi all'indice di disponibilità e al quoziente secondario di tesoreria, hanno assunto a partire dal 2016 un declino continuo. La diminuzione di entrambi i tassi è scaturita da una quota sempre più consistente di debiti a breve termine rispetto alle passività totali. In particolare, un indice di disponibilità inferiore a 1, indica che l'azienda non dispone di risorse sufficienti per coprire le proprie passività a breve termine. Questo trend negativo suggerisce che Evergrande ha progressivamente perso la capacità di mantenere un adeguato livello di liquidità. La tabella sottolinea chiaramente come la struttura finanziaria di Evergrande sia peggiorata significativamente nel corso degli anni, culminando in una situazione

critica nel 2021, dove le passività correnti superavano nettamente le attività correnti. Infine, l'indicatore di copertura degli interessi rappresenta la capacità dell'azienda di coprire i costi degli interessi sul debito con i guadagni operativi. I valori di questo indicatore sono stati estremamente volatili, con momenti di relativa stabilità seguiti da drammatiche cadute, come nel 2021, quando l'indice è sceso a valori negativi, indicando l'incapacità dell'azienda di generare profitti sufficienti per coprire i suoi obblighi di interesse e segnalando un punto di non ritorno nel suo percorso verso l'insolvenza. L'analisi combinata di questi tre indicatori dipinge un quadro di una struttura finanziaria in costante deterioramento. Il forte aumento del debito a breve termine combinato con un rapido declino della liquidità disponibile, ha portato l'azienda in una posizione estremamente vulnerabile, contribuendo alla crisi di liquidità e alla successiva insolvenza.

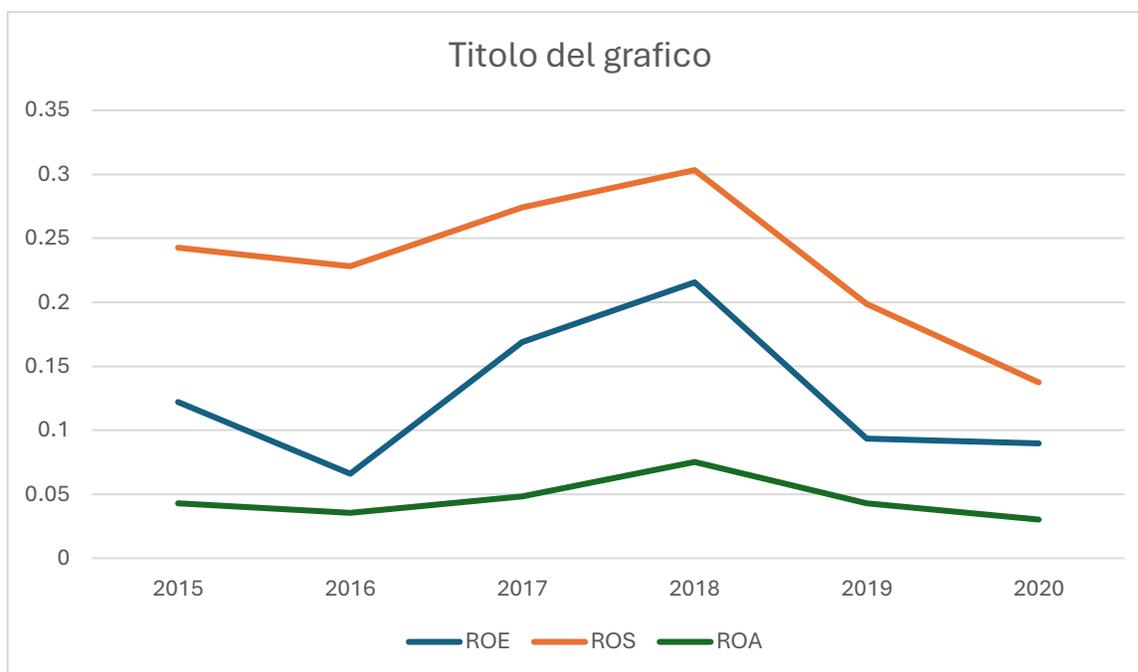
Nel corso degli ultimi anni anche la redditività dell'azienda si è ridotta drasticamente.

Tabella 4 Indicatori di redditività del gruppo Evergrande

Indice finanziario	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROE	12.22	6.60	16.89	21.56	9.35	8.96	-146.06
ROS	24.27	22.80	27.40	30.33	19.86	13.74	-232.60
ROA	4.27	3.56	4.83	7.52	4.30	3.02	-33.03

Fonte: Dati elaborati dall'autore

Nel grafico seguente vengono illustrati graficamente i valori sopra calcolati.



A partire dal 2019, il ritorno sulle vendite (ROS) e il ritorno sulle attività (ROA) del gruppo Evergrande hanno mostrato una rigida tendenza al ribasso. A partire dal 2011, il ROA di Evergrande è stato costantemente inferiore al tasso di interesse sui debiti, e il divario tra i due indicatori si è progressivamente ampliato. Quando il ROA è inferiore al tasso di interesse sulle passività, significa che per ogni yuan di rendimento, il guadagno generato è inferiore agli interessi dovuti sul capitale preso in prestito per la produzione⁵⁷. Il ROE, nel 2019 è diminuito di 12,21 punti percentuali, come conseguenza degli elevati costi di marketing e l'aumento delle spese amministrative che hanno impattato negativamente sul margine operativo. Inoltre, l'aumento delle attività totali e la contemporanea diminuzione dell'utile operativo ha contribuito a ridurre il ROA, indicando una minor capacità delle attività aziendali di produrre profitto. Rispetto al 2018, nei due anni successivi il rendimento delle attività è diminuito rispettivamente del 42,8% e del 59,8%,

⁵⁷ Han, J. (2023). The Debt Problem of Evergrande. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 34, pp.87.

riflettendo in una certa misura i problemi del gruppo Evergrande, come il graduale declino dell'efficienza operativa e l'evidente indebolimento della redditività negli ultimi anni. Valori negativi nell'anno 2021 sono invece causati da un deterioramento dell'utile. Secondo il conto economico del bilancio consolidato, tale riduzione è la conseguenza di due fattori principali. In primo luogo, il fatturato registrato nel 2021 risulta dimezzato rispetto all'anno precedente anticipando così la crisi che colpirà nel 2022 l'intero mercato immobiliare Cinese. In secondo luogo hanno contribuito alle perdite, l'aumento di gran parte dei costi operativi. In particolare a pesare maggiormente sono le svalutazioni degli immobili in fase di sviluppo e quelli completati e destinati alla vendita. Da questi dati si comprende come l'azienda Evergrande avesse anticipato le criticità del mercato, imbattendosi per prima nella crisi di liquidità che porterà in brevissimo tempo l'intero gruppo al fallimento.

3.5 FALLIMENTO

Nonostante Evergrande si fosse classificata nel 2021 al 121° posto nella lista Fortune Global 500⁵⁸, è stata anche una delle società più indebitate al mondo, con un totale di passività che supera i 300 miliardi di dollari, pari a circa il 2% del PIL cinese. Nel 2020, il governo cinese introduce le "tre linee rosse", un insieme di criteri che le società devono rispettare per accedere ai finanziamenti. Queste misure sono state progettate per contenere il livello di indebitamento delle aziende, assicurando che mantenessero sufficiente liquidità per onorare i debiti in scadenza. Non soddisfacendo i requisiti stabiliti dal governo, Evergrande non ha più potuto accedere al credito. Di conseguenza, con il crollo delle vendite

⁵⁸ Altomare, G., Mattarocci, G. Evergrande: la crisi del colosso immobiliare cinese. *Bancaria* 2021, 100(10), pp.51.

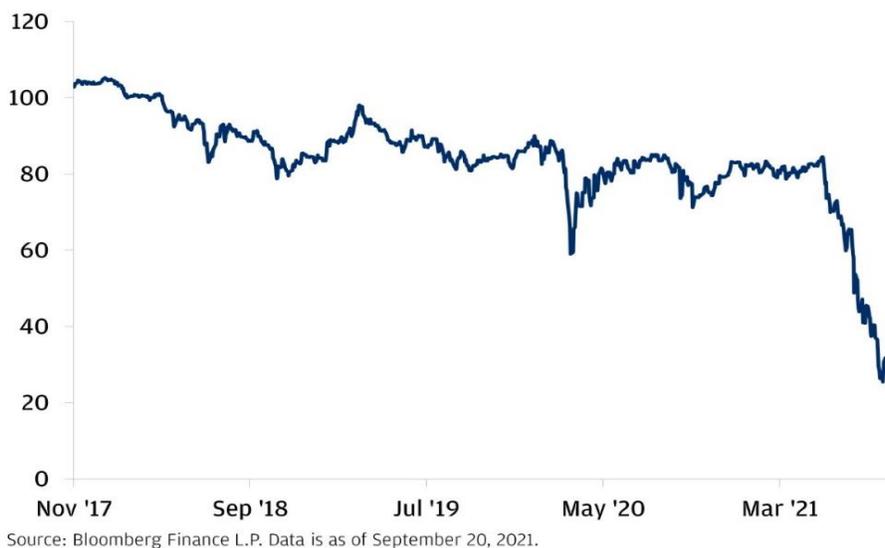
immobiliari e l'incapacità di ottenere nuovi finanziamenti dalle banche, l'azienda si è trovata in una situazione di stallo, causando l'interruzione improvvisa della strategia di utilizzo del debito a breve termine per gestire le obbligazioni in scadenza e paralizzando ulteriormente le sue operazioni finanziarie. Nel dicembre 2020 sono state introdotte ulteriori restrizioni. La PBOC e la China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC) hanno emesso un regolamento che limitasse il rapporto tra i prestiti immobiliari in essere e i prestiti totali delle banche, a vari livelli, a seconda delle loro dimensioni e del tipo di prestito⁵⁹. Nel corso del 2021 il governo cinese ha emanato una serie di nuove norme per gestire il mercato immobiliare, tra queste ci sono le restrizioni sulla vendita di terreni nazionali in 22 città chiave, la fissazione di prezzi indicativi per le case di seconda mano e l'introduzione di tasse sulla proprietà. Queste rigide e onerose politiche abitative hanno portato a una perdita di entrate e difficoltà di finanziamento per diversi sviluppatori immobiliari che nell'ultimo decennio erano stati fortemente dipendenti dai debiti per espandere le loro attività. Le vendite di nuove case e di seconda mano sono crollate negli ultimi anni, con conseguente diminuzione dei redditi per gli sviluppatori e la loro difficoltà a generare un flusso di cassa sufficiente per rimborsare gli interessi sui loro debiti. A giugno 2020, il debito totale fruttifero per Evergrande era di circa 835,5 miliardi di CNY, di cui 232,3 miliardi di CNY (il 28% del totale) da 128 istituti bancari, 368,4 miliardi di CNY (44%) da istituzioni finanziarie non bancarie (la maggior parte delle quali sono trust e società di factoring), 49,6 miliardi di CNY da obbligazioni societarie emesse in Cina e 185,2 miliardi di CNY di obbligazioni estere⁶⁰.

⁵⁹ Lerong, L. and Anat, K. (2022). Is it China's Lehman Brothers moment? Unveiling Evergrande debt crisis, financial risks, and regulatory implications. *Law and Financial Markets Review*, 16(12), pp.138.

⁶⁰ Lerong, L. and Anat, K. (2022). Is it China's Lehman Brothers moment? Unveiling Evergrande debt crisis, financial risks, and regulatory implications. *Law and Financial Markets Review*, 16(12), pp.142.

L'evento cruciale si verifica nel settembre del 2021 quando Evergrande manca il pagamento degli interessi per un ammontare di 83,5 milioni di dollari sulle obbligazioni off-shore. Il pagamento della cedola avviene a 29 giorni dalla scadenza, un solo giorno prima dal default. A tenere i mercati in bilico, anche il mancato pagamento di un'altra cedola del valore di 47,5 milioni di dollari, salvandosi anche questa volta dal default raccogliendo 273,5 milioni di dollari dalla vendita della partecipazione in HengTen Network Group. Nel dicembre 2021, a seguito della mancata scadenza per rimborsare le cedole obbligazionarie per un totale di 82,5 milioni di dollari, l'agenzia di rating del credito Fitch declassa lo stato di solvibilità di Evergrande a "restricted default", inviando un chiaro messaggio ai mercati finanziari internazionali sulla potenziale entità del problema del debito del gigante immobiliare e sul suo possibile effetto contagio. Nel frattempo, il valore delle obbligazioni scende a picco raggiungendo i 25 centesimi su un dollaro⁶¹.

Figura 3.8 Andamento del prezzo in dollari dei bond Evergrande in scadenza nel 2025

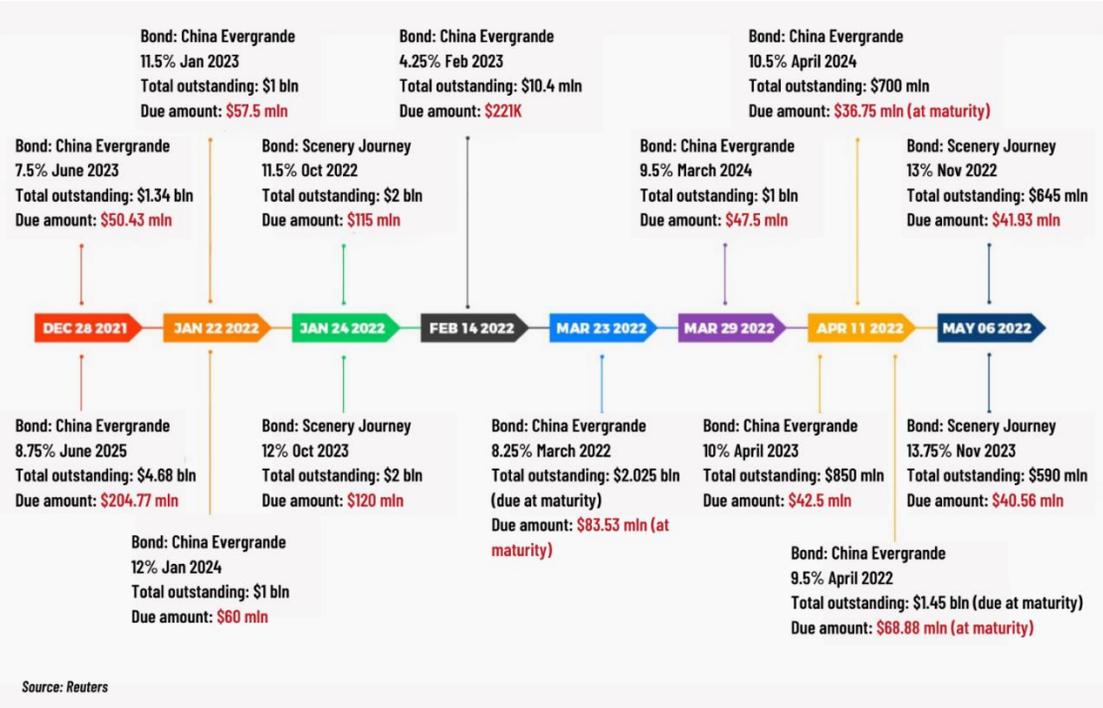


⁶¹ JP Morgan (2021). China's Evergrande and the Fed caused brief, but meaningful turbulence. [online] Available at: <https://www.jpmorgan.com/insights/markets/markets/chinas-evergrande-and-the-fed-caused-brief-but-meaningful-turbulence>

Tra i creditori più colpiti ci sono decine di banche di investimento e hedge fund che avevano investito miliardi di dollari in obbligazioni offshore di Evergrande, quando il mercato stava iniziando a dare già i primi segnali di crisi. Tra questi investitori istituzionali l'idea più diffusa era che il governo cinese non avrebbe mai lasciato crollare il settore su cui si basava gran parte della crescita del paese, intervenendo se necessario tramite un bail-out, ma non fu così.

A preoccupare i mercati erano le 14 cedole obbligazionarie da pagare previste per i primi 5 mesi del 2022 con un ammontare complessivo di quasi un miliardo di dollari⁶².

Figura 3.9 Scadenze dei bond Evergrande nei 5 mesi del 2022



⁶² Saxena, N.B., Vishakha (2021). China Evergrande Debt Crisis: The Next Flash Points. [online] Available at: <https://www.asiafinancial.com/china-evergrande-debt-crisis-the-next-flash-points> [Accessed Aug. 2024].

Il primo significativo pignoramento di beni avviene a gennaio 2022, quando Oaktree Capital, società di gestione patrimoniale, nomina un curatore fallimentare per assumere il controllo del progetto noto come "Project Castle" e del complesso residenziale "Venice". Questi terreni erano stati posti a garanzia di un prestito da 1 miliardo di dollari richiesto da Evergrande per l'avvio dei due progetti. La situazione si complica ulteriormente pochi mesi dopo, quando i creditori di una divisione di servizi immobiliari del gruppo sequestrano oltre 2 miliardi di dollari in liquidità, portando alle dimissioni dell'amministratore delegato e del direttore finanziario. Fondi che erano stati impegnati come garanzia per obblighi di "terze parti",

Di fronte alle numerose richieste di risarcimento, il gruppo dichiara l'improbabilità di soddisfare tali richieste, data la necessità di prioritizzare il completamento dei progetti residenziali. A peggiorare la situazione, a settembre 2022, i creditori di Evergrande nominano un curatore fallimentare per sequestrare e forzare la vendita della sede centrale del gruppo a Hong Kong, valutata 1,2 miliardi di dollari. Il primo segnale di operatività dopo mesi di buio da parte della società arriva nel marzo 2023, quando Evergrande rilascia per la prima volta i dettagli sulla ristrutturazione del debito di 19,1 miliardi di dollari.

La società prevede di sostituire le partecipazioni esistenti con varie obbligazioni, tra cui titoli che possono essere convertiti in azioni delle sue controllate quotate a Hong Kong nel settore della gestione immobiliare e dei veicoli elettrici. Pochi mesi più tardi, in attesa dell'approvazione di almeno il 75% dei creditori, per proteggere i propri beni dalle richieste dei creditori internazionali, Evergrande presenta istanza di protezione dalla bancarotta negli Stati Uniti. Secondo il capitolo 15 del Codice Fallimentare Statunitense ciò consentirebbe alle aziende

straniere che si trovano in difficoltà finanziarie e possiedono attività nel suolo americano di facilitare la gestione fallimentare transfrontaliera e di promuovere la coordinazione tra il tribunale fallimentare statunitense e le corti di giurisdizione primaria, in questo caso la Cina.

Le sorti di Evergrande definiranno il destino degli altri gruppi indebitati che la crisi ha portato con sé. L'ultima chiamata per evitare la messa in liquidazione della società è il 29 Gennaio 2024. Evergrande deve presentare davanti al tribunale di Hong Kong un piano di ristrutturazione del debito "valido e concreto" così definito dallo stesso tribunale. Nel frattempo pochi giorni prima dell'udienza definitiva la Banca Centrale Cinese annuncia un taglio sul tasso delle riserve obbligatorie per contribuire a stimolare la crescita e rilanciare un'economia ormai sul filo del collasso.

Dopo più di due anni di trattative, il 29 Gennaio 2024 il gruppo immobiliare più indebitato al mondo cede sotto una forza da circa 300 miliardi di dollari di passività. Il tribunale di Hong Kong emette un'istanza di liquidazione per il Gruppo Evergrande, segnando una fase cruciale per una delle più grandi crisi aziendali nella storia del settore immobiliare. A pesare sull'economia Cinese non è solo il fallimento del gruppo. Infatti a partire dal 2021, un anno dopo che il governo cinese mise un freno ai prestiti immobiliari attraverso la politica delle "tre linee rosse" per ridurre l'eccessivo debito accumulato, una serie di imprese immobiliari hanno contribuito al declino del settore immobiliare. Tra queste Country Garden, un tempo ritenuto il più grande promotore immobiliare cinese, Kaisa Group, Shima Group, ed altre decine di società immobiliari che non hanno rispettato gli obblighi di rimborso sulle obbligazioni emesse, seguendo l'inevitabile destino del gruppo Evergrande.

I problemi per l'azienda non sono finiti. Nel mese di Marzo, la China Securities

Regulatory Commission ha accusato Evergrande e il suo fondatore di aver gonfiato i ricavi di 79 miliardi di dollari negli anni 2019-2020. Hui Ka Yan sarà multato per oltre 6 milioni di dollari. Nell'agosto gli avvocati dei liquidatori avviano un procedimento legale contro PwC Hong Kong e PwC Zhong Tian, la divisione continentale cinese che si era dimessa dal ruolo di revisore dei conti dopo aver certificato in buona salute il gruppo immobiliare. Tra le altre società oggetto del provvedimento giudiziario promosso dai liquidatori, c'è la società di servizi immobiliari commerciali CBRE e il gruppo di consulenza Avista Valuation Advisory, in merito alle relazioni sulla valutazione del gruppo Evergrande da loro rilasciate. Inoltre, i primi assets ad essere richiesti sono proprio quelli direttamente collegati al patrimonio di Hui Ka Yan. Negli ultimi mesi, i liquidatori richiederanno un ammontare di 6 miliardi di dollari al fondatore e ad altri alti dirigenti, attraverso procedimenti legali avviati presso il Tribunale di Hong Kong.

Ciò rappresenta un ulteriore tentativo di recuperare parte del massiccio debito accumulato dalla società e dai suoi dirigenti.

3.6 CONCLUSIONI

Il declino di Evergrande rappresenta un caso emblematico di come una rapida espansione economica, non supportata da una solida pianificazione finanziaria, possa portare a un fallimento sistemico. Il capitolo ha evidenziato come l'ascesa vertiginosa del gruppo, sostenuta da un modello di business basato su un forte indebitamento e sull'anticipazione delle vendite immobiliari, abbia inizialmente contribuito alla sua affermazione come uno dei maggiori sviluppatori immobiliari al mondo.

La vicenda di Evergrande evidenzia non solo i rischi di un modello di sviluppo

basato sul debito, ma anche le conseguenze di un controllo normativo tardivo. L'introduzione delle "tre linee rosse" da parte del governo cinese ha messo in luce la fragilità finanziaria di Evergrande, bloccando l'accesso a nuovi prestiti e facendo emergere la mancanza di liquidità necessaria per onorare i debiti accumulati.

Se pur tale intervento era uno strumento necessario e utile per contenere l'indebitamento eccessivo delle società immobiliari, tuttavia, la sua implementazione sarebbe dovuta essere più graduale, evitando un'interruzione improvvisa del mercato dei prestiti, al fine di consentire una transizione più sostenibile e meno destabilizzante per il settore finanziario ed economico. La crisi non ha colpito solo il gruppo, ma ha avuto ripercussioni sull'intero settore immobiliare cinese segnalato anche dall'indice Hang Seng Properties che a partire dal settembre 2021 registra una diminuzione di circa 52%. L'indice misura la performance delle principali società immobiliari quotate a Hong Kong, offrendo un indicatore sull'andamento del settore immobiliare cinese.

Nonostante il settore immobiliare, per decenni motore trainante per l'economia cinese, sia in profonda crisi, il PIL della Cina ha continuato a crescere. Dopo un significativo rallentamento nel 2022, con una crescita limitata al 3%, l'economia ha registrato un'espansione del 5,2% nel 2023. Questo andamento riflette un graduale processo di transizione settoriale a lungo termine, con un crescente contributo di settori alternativi, che sta progressivamente riducendo la dipendenza della Cina dal mercato immobiliare. Tuttavia, nel breve termine, una stabilizzazione del mercato immobiliare sarà fondamentale per sostenere la ripresa economica del Paese.

Ci si chiede se si sarebbe potuto intervenire tempestivamente, considerando i molteplici segnali demografici ed economici che da anni indicavano tendenze

sfavorevoli alla crescita del mercato immobiliare. Sebbene questi segnali siano stati probabilmente riconosciuti, è possibile che l'euforia generata dall'esponenziale aumento dei ricavi abbia offuscato i rischi emergenti, i quali, inevitabilmente si sono poi manifestati.

La Cina è uno dei principali attori nel commercio globale. Se la crisi del mercato immobiliare dovesse influenzare negativamente la produzione industriale cinese con un calo significativo, i prezzi di un vasto numero di prodotti industriali potrebbero subire un rapido aumento. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, tra il 2013 e il 2018, il contributo della Cina alla crescita del PIL mondiale è stato più del doppio rispetto a quello degli Stati Uniti. Di conseguenza, anche una piccola fluttuazione nel mercato cinese potrebbe avere ripercussioni devastanti sull'economia globale, data la sua centralità nelle catene di approvvigionamento e nella produzione industriale.

CONCLUSIONI

Nel corso di questo elaborato, si è indagato sul ruolo cruciale della struttura finanziaria all'interno delle aziende, con particolare attenzione alle sue implicazioni sul settore immobiliare, evidenziate attraverso il caso Evergrande. Attraverso un'analisi articolata in tre capitoli, si è esplorato come le decisioni riguardanti il mix tra capitale proprio e capitale di debito abbiano un impatto diretto sulla performance di un'azienda. In particolare, il caso di Evergrande evidenzia come un eccessivo ricorso all'indebitamento e una gestione inefficace della leva finanziaria possano condurre al fallimento, anche nel contesto di un colosso immobiliare apparentemente solido.

Le teorie finanziarie, come quelle proposte da Modigliani e Miller, hanno fornito una base teorica importante per comprendere le dinamiche della struttura del capitale. Tuttavia, nella realtà, fattori come il rischio di fallimento, i benefici fiscali e l'equilibrio tra debito ed equity devono essere attentamente bilanciati per evitare il dissesto finanziario. La teoria del trade-off dimostra che esiste un livello ottimale di indebitamento che può massimizzare il valore dell'impresa, ma superare tale soglia può portare a conseguenze negative, come accaduto a Evergrande.

In conclusione, questa tesi ha dimostrato che la struttura finanziaria non è un semplice aspetto tecnico da gestire, ma costituisce un elemento strategico di primaria importanza per garantire la sostenibilità di lungo periodo di un'azienda. Le imprese devono gestire con attenzione il livello di indebitamento, valutando i benefici fiscali derivanti dal debito e bilanciandoli con i rischi finanziari associati. In particolare, il caso Evergrande ha sottolineato l'importanza di una gestione prudente delle risorse finanziarie: l'uso eccessivo del debito per finanziare una crescita rapida e non sostenibile può portare a conseguenze disastrose, non solo

per l'azienda coinvolta, ma per l'intera economia, specie in settori strategici come quello immobiliare.

Alla luce delle evidenze discusse, si conferma l'importanza di un'attenta pianificazione finanziaria e di un uso equilibrato della leva finanziaria, che dovrebbe essere accompagnata da una valutazione continua dei rischi. Il successo a lungo termine di un'azienda dipende dalla capacità di gestire non solo le opportunità di crescita, ma anche i rischi associati alle fonti di finanziamento, dimostrando che la struttura finanziaria è uno degli strumenti chiave per preservare la stabilità e la competitività aziendale.

BIBLIOGRAFIA

Altomare, G., Mattarocci, G. (2021). *Evergrande: la crisi del colosso immobiliare cinese*. *Bancaria*, 100(10), 51-57

Asia Society and Stanford Center (2024). *China's property sector: challenges and implications for the economy*.

Božić, B., Milićević, D., Pejić, M. and Marošćan, S. (2013). *The use of multiple linear regression in property valuation*. *Geonauka*, 01(01), pp.41–45.

Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F. and Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. Milano : Mcgraw-Hill.

Brunetti, G. (1983). *Il sistema dei quozienti di bilancio: alcuni caratteri funzionali e strutturali*. Milano: Etas Libri.

Fabbrini, G. and Montrone, A. (2014). *Economia aziendale. Istituzioni*. Milano: Franco Angeli.

Fiori, G. and Tiscini, R. (2014). *Economia aziendale*. Milano: Egea.

Floyd, C.F. and Allen, M.T. (2002). *Real estate principles*. Chicago, Ill.: Dearborn Real Estate Education.

Gayed, M. (2016). *Leverage for the long run - a systematic approach to managing risk and magnifying returns in stocks*.

Gong, H. (2023). *Analysis of the Real Estate Market in Chinas Past and Present*. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 56, pp.42–48.

Han, J. (2023). *The Debt Problem of Evergrande*. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 34, pp.84–92.

Hoesli, M. and Morri, G. (2014). *Investimento Immobiliare*. Milano: Hoepli Editore.

Hung, C., Chan, A. and Eddie, H. (2002). *Capital structure and profitability of the property and construction sectors in Hong Kong*. *Journal of Property Investment & Finance*, 20, pp.434–453.

Incollingo, A. (1996). *Il fabbisogno finanziario dell'impresa. Aspetti quantitativi e di politica aziendale*. Milano : Giuffrè Editore.

Kahr, J. and Thomsett, M.C. (2005). *Real Estate Market Valuation and Analysis*. New York, NY: John Wiley & Sons.

Lerong, L. and Anat, K. (2022). *Is it China's Lehman Brothers moment? Unveiling Evergrande debt crisis, financial risks, and regulatory implications*. *Law and Financial Markets Review*, 16(12), pp.133–144.

Li, J. and Qin, Y. (2024). *An Analysis of the Causes of Evergrande Debt Crisis*. SHS Web of Conferences, 188.

Louis, P., Zacho, L.S. and Lei, Q. (2001). *Real estate market developments and financial sector soundness*. IMF Working Paper, 2001(129).

Masinelli, F. and Giovanelli, D. (2018). *Tesoreria aziendale*. Wolters Kluwer

Morri, G. and Benedetto, P. (2017). *Valutazione immobiliare*. EGEA spa.

Morri, G. and Mazza, A. (2011). *Finanziamento immobiliare*. EGEA spa.

Piasecka, A. (2017). *A characterization of the real estate market*. *Central and Eastern European Journal of Management and Economics*, 5(4), pp.169–180.

Pagourtzi, E., Assimakopoulos, V., Hatzichristos, T. and French, N. (2003). *Real estate appraisal: a review of valuation methods*. *Journal of Property Investment & Finance*, 21(4), pp.383–401.

Rea, M.A. (2001). *Informazione di bilancio e situazione finanziaria d'impresa*. G. Giappichelli Editore.

Rogoff, K. and Yang, Y. (2020). *Peak China Housing*. Working Paper Series, 27697.

Stiglitz, J.E. (1988). *Why Financial Structure Matters*. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), pp.121–126.

Sun, Y. and Cao, Z. (2021). *Financing mode analysis of chinese real estate enterprises – a case study of evergrande group*. *Association for Computing Machinery*, pp.524–530.

Wang, Z., Ye, K. and Zhu, D. (2022). *Financial Crisis Analysis of Evergrande Group from the Perspective of Game Theory*. In: *Proceedings of the 2022 2nd International Conference on Enterprise Management and Economic Development (ICEMED 2022)*. Atlantis Press, pp.262–274.

SITOGRAFIA

Bloomberg (2024). *China's \$1.6 Trillion LGFV Bond Market Shrinks by Most in Years*. [online] Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-08/china-s-1-6-trillion-lgfv-bond-market-shrinks-by-most-in-years?embedded-checkout=true> [Accessed Aug. 2024].

Evergrande (2021). *China Evergrande Group ANNUAL REPORT ANNUAL REPORT*. [online] Available at: <https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/annual/2021/ar2021.pdf>.

Fidelity (2023). *Fundamentals: Navigating China's \$10 trillion local government debt market* |. [online] Available at: <https://www.fidelityinternational.com/editorial/article/fundamentals-navigating-chinas-10-trillion-local-government-debt-market-b0e6aa-en5/> [Accessed Aug. 2024].

Financial Time (n.d.). *Evergrande Real Estate Group* . [online] Available at: <https://www.ft.com/stream/e6b30a32-d0fa-4316-b172-ff5f48b18574> [Accessed Aug. 2024].

Fitch Rating (2024). *What Investors Want to Know: How Will LGFV Debt Risks Impact Chinese Banks?* [online] Available at: <https://www.fitchratings.com/research/international-public-finance/what-investors-want-to-know-how-will-lgfv-debt-risks-impact-chinese-banks-13-05-2024> [Accessed 2 Aug. 2024].

Il Sole 24 ore (n.d.). *Argomenti | Evergrande Group*. [online] Available at: <https://argomenti.ilsole24ore.com/tag/evergrande-group> [Accessed Aug. 2024].

JP Morgan (2021). *China's Evergrande and the Fed caused brief, but meaningful turbulence*. [online] Available at: <https://www.jpmorgan.com/insights/markets/markets/chinas-evergrande-and-the-fed-caused-brief-but-meaningful-turbulence>.

National Bureau of Statistics of China (2023). *China statistical yearbook 2023*. [online] Available at: <https://www.stats.gov.cn/sj/ndsj/2023/indexeh.htm> [Accessed Aug. 2024].

Negri, M. (n.d.). *Le best practice estimative in ambito immobiliare esperto della composizione negoziata della crisi d'impresa*. [online] Available at: https://commercialisti.brescia.it/images/NEGRI_1.pdf [Accessed Jul. 2024].

Paglia & associati s.a.s. (n.d.). *il rischio operativo nel campo immobiliare [analisi dei livelli di rischio]*. [online] Available at: https://www.pagliaeassociati.it/doc/doc149_LIVELLI_DI_RISCHIO_NEL_SETTORE_IMMOBILIARE.pdf [Accessed Jul. 2024].

Reuters (2024). *China Evergrande ordered to liquidate in landmark moment for crisis-hit sector*. [online] Available at: <https://www.reuters.com/business/embattled-china-evergrande-back-court-liquidation-hearing-2024-01-28/> [Accessed Aug. 2024].

Saxena, N.B., Vishakha (2021). *China Evergrande Debt Crisis: The Next Flash Points*. [online] Available at: <https://www.asiafinancial.com/china-evergrande-debt-crisis-the-next-flash-points> [Accessed Aug. 2024].

Statista (2023). *China: composition of GPD by industry 2020*. [online] Available at: <https://www.statista.com/statistics/1124008/china-composition-of-gdp-by-industry/> [Accessed Aug. 2024].

U.S. Securities and Exchange Commission (n.d.). *Risks of investing*. [online]

Available at:

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1704091/000170409117000001/document_4.pdf [Accessed Jul. 2024].

UBS Editorial team (2023). *Le tre linee rosse della Cina*. [online] Available at:

<https://www.ubs.com/it/it/assetmanagement/insights/thematic-viewpoints/apac-and-emerging/articles/china-three-red-lines.html> [Accessed Aug. 2024].

Ringraziamenti

Vorrei ringraziare sinceramente il mio Professore Gianluca Mattarocci, per l'impegno e la dedizione che ha dimostrato durante le sue lezioni. In questi tre anni, è stato l'unico docente che ho avuto che ha saputo portare avanti ogni lezione dall'inizio alla fine senza l'aiuto di assistenti. Era evidente quanto gli argomenti la appassionassero, e questo traspariva chiaramente nel modo in cui li spiegava. La ringrazio ulteriormente per avermi aiutato a scrivere questo documento che era di mio forte interesse conoscere ed approfondire.

Scrivere questa tesi mi ha fatto comprendere cose che sono andate oltre la conoscenza accademica. Siamo soliti parlare di migliaia di euro, qualche volta di milioni, ma quasi mai capita leggere numeri così grandi come quelli che ho letto per scrivere questa tesi e che pure la mente umana sforza ad immaginare. Comprendere l'effettiva grandezza e il valore di questi numeri mi hanno fatto capire che viviamo in mondo pieno di abbondanza. Durante questi mesi, è successo spesso che mi chiedessi come sarebbero potuti esser impiegate queste risorse ormai svanite.

Vorrei non pensare che l'umanità stia seguendo proprio le stesse orme di Evergrande. Viviamo in un mondo sempre più capitalista, abbagliati dal raggiungere il nostro successo, allontanandoci piano piano dalla vera essenza del vivere, dal godere delle cose semplici e autentiche. Mi chiedo se, nella nostra corsa sfrenata al successo, non stiamo forse dimenticando qualcuno indietro: forse persone o addirittura interi popoli che richiedono di un aiuto comune. Pensare che il disastro finanziario di Evergrande sarebbe potuto essere evitato, che risorse oggi senza valore sarebbero potute essere impiegate per scopi più etici, mi fa riflettere sul paradosso in cui viviamo. E se provassimo a spiegare questa situazione a un

bambino, probabilmente ci chiederebbe con innocenza: "Come può essere che ci sono così tante case vuote, mentre milioni di persone non hanno un tetto?". E come potremmo rispondere a una domanda tanto semplice quanto devastante? Questo paradosso ci costringe a guardare in faccia le contraddizioni del nostro mondo, un mondo in cui l'abbondanza non sempre coincide con l'equità. E come Evergrande, che appariva inarrestabile fino al suo crollo, l'intera umanità si presenta all'apparenza prospera, lanciata verso un successo inarrestabile. Ma quanta di questa ricchezza è reale? Quanta è costruita su fondamenta fragili, su ingiustizie profonde che preferiamo ignorare? L'umanità, affascinata dal miraggio del progresso, rischia di rincorrere un'illusione, una corsa senza fine verso un traguardo vuoto, perdendo di vista ciò che conta davvero: il valore di uno sviluppo che non schiacci, ma elevi, che non sfrutti, ma sostenga. Un futuro etico, equilibrato e sostenibile, che abbracci la dignità e il benessere di tutti, non solo di pochi.