

La *due diligence* nelle operazioni straordinarie: funzione, tipologie e modalità di esecuzione

di Massimo Buongiorno e Marco Capra *

Il presente lavoro vuole tracciare un quadro introduttivo, che sarà sviluppo nei successivi numeri, in merito alla due diligence, un'attività che si è sempre più diffusa, fino a divenire un elemento ormai immancabile nel processo che porta alla realizzazione di un'operazione straordinaria. È innegabile che l'incremento delle operazioni straordinarie concluse in Italia da operatori attenti all'apprezzamento del rischio, quali multinazionali straniere o investitori finanziari, abbia sicuramente amplificato il peso e l'importanza attribuiti alla due diligence, fino a renderla una prassi abituale anche in operazioni di ridotte dimensioni. Oltre alla maggiore diffusione, la due diligence è venuta acquisendo anche una maggiore articolazione, svolgendo una più completa funzione informativa e di tutela per l'investitore e per le diverse figure coinvolte nell'ambito delle operazioni straordinarie. La due diligence si è, infatti, sviluppata da un nucleo originario di analisi ed investigazioni volte a verificare la correttezza dei bilanci, la posizione tributaria e previdenziale e i contenziosi in essere o eventuali della società potenzialmente oggetto di un'operazione straordinaria, verso una valutazione complessiva dei rischi aziendali, inclusi quelli derivanti dall'inquinamento ambientale o connessi alla formula imprenditoriale (cd. "due diligence strategica" o "di business").

La centralità del ruolo che la due diligence sta assumendo nelle operazioni straordinarie stimola un approfondimento in merito alle diverse forme tecniche che essa può assumere (contabile, fiscale, legale, ecc.); alle modalità di esecuzione in relazione alla tipologia di operazione straordinaria che coinvolge la società da analizzare (la due diligence per un'acquisizione differisce da quella per una quotazione); e al settore di appartenenza ed al business specifico dell'azienda (la due diligence per un negozio di vicinato è molto differente da quella per un'azienda chimica).

La funzione della *due diligence* ed il suo posizionamento nel processo di acquisizione

La *due diligence* trova più frequente applicazione nelle acquisizioni di azienda o di partecipazioni societarie, dove il potenziale acquirente percepisce una forte esigenza di tutela, a fronte dell'assunzione dei rischi derivanti dall'investimento che intende effettuare.

Durante la fase di negoziazione del prezzo di acquisizione, il potenziale acquirente può solo assumere che le informazioni che gli sono state fornite, e sulle quali ha fondato le sue valutazioni economiche, siano vere. Nelle operazioni più articolate che coinvolgono grandi imprese, è possibile che il potenziale acquirente abbia potuto accedere ad alcuni documenti societari (cd. "*preliminary due diligence*") ma la regola è che permanga una forte asimmetria informativa tra il venditore e chi intende acquistare. Tale situazione è accettabile fino a che la negoziazione è in una fase preliminare, per un'ovvia indisponibilità del venditore a fornire informazioni riservate. Dopo aver raggiunto un accordo di massima sul prezzo e sulle principali coordinate dell'operazione, è evidente come sia necessario che il potenziale acquirente possa verificare la veridicità delle assunzioni.

LA DEFINIZIONE DI DUE DILIGENCE

In generale, la *due diligence* può essere definita come il processo di verifica volto a ridurre le asimmetrie informative durante il processo di acquisizione. Più in dettaglio, non è altro che un'attività organizzata per la raccolta, controllo e verifica di informazioni di natura patrimoniale, finanziaria, economica, gestionale, strategica, fiscale, ambientale o quant'altro, relativamente ad un'azienda o ad un ramo di essa, oggetto di acquisizione o possibile acquisizione, volta a ottenere una fotografia particolareggiata della realtà presa in esame.

* M. Buongiorno, Docente di Finanza straordinaria - Università Bocconi; M. Capra, dottore commercialista e revisore legale - Partner Studio CDR e Associati

Proprio per la sua natura di attività organizzata e sistematica, la *due diligence* richiede un contributo significativo dell'organo amministrativo della società e dei principali responsabili. Tale necessità si scontra con l'altrettanto importante esigenza di mantenere la riservatezza in merito all'operazione in corso fino a che non sarà conclusa. Per risolvere il problema, storicamente la *due diligence* veniva effettuata dopo la sottoscrizione del contratto preliminare, la cui efficacia era subordinata anche al risultato della *due diligence* stessa (tipicamente con riferimento ad eventuali aggiustamenti di prezzo). In altri termini, il contratto doveva essere rivisto per tenere conto delle risultanze della *due diligence*.

Nel periodo più recente, si è assistito ad una progressiva anticipazione della *due diligence*, immediatamente dopo la lettera di intenti nelle negoziazioni più articolate o dopo che si è trovato un accordo sul prezzo in quelle più semplici.

Tale soluzione consente un duplice beneficio:

- ▶ verificare subito la presenza di eventuali *deal breaker*, ovvero ostacoli insormontabili alla conclusione della trattativa;
- ▶ arrivare alla stesura del contratto avendo una maggiore consapevolezza, da entrambe le parti, della reale situazione aziendale, evitando delicate revisioni del contratto.

⇒ Vendor due diligence e la due diligence propedeutica nelle "classiche" operazioni straordinarie

Nelle **cessioni di aziende** con procedure ad asta, è frequente che il venditore, per agevolare la procedura, metta a disposizione dei potenziali acquirenti, che hanno superato le selezioni preliminari, una *due diligence* completa, svolta preventivamente a sue spese. In tale caso si parla di "*vendor due diligence*".

La *due diligence* propedeutica ad operazioni straordinarie diverse dalle acquisizioni presenta analogie e differenze rispetto alla struttura che si è delineata sopra.

Nelle **fusioni**, la *due diligence* è limitata ai quei casi, peraltro rari, nei quali sono coinvolti due soggetti economici differenti e viene solitamente svolta preliminarmente all'approvazione del progetto di fusione da parte dell'organo amministrativo. Rispetto alle *due diligence* per le acquisizioni, una maggiore attenzione viene solitamente riservata alla verifica delle conseguenze dell'estinzione di una o più società a seguito della fusione, con riferimento, ad esempio, ai contratti in essere, eventuali concessioni o autorizzazioni dalla pubblica amministrazioni e simili.

Nelle operazioni di **conferimento**, ove esso avvenga a favore di una beneficiaria di nuova costituzione ed interamente controllata, non è prevista alcuna *due diligence* e ciò per due motivi:

- 1) l'operazione riguarda un unico soggetto economico;
- 2) è previsto l'obbligo di perizia secondo quanto previsto dall'art. 2343 e s.s., c.c.;

I casi più critici sono normalmente le *joint venture*, dove ciascuna parte conferisce alla *newco* le attività necessarie all'esecuzione dell'accordo.

Al di fuori delle più consuete operazioni straordinarie, la *due diligence* può avere una funzione propedeutica in altre situazioni, tra le quali l'erogazione di finanziamenti bancari, la predisposizione della documentazione e il compimento delle attività mirate ad un'operazione di quotazione, la realizzazione di accordi o alleanze e il *project financing*.

Gli obiettivi e le modalità attuative della *due diligence*

L'obiettivo generale della *due diligence* può essere ridotto, in estrema sintesi, all'individuazione preventiva dal maggior numero possibile di rischi ai quali la società oggetto di una possibile operazione straordinaria può andare incontro.

Tali rischi emergono da un'analisi critica dei principali fattori influenti sulle *performance* aziendali, ai fini di individuare i punti di forza e, soprattutto, di debolezza dell'azienda.

L'obiettivo generale di evidenziazione dei rischi impliciti nell'operazione straordinaria si declina poi, operativamente, in obiettivi specifici.



Nella prassi, per contenere tempi e costi dell'intervento, sovente si ricorre alla cd. "Limited due diligence": in tale caso, occorrerà definire con precisione il perimetro dell'intervento.

Altro aspetto da definire tra le parti è il "regolamento" della *due diligence* (in *data room* fisica o virtuale, con o senza estrazione di copie, con o senza ispezioni fisiche e carotaggi, ecc.).

La verifica della corrispondenza dei dati effettivi con quelli rappresentati

La valutazione della convenienza di un'operazione straordinaria, sia essa un'acquisizione, una quotazione o anche un finanziamento bancario, viene effettuata, come ricordato sopra, da almeno una delle parti, solitamente quella che investe denaro, sulla base delle seguenti assunzioni:

- 1) che il bilancio della società sia redatto nel rispetto delle norme di legge, coerentemente ai principi contabili, e, quindi, rappresenti in modo veritiero le condizioni di svolgimento dell'attività aziendale;
- 2) che i documenti previsionali, quali il *budget* per l'anno in corso e il *business plan* per gli anni successivi, siano stati costruiti sulla base di ipotesi realistiche, siano internamenti coerenti e si fondino su una corretta rappresentazione del modello di *business*.



Un errore frequente è quello di attribuire un'importanza preponderante alla verifica della prima assunzione e riservare un'attenzione marginale alla seconda. In realtà, ricostruire le condizioni di più probabile svolgimento futuro dell'attività aziendale e, quindi, della redditività prospettica, è tanto importante quanto comprendere se il bilancio rifletta esattamente gli accadimenti passati.

Il primo punto è sostanzialmente riconducibile a una certificazione del bilancio. Il professionista incaricato della *due diligence* dovrà attenersi agli *standard* di revisione.

Certificazione del bilancio	
✓	Contabilizzazione di tutte le imposte.
✓	Fondatezza delle attività patrimoniali su validi documenti inventariali.
✓	Corretta valutazione dei crediti e delle rimanenze.
✓	Iscrizione dei crediti al lordo di eventuali operazioni di anticipazione bancaria.
✓	Costruzione del processo di ammortamento, tenendo conto dell'effettiva vita utile dei cespiti.
✓	Opportuna svalutazione delle partecipazioni iscritte al criterio del costo.
✓	Rappresentazione esaustiva dei fondi per rischi e oneri rispetto a rischi aziendali.
✓	Corretto trattamento dei contratti su derivati eventualmente sottoscritti.

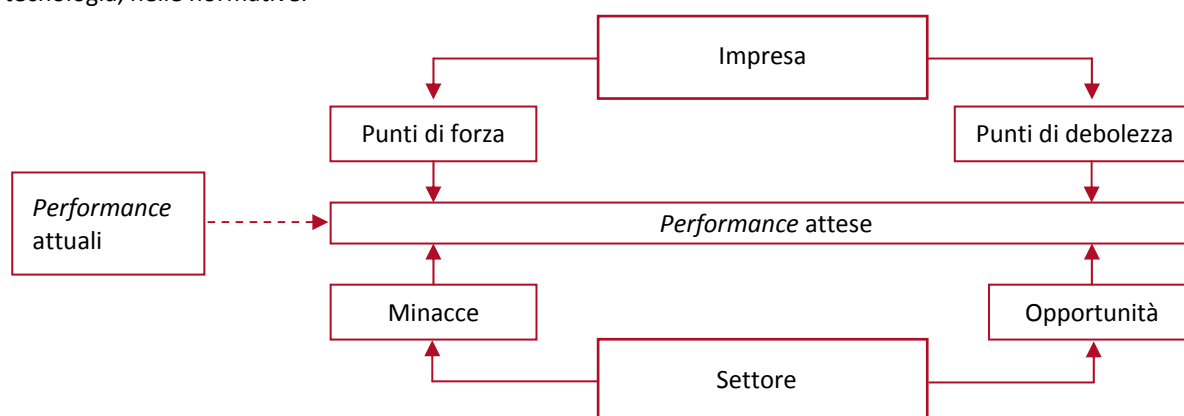
Riguardo al secondo punto, la verifica della correttezza dei documenti previsionali richiede un approfondimento dell'indagine sotto molteplici profili.

In primo luogo, andrà studiato il modello di *business* dell'azienda, ai fini di comprendere le fondamenta delle *performance* attuali e stimare quelle prospettiche.

Questa attività, che viene definita "*due diligence* strategica" (o "di *business*"), considera due famiglie di fattori influenti sulla *performance*:

- ▶ quelli che derivano dal settore (opportunità e minacce);
- ▶ le caratteristiche intrinseche dell'azienda, che costituiscono, in chiave prospettica, punti di forza e di debolezza.

La *due diligence* della componente settoriale si traduce nella raccolta più ampia possibile di dati e informazioni relative al *business* della società, soprattutto a possibili evoluzioni nel mercato, nella tecnologia, nelle normative.



L'impatto di opportunità e minacce sui risultati aziendali non è diretto, ma mediato dalle caratteristiche specifiche di ogni impresa, rendendo necessaria la **comprensione del *business model* dell'impresa**, ovvero:

Analisi del <i>business model</i>	
✓	Con quali prodotti l'impresa è presente sul mercato.
✓	Attraverso quali canali i beni o servizi vengono venduti.
✓	Quali tecnologie sono utilizzate e quale forma assumono i processi produttivi.
✓	Come si configura l' organizzazione aziendale .
✓	Quale tipo di controllo viene esercitato dal vertice aziendale.

Le analisi svolte in sede di *due diligence* strategica devono trovare puntuale conferma nei **piani aziendali** sui quali si è basata la stima del valore dell'azienda.

In particolare, si dovrà verificare che:

Confronto con i piani aziendali	
✓	Le ipotesi sulle quali si basa il piano aziendale non siano irragionevoli.
✓	Il modello di previsione sia stato correttamente costruito sulla base delle precedenti ipotesi.
✓	I dati finanziari previsionali siano coerenti con gli ultimi bilanci aziendali, con particolare riferimento ai principi contabili sottostanti.

Le eventuali differenze tra le risultanze della *due diligence* e quanto rappresentato possono, nel caso delle acquisizioni, comportare:

- 1) un aggiustamento nel prezzo, se si tratta di differenze di lieve entità;
- 2) una miglior definizione delle garanzie;

- 3) la necessità di procedere ad una nuova valutazione ed alla conseguente rinegoziazione del prezzo se si tratta di scostamenti che impattano in modo significativo sulle performance attese.

È evidente che nella terza situazione il processo di acquisizione compie un passo indietro, poiché non è sicuro che, dopo la revisione della valutazione da parte dell'acquirente, si possa ritrovare un accordo tra le parti.

Nel caso di *due diligence* per operazioni diverse dalle acquisizioni, quali la **quotazione** od il **finanziamento bancario**, l'emergere di *performance* attese significative minori di quelle previste può costituire un *deal breaker* poiché compromette l'intero equilibrio economico dell'operazione. Ad esempio, in un finanziamento, l'importo da erogare e la struttura di rimborso dipendono dalla capacità prospettica dell'azienda di generare i flussi di liquidità: ove risultasse, in *due diligence*, che tali flussi sono stati sovrastimati, tutti i parametri fondamentali dell'operazione dovrebbero essere nuovamente discussi.

L'identificazione dei rischi impliciti: posizione fiscale, rapporti di lavoro, sicurezza e ambiente

Questa attività assume particolare importanza nelle acquisizioni e nelle fusioni e consiste nell'individuazione dei possibili rischi che l'acquirente/incorporante si assume. In precedenza sono stati analizzati gli accertamenti "contabili"; per quanto riguarda, invece, la **posizione fiscale** dell'azienda, particolare attenzione deve essere posta ai seguenti elementi:

Posizione fiscale	
✓	Riscontro del certificato dei carichi pendenti (art. 14, D.Lgs. n. 472/97).
✓	Obblighi dichiarativi e di versamento , con riferimento alle imposte dirette, all'Iva, al sostituto d'imposta, ecc.
✓	Posizione aziendale in merito al contenzioso in essere, minacciato e potenziale.

I **rapporti di lavoro** posti in essere dall'azienda costituiscono un'ulteriore significativa fonte di rischi e richiedono che il soggetto che svolge la *due diligence* esamini:

Rapporti di lavoro	
✓	I contratti collettivi di lavoro subordinato applicati ai dipendenti; gli accordi interni; i contratti di parasubordinazione, a progetto e di consulenza continuativa, al fine di verificare che non nascondano rapporti di lavoro, nei fatti, di tipo subordinato.
✓	La posizione di ciascun dipendente , con riferimento alla data di inizio del rapporto di lavoro; alla qualifica, alle mansioni e alle ore lavorative (anche per il <i>part-time</i>); al reddito lordo da ciascuno percepito; agli eventuali <i>fringe benefit</i> e incentivi, ai rapporti di formazione lavoro o apprendistato, a termine, lavoro temporaneo o in periodo di prova. Nelle aziende di maggiori dimensioni, tale esame può essere svolto sulla base di un campione significativo per ciascuna qualifica.
✓	Il Durc , per verificare la regolarità della posizione contributiva.
✓	La regolarità del calcolo del TFR maturato , anticipato e versato ai fondi.
✓	La posizione dell'azienda con riferimento alle categorie protette .
✓	Il contenzioso in essere, minacciato e potenziale, stimando il probabile esito per l'azienda.

In tempi recenti, una maggiore attenzione, in sede di *due diligence*, è stata riservata ai potenziali rischi emergenti dalla violazione delle **norme di sicurezza** e di **tutela dell'ambiente**. Gli aspetti più critici riguardano:

Sicurezza e ambiente	
✓	La conformità alla normativa vigente del sito produttivo e dei beni .

✓	L'esistenza delle certificazioni e autorizzazioni necessarie per l'attività produttiva (concessione edilizia (o sanatoria), certificato agibilità locali, certificato prevenzione incendi, certificazione ASL di conformità degli impianti elettrici di messa a terra, rispetto della normativa igienico-sanitaria per i locali produttivi, documentazione comprovante il regolare smaltimento dei rifiuti prodotti; null osta di impatto acustico o dichiarazione di non utilizzo macchinari, certificazioni L. n. 46/90 e ss., certificazione degli impianti - ad esempio gli ascensori -, VIA (Valutazione d'Impatto Ambientale).
✓	La quantità, il tipo ed eventualmente la nocività delle emissioni di qualsiasi genere , comprese quelle acustiche ed elettromagnetiche. Nei casi più critici, oltre alla verifica documentale, si rende necessaria anche quella fisica, facendo ricorso a ispezioni ed esami, quali carotaggi, prelievi e simili.
✓	La valutazione del rischio in merito alla sicurezza dei dipendenti , con particolare attenzione alla verifica del manuale sulla sicurezza ed alla nomina e formazione dei responsabili per la sicurezza, dei lavoratori, dell'evacuazione, dell'addetto al primo soccorso.
✓	L'analisi e la valutazione della posizione aziendale in merito al contenzioso in essere, minacciato e potenziale.

Le aree ricordate sopra (fiscalità, rapporti di lavoro, sicurezza ed ambiente) sono sicuramente le più critiche, tuttavia, un'investigazione completa dovrà considerare anche:

- ▶ il contenzioso in essere, minacciato e potenziale, stimando il probabile esito per l'azienda, derivante da tutte le possibili fonti, non incluse nelle precedenti, e da altri rapporti giuridici (ad esempi, rivendica di beni di terzi, posizioni da sostituire o surrogare quali, cauzioni, fidejussioni, garanzie);
- ▶ le pattuizioni contenute nei contratti destinati a proseguire dopo l'acquisizione, quali quelli con i clienti, con i fornitori di beni e servizi, con gli agenti, di locazione, di assicurazione e simili;
- ▶ la posizione dell'impresa rispetto al mercato finanziario e bancario in particolare. Si dovranno esaminare le clausole incluse nei contratti di finanziamento, di *leasing* finanziario e nei contratti derivati. L'analisi della Centrale Rischi si dimostra particolarmente utile per evidenziare situazioni critiche (sconfinamenti, scaduti);
- ▶ tutti gli atti, fatti e circostanze che possano pregiudicare il libero godimento dell'azienda ed alterarne il valore.

L'efficacia della *due diligence* in ordine ai rischi emersi e non emersi

Il punto è critico e la regolamentazione dipende dall'equilibrio tra le parti e dalla circostanza che, di regola, il *report* non sia noto al cedente: a buon conto, l'acquirente vorrà che l'esito della *due diligence* non limiti le garanzie circa i rischi, mentre il venditore cercherà di far discendere dalle indagini una sorta di manleva generale.

L'identificazione delle modifiche da apportare alla struttura dell'operazione

L'emergere di rischi impliciti nell'azienda da acquistare comporta la necessità, per il potenziale acquirente, di trovare un'opportuna tutela. Essa può essere ottenuta secondo tre modalità:

- 1) includendo pattuizioni contrattuali, che consentano al potenziale acquirente di scaricare il rischio sul venditore, che fornisce idonee garanzie a fronte del verificarsi dell'evento dannoso. Il soddisfacimento dell'acquirente avviene normalmente con la tecnica del cd. "*escrow*" (ad esempio, attraverso un conto vincolato, costituito dal venditore con parte del corrispettivo derivante della cessione e addebitato quando ricorrono le fattispecie per le quali l'acquirente è stato garantito);
- 2) riducendo il prezzo di acquisizione, già concordato, per un importo pari al valore attuale del rischio futuro;
- 3) modificando la struttura dell'operazione in modo da ridurre o annullare l'assunzione del rischio in capo al potenziale acquirente. Acquisire l'azienda in luogo dell'intero capitale di una società, evita di trasferire all'acquirente tutti i rischi in capo alla società (pur evidenziando che, in linea di principio, l'acquirente può rispondere dei debiti dell'azienda ceduta risultanti dalle scritture contabili).

Quando nessuna delle tre soluzioni risulta percorribile in sede negoziale e il rischio implicito è di rilevante entità, esso diventa un *deal breaker*, ovvero interrompe le trattative ed impedisce il raggiungimento di un accordo tra le parti.

Conclusioni

La *due diligence* è un'attività necessaria nella maggior parte delle operazioni straordinarie e, in particolare, nelle acquisizioni di aziende o di partecipazioni. Lo svolgimento di tale attività da parte di professionisti specializzati permette di fare emergere rischi impliciti per il potenziale acquirente o investitore, inerenti:

- ▶ una sopravvalutazione dell'azienda fondata su dati di bilancio non veritieri e/o su piani eccessivamente ottimistici;
- ▶ la presenza all'interno dell'azienda di fattori potenzialmente in grado di generare oneri futuri in capo al potenziale acquirente od investitore dei quali è responsabile il venditore.

Poiché la *due diligence* viene solitamente effettuata quando vi è accordo sul prezzo o valore dell'azienda, l'individuazione di significativi rischi impliciti comporta una ristrutturazione conseguente del contratto (in termini di adeguamento del prezzo, delle garanzie o della struttura dell'operazione) oppure in assenza di un accordo tra le parti l'interruzione della trattative.