

Due diligence per le acquisizioni nel settore *real estate*

*Scopo del lavoro d'indagine. Investigazioni e analisi.
Rapporto sulla due diligence immobiliare*

Guidalberto Gagliardi – *Senior Manager* “PricewaterhouseCoopers Transaction Services”

Nicola Anzivino – *Senior Manager* “PricewaterhouseCoopers TS Strategy Group”

Il settore immobiliare attraversa un periodo di forte dinamismo. Un crescente numero di investitori istituzionali, italiani e stranieri, e di operatori specializzati è coinvolto in operazioni di sviluppo immobiliare e in transazioni in questo mercato. Le opportunità d'investimento nel settore residenziale, come nel commerciale, non mancano, grazie anche alla riconversione delle storiche aree industriali e al rinnovamento urbano avviato nelle nostre metropoli (si pensi alla rilocalizzazione della Fiera di Milano), alla modernizzazione della distribuzione (che, per esempio, ha visto l'introduzione nel nostro Paese della formula del *factory outlet*) e al piano di dismissioni intrapreso da enti pubblici e gruppi privati.

D'altra parte agli investitori più o meno specializzati è richiesta una rilevante selettività, mirata a evidenziare le occasioni migliori in termini di profilo rischio/rendimento, come pure a mitigare le immanicabili criticità della transazione.

L'obiettivo della *due diligence* nel settore immobiliare (o *real estate*) consiste perciò nel ridurre l'asimmetria informativa tra venditore e potenziale acquirente, ponendo quest'ultimo nella posizione più favorevole per valutare l'opportunità e strutturare efficacemente la transazione.

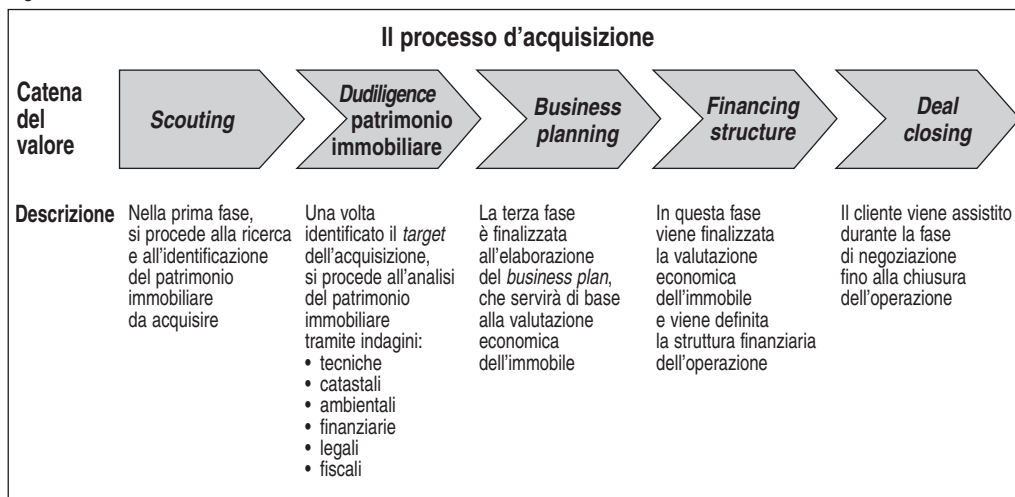
Scopo del lavoro d'indagine

Il ruolo della *due diligence* nell'ambito del processo di acquisizione può essere illustrato graficamente come in *figura 1*.

Lo scopo della *due diligence* nel settore immobiliare consiste nel:

- fornire al committente il giusto grado di *assurance* in tutti gli aspetti dell'operazione, dall'analisi tecnica dell'immobile all'analisi economica, legale e fiscale, fino alla chiusura della transazione;
- consentire la predisposizione di un *business plan* completo a supporto del

Figura 1



progetto d'investimento e del relativo *funding*.

Si tratta di comprendere appieno, sotto i diversi profili rilevanti, le caratteristiche del complesso immobiliare, allo scopo di ottenere gli *input* necessari a predisporre o validare le assunzioni del piano finanziario del progetto. Dato che tali assunzioni saranno di carattere tecnico, fiscale, finanziario e contabile, è necessario che le risorse professionali coinvolte nella *due diligence* abbiano competenze diversificate. L'indagine sugli aspetti legali e ambientali completerà il lavoro, mettendo nel contempo a disposizione del committente le informazioni necessarie per strutturare il contratto di acquisizione e il finanziamento della transazione.

Tra le informazioni che il committente dovrebbe mettere a disposizione dei professionisti incaricati dell'analisi, affinché possano sviluppare un incarico di *due diligence* esaustivo, ma efficiente (cioè che sia compatibile con i tempi, abitualmente assai ristretti, della transazione), si ricordano:

- l'oggetto della transazione (singolo ceppite, ramo o società);
- l'eventuale bilancio della società immobiliare;
- lo stato del progetto (bene esistente, vuoto o locato, cantiere aperto, progetto esecutivo approvato, oppure mero terreno con licenza);
- gli obiettivi in base ai quali sta esaminando l'opportunità (incluse le eventuali strategie di dismissione);
- la posizione e l'indirizzo del sito presso il quale effettuare i sopralluoghi;
- le eventuali planimetrie;
- il *business plan* o il documento informativo predisposto dal venditore;
- i referenti e i contatti rilevanti nell'ambito dell'organizzazione del venditore e dei suoi consulenti (la *contact list*).

Date le informazioni di base, il fornitore del servizio di *due diligence* (interno o esterno rispetto al committente) cercherà di sistematizzare la sua comprensione del contesto e delle esigenze dell'investitore, proponendo un perimetro d'analisi (*sco-*

pe) e un piano di lavoro. Il cliente, a questo punto, emenderà, ove necessario, la proposta del fornitore, trasformandola in un incarico definitivo.¹

Investigazioni e analisi

Una delle attività di *due diligence* consiste nell'analisi documentale.

Essa concerne lo studio, "in un tempo definito", dei documenti messi a disposizione dal venditore presso la propria sede o in una *data room* esterna. L'esame deve essere svolto secondo differenti approcci, al fine di coprire le principali aree di rischio/opportunità (tecnica, amministrativa, finanziaria, legale, ambientale e fiscale). I documenti disponibili, coerentemente, riguardano di solito l'assetto urbanistico, le licenze edilizie, le registrazioni catastali e la titolarità, gli appalti (per costruzione, manutenzione, gestione ecc.), i verbali delle assemblee di condominio, le locazioni, la documentazione sugli impianti, la situazione HSE (*Health, Safety and Environmental*, salute, sicurezza e ambiente), i bilanci e altri documenti societari (verbali del consiglio di amministrazione e delle assemblee, patti parasociali ecc.), gli accordi di finanziamento in essere, il *business plan* o il piano di commercializzazione.

Una volta verificata la completezza della documentazione, il professionista la analizza, incrociando le evidenze con quanto emerge dalle altre attività di *due diligence* (dai sopralluoghi, in particolare).

Una delle analisi peculiari delle *due diligence* nel settore immobiliare riguarda il calcolo delle consistenze. Al fine di valu-

tare un complesso immobiliare, è difatti importante conoscerne in dettaglio le consistenze, cioè le dimensioni (in metri quadri, metri cubi o ettari), suddivise tra le diverse destinazioni d'uso (appartamenti, uffici, spazi commerciali, aree comuni coperte e non, cavedi tecnici, cantine, solai ecc.).

In sede di analisi documentale, non disponendo ancora delle misurazioni risultanti dai sopralluoghi (peraltro non sempre ottenibili in sede di *due diligence* o, al più, effettuabili a campione), sono riconosciute e distinte le varie tipologie di superfici sulla base delle planimetrie, dei progetti e dei disegni disponibili in *data room*.

Il calcolo delle consistenze, riepilogato in un foglio elettronico, di solito identifica le diverse unità immobiliari, evidenziandone piano, scala, interno e destinazione d'uso e, ovviamente, superficie. Di frequente, l'analista commenta la qualità delle planimetrie e delle misurazioni disponibili, al fine di esprimere un giudizio in merito all'attendibilità delle misurazioni effettuate. L'analisi dei contratti di locazione, a sua volta, è importante per definire la redditività dell'immobile. Gli esperti legali e finanziari esamineranno sinergicamente i contratti d'affitto (o il contratto-tipo) o le proposte di locazione, riepilogando e valutando le informazioni in merito a:

- tipo di contratto;
- titolare del contratto (cercando di comprenderne l'affidabilità prospettica);
- decorrenza, scadenze e termini di disdetta;
- canone d'affitto, parametri d'indicizzazione e periodicità;
- clausole particolari (ripartizione spese, prelazioni, cambio di controllo ecc.).

¹Relativamente definitivo: con il progredire della *due diligence* e delle trattative è, infatti, probabile che si modifichino le priorità conoscitive dell'investitore, dando luogo a una continua revisione dei limiti dell'incarico di *due diligence*. Per maggiori dettagli in merito al processo di *due diligence*, si rimanda a D. Martinazzoli – G. Gagliardi (a cura di), *Manuale di due diligence*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2004.

Il reddito da locazione delle singole unità sarà aggregato sino a pervenire al reddito complessivo e proiettato nel futuro al fine di pervenire a una valorizzazione del cespite.

I contratti per la locazione di un intero immobile a un unico soggetto (i *monotenant*) e quelli afferenti a tipologie speciali (industriali, sanitarie, scolastiche ecc.) saranno oggetto di verifiche specifiche in relazione alle peculiari norme applicabili. I sopralluoghi sono importanti per verificare e integrare le evidenze delle analisi documentali.

Essi sono abitualmente guidati da rappresentanti del venditore e riguardano le parti comuni (androni, scale, coperture, impianti ecc.) ed eventualmente alcune unità immobiliari ritenute rappresentative (la possibilità di visitare un'unità dipende anche dal suo stato giuridico e operativo).

Le attività sul campo comprendono la conferma o l'aggiornamento dell'indirizzo e della destinazione d'uso prevalente dell'immobile, l'effettuazione di riprese fotografiche, l'identificazione delle caratteristiche architettoniche e costruttive del cespite e dei relativi impianti (termico, elettrico, idrico, condizionamento, elevatori, antincendio, cablaggi ecc.) con un'analisi visiva dello stato conservativo, la verifica delle consistenze (nei limiti del possibile, mediante effettive misurazioni), nonché l'identificazione dei locali sfitti e dei principali conduttori in locazione.

Al termine dei sopralluoghi, i professionisti incaricati della *due diligence* predisporranno una relazione, che includa anche, con un orizzonte tipicamente quin-

quennale, una stima dei costi e degli investimenti necessari (in base a obblighi di legge o per ripristinare lo stato funzionale) e opportuni.

A livello d'analisi finanziarie, i professionisti si focalizzeranno sullo studio della dinamica dei fattori maggiormente idonei a rappresentare l'andamento storico e prospettico dell'impresa-obiettivo.

Tali indicatori, pur potendo variare in funzione delle caratteristiche della transazione in esame e della sensibilità specifica dell'analista, di solito includono quelli riportati nella *tabella 1*.²

Appare evidente come solo una parte dei fattori chiave suggeriti possa essere ricavabile dall'analisi documentale: il completamento dello studio del *target* dal punto di vista finanziario non può difatti prescindere da un'indagine del Paese e del mercato di riferimento, della documentazione pubblica sul *target* (sito *internet*, comunicati, rassegna stampa, interviste, eventuali *analyst presentation* ecc.) e, possibilmente, da incontri con i responsabili delle strategie e della gestione dell'impresa (nel corso, per esempio, della *management presentation*).

Rapporto sulla *due diligence* immobiliare

Le investigazioni svolte in *data room* e presso l'immobile *target* vengono riepilogate in un documento, il cosiddetto "rapporto" o *report*, mirato a fornire al committente un'efficace e puntuale informazione in merito alle caratteristiche del *target* e come queste siano compatibili con gli obiettivi d'investimento delineati.

²La lista è un adattamento di quella proposta in *Firm foundations: building public trust in the real estate sector*, una ricerca di PricewaterhouseCoopers (scaricabile gratuitamente al sito www.pwc.com) condotta intervistando un centinaio di investitori, analisti e *manager* con il fine di identificare, tramite la metodologia del *value reporting*, una griglia di elementi chiave per comunicare e misurare con efficacia l'andamento delle imprese operanti nel settore immobiliare.

Tabella 1 – REAL ESTATE DUE DILIGENCE – I FATTORI E GLI INDICATORI CHIAVE

Elementi esterni		Elementi interni	
Contesto competitivo	Strategia	Attività creatrici di valore	Performance finanziaria
<ul style="list-style-type: none"> - Fattori macro-economici - Crescita del mercato - Canone d'affitto di mercato - Quota di mercato - Norme rilevanti 	<ul style="list-style-type: none"> - Politica dei dividendi - Strategia finanziaria - Strategia di crescita - Strategia d'investimento 	<ul style="list-style-type: none"> - Valore del marchio - Relazioni con i <i>broker</i> - Coinvolgimento nella comunità - Rispetto dei regolamenti in materia ambientale - Ciclo di sviluppo - Economie di scala - <i>Retention</i> del personale - Investimenti in nuovi progetti - Investimenti in tecnologie mirate a migliorare i processi aziendali - Tasso d'occupazione - Qualità del <i>management</i> - Gradi di fedeltà dei conduttori 	<ul style="list-style-type: none"> - Indicatori operativi (canone di locazione medio e tempi medi di locazione/vendita, mq. gestiti, volumi prodotti dai clienti, numero di compravendite, <i>redemption rate</i> ecc.), economici (valore della produzione, ROS, grado di leva operativa, EBI ecc.) e patrimoniali (stato avanzamento lavori e debiti di fornitura, impegni, posizione finanziaria netta, dinamica dei crediti ecc.) - Flusso di cassa netto (<i>free cash flow</i>) e valore attuale netto (o <i>NAV, net asset value</i>) - Gestione dei rischi - Ritorno sul capitale investito (<i>ROIC, return on invested capital</i>) - <i>Performance</i> delle singole aree d'affari (ASA)

Il rapporto solitamente si compone³ di una sezione di sintesi, l'*executive summary* o *deal issue section*, seguita da un dettaglio delle analisi effettuate e di quanto esse hanno evidenziato. Non è raro che al rapporto siano allegate copie dei documenti chiave, come pure della lettera con la quale il committente aveva conferito l'incarico ai professionisti.

Tra i prevedibili contenuti del rapporto si ricordano:

- un commento circa la completezza della documentazione ricevuta e la qualità dei sopralluoghi;
- il prospetto riportante la localizzazione geografica dell'edificio, le consistenze (con esplicitazione delle modalità di

calcolo) e lo stato locativo delle singole unità immobiliari;

- un commento sullo stato manutentivo e di compatibilità regolamentare e ambientale del fabbricato e degli impianti, con una stima dei costi annuali di manutenzione (anche sulla base dei contratti d'appalto esistenti, tenuto conto della possibilità di proseguirli);
- una stima degli investimenti per eventuali interventi di recupero funzionale o di adeguamento normativo;
- lo studio dei dati finanziari storici della società o del ramo immobiliare;
- l'analisi prospettica dei redditi da locazione;
- un eventuale commento circa la raggiun-

³D. Martinazzoli - G. Gagliardi (a cura di), *Manuale di due diligence, op. cit.*

gibilità degli obiettivi di locazione (*tenancy budget*) e, più in generale, delle assunzioni sottostanti al *business plan*. Al completamento della *due diligence*, il potenziale investitore dovrebbe disporre di elementi conoscitivi sufficienti per decidere se proseguire nella trattativa e su quali basi. In altri termini, egli dovrebbe essere in grado di rivedere la valutazione effettuata in fase preliminare sulla base dei documenti pubblici o di quelli presentatigli dal venditore (*selling memorandum* o *investment profile*), di predisporre delle specifiche proposte circa le dichiarazioni, le garanzie e i connessi indennizzi che il venditore dovrebbe prestare contrattualmente, come pure di strutturare la transazione in termini legali, fiscali, finanziari e temporali.

Qualora la negoziazione tra le parti prosegue, ai soggetti incaricati della *due dili-*

gence viene frequentemente richiesta un'assistenza sia nella predisposizione del piano finanziario dell'iniziativa (che dovrà essere sottoposto ai possibili finanziatori, a titolo di capitale di rischio o di debito, dell'iniziativa), sia nell'analisi dei documenti e delle schede immobiliari consegnati al notaio e nell'analisi della bozza dell'atto notarile e dei contratti di finanziamento.

Nel complesso, si tratta di un variegato insieme di studi e analisi, che richiede competenze professionali altrettanto varie e, soprattutto, una specifica esperienza nell'assistenza ai processi di *M&A* e nell'attività di *due diligence*.

Come esemplifica la *figura 2* il professionista dovrà anche essere capace di adattare la propria offerta di servizi in funzione della tipologia di cliente interessato all'operazione.

Figura 2

