

Operazioni di M&A e *business due diligence* in un contesto di incertezza

g
c

pianificazione, finanza e controllo

L'approccio classico e una nuova metodologia per l'analisi delle aziende, i criteri guida in un processo di acquisizione, obiettivi e svolgimento della due diligence

Fabrizio Bencini
Dottore commercialista
e revisore contabile,
Partner KON

Nelle operazioni di M&A, l'aspetto più faticoso e meno conosciuto è il lavoro di analisi precedente alla chiusura del *deal*, che prende il nome di *business due diligence*:¹ con questo termine si intende il processo attraverso il quale il potenziale compratore giunge a un grado di conoscenza dell'azienda, oggetto della compravendita, tale da permettergli di decidere se proporre un'offerta d'acquisto o se abbandonare il *deal*, e quanto valutare l'azienda. L'obiettivo primario della *due diligence* è quindi ridurre l'asimmetria informativa tra chi vende e chi compra: infatti, da un lato, chi vende conosce il proprio *business*, i propri punti di forza e di debolezza, e durante una transazione può essere incentivato a esaltare i primi e a tralasciare i secondi; dall'altro lato, chi si appresta ad assumere il controllo di una nuova realtà deve essere confidente sia di avere fatto una scelta strategica corretta, sia di conoscere realmente l'azienda che sta comprando. Analizziamo di seguito qual è stata l'evoluzione del mercato M&A nei recenti anni passati, qual è stata la logica dominante nelle scelte di aggregazione, il suo impatto nella definizione dei *driver* decisionali e, di conseguenza, quali erano gli elementi di attenzione che le *due diligence* dovevano fare emergere. Proveremo infine a tracciare una nuova linea guida metodologica per l'analisi delle aziende, adeguata al mutato contesto economico, caratterizzato da un maggiore grado di volatilità dei risultati.

Operazioni di M&A e *due diligence*: l'approccio classico

Gli anni che intercorrono tra il crollo delle Torri Gemelle e la crisi finanziaria mondiale, avviatasi nel 2008, hanno visto crescere il numero di operazioni

di M&A in Italia, fino al controvalore *record* di 148 miliardi di euro nel 2007 (superando il precedente *record* del 1999, *figura 1*), con un forte contributo delle attività dei *private equity* (oltre il 15% del totale), che nello stesso periodo hanno inanellato forti tassi di crescita dell'impiego di capitali (*figura 2*).

¹Di seguito faremo riferimento alla *business due diligence* semplicemente come *due diligence*.

Figura 1 – EVOLUZIONE DEL MERCATO M&A IN ITALIA (NUMERO OPERAZIONI E CONTROVALORE)

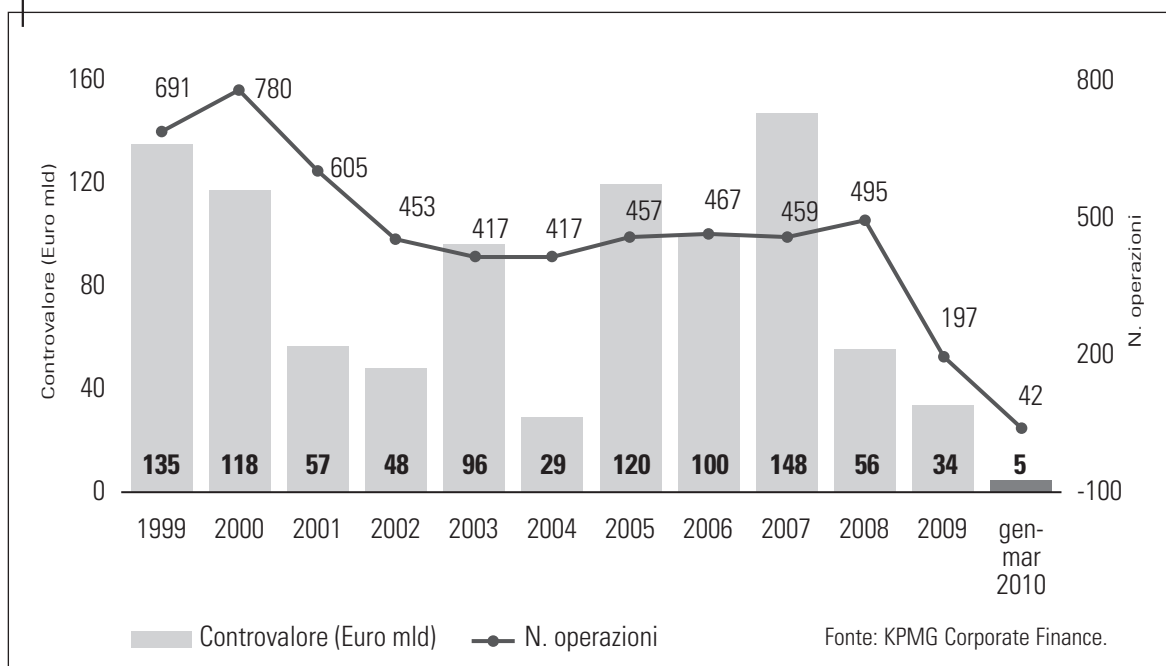
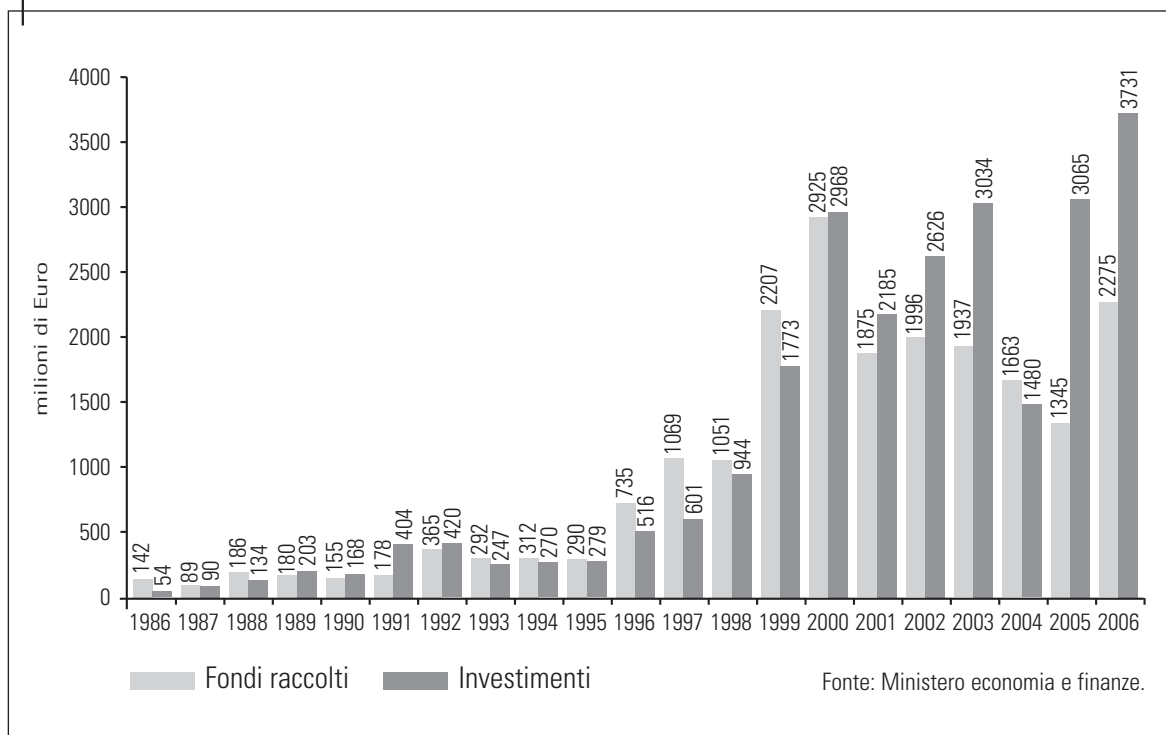


Figura 2 – MERCATO DEI PRIVATE EQUITY IN ITALIA (ANDAMENTO RACCOLTA E IMPIEGO CAPITALI)



Sono stati anni di relativa stabilità economica, in cui la crescita complessiva dell'economia italiana è stata contenuta sul mercato interno (ormai maturo in molti settori e con intrinseche zavorre strutturali) e con un buon traino dato dalla crescita dei mercati internazionali: la costanza dell'andamento dell'economia, in crescita, e con tassi di crescita ripetuti negli anni, ha creato le condizioni per effettuare operazioni di M&A con una certa confidenza nei risultati attesi.

La relativa sicurezza sull'andamento del fatturato, dei margini e, in ultimo, della capacità delle aziende di produrre *cash flow operativo* ha sovente spostato l'attenzione degli acquirenti dai fondamentali del *business* alla capacità delle aziende stesse di sopportare operazioni più strettamente finanziarie: la natura delle acquisizioni poteva essere non più (o non solo) industriale, cioè basata su un progetto di costruzione di valore duraturo nel medio-lungo periodo, ma speculativa e con un orizzonte di più breve periodo. In un mercato in crescita costante, basta che l'azienda si esprima almeno come il mercato per non doversi porre il problema di individuare il talento prima di investire.

Quando l'obiettivo delle operazioni di M&A differisce da una visione prettamente di *business*, ne consegue che anche l'analisi assume un taglio differente e gli indicatori chiave utilizzati per prendere le decisioni sono strumentali alla nuova ottica: in questo differente inquadramento la valutazione di un'azienda e la conclusione di un'operazione hanno come parametri chiave *EBITDA* (o altro indicatore di *performance*), *multipli di mercato* e *covenants*, che definiamo qui di seguito.

L'*EBITDA* (o *MOL*) è il margine operativo che meglio misura la *performance* della gestione operativa dell'azienda e fornisce una prima approssimazione della capacità dell'azienda di generare cassa. Inoltre, essendo "in alto" nel conto economico, non risente della struttura finanziaria, fiscale e della politica degli investimenti dell'azienda.

²L'analisi più usata è il confronto tra i multipli dell'*EBITDA*, per le ragioni di valenza oggettiva di questo indicatore di *performance* (come sopra esposto).

I *multipli di mercato* sono il rapporto tra il valore dell'azienda (*enterprise value* o *EV*) e alcune voci di bilancio. Le principali voci utilizzate per comporre il multiplo sono: *revenues*, *EBITDA*, *EBIT*.

Tramite il confronto tra i multipli di società affini a quella in esame (operanti nello stesso mercato, chiamate *comparables*) è possibile effettuare una valutazione finanziaria del *fair value* della società stessa² e derivarne il prezzo.

I *covenants* di bilancio sono delle clausole inserite nei contratti di finanziamento a medio e lungo termine che riconoscono alla banca, o altro ente erogante, il diritto di revocare o rinegoziare il debito qualora la clausola venga violata dalla società contraente il debito. Un esempio molto diffuso di *covenant* è il rapporto tra *posizione finanziaria netta* ed *EBITDA* (*PFN/EBITDA*): se il *covenant PFN/EBITDA* è, per esempio, 4, la società dovrà presentare per tutta la durata del finanziamento un livello complessivo di indebitamento pari, al massimo, a 4 volte l'*EBITDA* (valori di bilancio).

Ricapitolando:

$$EV(\text{enterprise value}) = EBITDA \times \text{multiplo}$$

$$EV = PFN + \text{equity}$$

dove *equity* è il valore da pagare agli *shareholders* per acquisire il possesso dell'azienda.

Dalle due formule risulta:

$$Equity = EV - PFN = EBITDA \times \text{multiplo} - PFN$$

Ossia: il prezzo da pagare per acquisire un'azienda è direttamente correlato all'*EBITDA* e al *multiplo* di mercato, decurato dell'indebitamento netto assunto dai compratori (*PFN*).

Ne deriva quindi che minore è la *PFN* di un'azienda, maggiore è la leva finanziaria che può essere utilizzata per formulare un'offerta d'acquisto: posso indebitare l'azienda fino al raggiungimento dei limiti imposti dai *covenants* e limitare l'apporto di capitale di rischio.

Questo schema, esposto in una versione molto semplificata, è e continua a essere un valido strumento di riferimento per coloro che svolgono operazioni di M&A. Allo stesso modo, chi investe in un'azienda vuole massimizzare i suoi ritorni e, per farlo, è corretto che sfrutti tutti gli strumenti a sua disposizione, compresa la leva finanziaria. Ma, allora, perché stiamo riflettendo su come migliorare l'approccio all'analisi e alla valutazione di una azienda? Quando non è più possibile affidarsi a metodi di analisi solo o prevalentemente finanziari?

Analisi di un caso concreto

Per comprendere meglio la correzione di rotta necessaria nella logica delle operazioni e nelle fasi di analisi delle società, esaminiamo un'esperienza concreta.

Nel primo semestre 2009, già in piena crisi economico-finanziaria, abbiamo affiancato un fondo di *private equity* svolgendo per loro la *business due diligence* (lato *buyer*) di una società nel settore costruzioni e ingegneria civile.

La valutazione effettuata autonomamente dallo *staff* del fondo si basava sul *business plan* elaborato dal *management* dell'azienda, che indicava un *EBITDA* previsto per fine 2009 pari a 8,5 Mio di euro. In quel periodo il *multiplo* di mercato per il settore di riferimento era circa 6,2, che portava a una valutazione complessiva pari a 52 Mio di euro; in base a questo valore i decisori del fondo avevano deciso di formulare una proposta d'acquisto (non vincolante).

Il nostro successivo lavoro di *due diligence* ha avuto come obiettivo, da un lato, la comprensione del mercato, la sua struttura, le sue dinamiche e il posizionamento competitivo della società, dall'altro, un'attenta analisi delle caratteristiche fondamentali dell'azienda, dell'organizzazione e delle persone chiave che la compongono. L'analisi ci ha portato a individuare un valore dell'azienda *stand-alone* di circa 28 Mio di euro, non riscontrando nemmeno evidenti possibilità di *upside* o sinergie con altre aziende nel portafoglio del fondo: il nostro *advise* al fondo è stato di non procedere all'operazione, se non con un forte ridimensionamento della valutazione originale.

Perché una differenza così profonda delle due valutazioni? E perché il fondo era disposto a procedere all'operazione?

La società in esame aveva una *PFN* relativamente bassa, pari a 15 Mio di euro, da cui il prezzo dell'*equity* risultante era:

$$\text{Equity} : EV - PFN = 52 - 15 = 37 \text{ Mio di euro}$$

Tuttavia, agendo sulla leva finanziaria fino a raggiungere il *covenant* di riferimento ($PFN/EBITDA = 4$ nel caso in esame), l'apporto di capitale per assumere il controllo della società poteva essere molto inferiore:

$$\text{Max PFN} : EBITDA \times \text{covenant} = 8,5 \times 4 = 34 \text{ Mio di euro}$$

Da cui deriva che il debito complessivo della società poteva essere aumentato di 19 Mio di euro ($34 - 15$), diminuendo considerevolmente l'apporto di capitale necessario.

$$\text{Nuovo equity} : EV - \text{max PFN} = 52 - 34 = 18 \text{ Mio di euro}$$

Il fondo, in base a questo schema patrimoniale, era disposto a portare a buon fine la trattativa, in quanto il valore dell'*equity* da immettere nell'azienda (18 Mio di euro) era conforme ai suoi parametri di investimento (in termini di ritorno atteso dell'investimento). Da un punto di vista finanziario, questa operazione è ineccepibile; il rischio però di trovarsi a posteriori con un cattivo investimento nel portafoglio è elevato: l'attuale volatilità dell'economia non permette di essere sicuri che il valore dei *covenants* continui a essere rispettato e, più importante, è necessario *rifocalizzare la logica dell'operazione e dell'analisi verso i fondamentali del business*, per sviluppare una corretta strategia di investimento. Inoltre, restringendo l'attenzione sul mondo dei *private equity*, non può più bastare l'incentivo, poco virtuoso, di chiudere comunque operazioni di M&A per incamerare le *fee* di gestione, più che per la validità intrinseca dell'operazione.

La logica dell'investimento oggi: un progetto industriale

Poniamo ora di avere riconosciuto il reale valore dell'azienda e di volerla acquistare, con il solo

obiettivo di averla in portafoglio, senza un progetto di più ampio respiro: ha senso effettuare l'operazione? In effetti, estremizzando il ragionamento, se paghiamo il *fair value* di un'azienda per assumerne la proprietà, anticipiamo sostanzialmente il valore dei flussi di cassa attesi, attualizzati al momento dell'operazione di acquisto: questa è un'operazione a somma zero, in cui il trasferimento della proprietà non crea nuovo valore aggiunto. A maggior ragione, in nuove condizioni di mercato, caratterizzate da maggiore volatilità, la capacità previsionale che si può avere sull'andamento futuro dei risultati di un'azienda risulta molto ridotta. L'azienda dell'esempio nel paragrafo precedente ha chiuso poi l'anno 2009 con un *EBITDA* più basso di quello atteso e l'andamento dei primi mesi del 2010 si discosta molto dal *business plan* su cui si era fondata la valutazione. Se il fondo di *private equity* avesse chiuso l'operazione secondo i parametri emergenti dalla sua prima valutazione, avrebbe oggi in portafoglio un investimento critico, con rapporto *PFN/EBITDA* oltre la soglia dei *covenants* e probabilmente da ricapitalizzare.

La logica che deve guidare un'acquisizione deve essere industriale, ossia generare la possibilità di migliorare la *performance* complessiva del nuovo gruppo che si viene a creare. Deve esserci un'aspettativa razionale, basata sugli elementi fondamentali del *business*, sulla possibilità che si sviluppino nel concreto le *aree di upside*, cioè il potenziale economico emergente dall'unione delle due realtà.

Per meglio comprendere il significato di quanto detto, proviamo a identificare alcuni criteri che possono guidare un processo di acquisizione: è un elenco parziale ma significativo, che ha lo scopo di stimolare una riflessione sugli elementi di *business* alla base di una scelta strategica di importanza cruciale come l'acquisizione di un'azienda.

1. Competenze: l'acquisto può essere guidato dalla necessità/volontà di completare il know-how aziendale tramite l'ingresso di figure professionali che apportino specifiche competenze (può valere anche l'inverso: acquisizione di un'azienda per completarla con le competenze dell'acquirente); possono essere in primo luogo tecnologiche/di pro-

dotto, ma anche di altro tipo (*design, marketing, di mercato* ecc.). Esempio: Microsoft nel 2008 acquista Powerset (prezzo d'acquisto 100 Mio di euro), società con consolidata conoscenza di ricerca semantica su *web*, per completare lo sviluppo del nuovo motore di ricerca ("Bing") con l'obiettivo di sopravanzare tecnologicamente il diretto concorrente Google. Un altro esempio è l'acquisto da parte di Volkswagen della Italdesign Giugiaro per integrare competenze di *design* da applicare a tutto il gruppo automobilistico tedesco.

2. Quota di mercato: l'obiettivo è il consolidamento della propria posizione competitiva nel mercato di riferimento. Esempio: la fusione tra Unicredit e Capitalia ha creato il primo gruppo bancario in Italia.

3. Geografia/canali distribuzione: il principale vantaggio commerciale che può avere Fiat dall'acquisto di Chrysler è la rete vendita Nord America attraverso cui veicolare i propri prodotti nel mercato USA.

4. Scala: l'effetto scala (ossia riscontrare un minore costo unitario associato a maggiori volumi di produzione) è spesso collaterale a un acquisto d'azienda, ma comunque molto importante. Un esempio, citando ancora Volkswagen, è l'acquisto di Skoda e la successiva produzione dei suoi veicoli sulle stesse linee di produzione degli altri modelli del gruppo.

5. Integrazione verticale: un esempio in tale senso è stata l'acquisizione da parte di Luxottica, prevalentemente produttore e grossista di occhiali, dei *retailer* LensCrafters e SunGlasses Hut International per disintermediare la vendita dei propri prodotti e arrivare fino al cliente finale.

6. Anticipazione tendenza (*fair value* sottostimato): l'acquisto della Giochi Preziosi da parte di alcuni fondi si è rivelato, a posteriori, un ottimo investimento, grazie al risultato impressionante dei Gormiti. Nemmeno il *management* dell'azienda auspicava tali risultati, ben oltre il *budget*. Questo tipo di acquisto è di gran lunga il più difficile e con un maggiore grado di incertezza.

Un'ultima fondamentale valutazione riguarda la strategia d'uscita: può accadere che l'investimento effettuato non porti i risultati sperati e che il nuovo gruppo si trovi in difficoltà: è possibile disinvestire e recuperare parte o tutte le risorse impiegate? Questa domanda è addirittura fondamen-

tale oggi per i fondi di *private equity* e deve fare parte sin dall'inizio della strategia d'investimento: a chi vendere le aziende oggetto d'investimento quando sarà il momento di realizzare?

Elementi fondamentali della *business due diligence*

Si capisce allora l'importanza e la portata del processo di *due diligence*, che deve condurre a una conoscenza dell'azienda profonda e diretta. Proponiamo di seguito le riflessioni, derivate dalla nostra esperienza a fianco di imprese e fondi di *private equity*, sugli obiettivi e sulle modalità operative di svolgimento.

Obiettivi

I principali obiettivi della *due diligence* sono:

1. conoscenza delle persone chiave e delle dinamiche aziendali;
2. determinazione delle dinamiche di mercato e del posizionamento competitivo dell'azienda *target*;
3. tecnologia e modello di *business*;
4. organizzazione;
5. aree di miglioramento *stand-alone*;
6. aree di *upside*.

1. Conoscenza delle persone chiave e delle dinamiche aziendali

La *due diligence*, nel caso in cui conduca all'effettiva chiusura del *deal*, è il primo passo di un rapporto duraturo: occorre quindi valutare le *persone* che compongono l'azienda *target* e con cui dovremo lavorare per raggiungere i risultati che ci prefiggeremo insieme.

Il primo fattore da valutare è l'*approccio* delle persone: se non è *aperto e trasparente*, spesso è meglio non proseguire con il *deal*, o comunque si possono facilmente prevedere grosse difficoltà nell'implementare una proficua integrazione della nuova azienda nel gruppo. Al contrario, apertura e trasparenza sono spesso sinonimo di una cultura aziendale diffusa tra le persone, umiltà e

accettazione delle nuove sfide e del cambiamento, che spesso sono i fattori chiave del successo di un'azienda, qualunque sia il *business* in cui opera. Inoltre, è naturale che si formino all'interno di un'azienda centri di potere, conflitti più o meno latenti, dinamiche determinate da fattori umani, e a questi andranno ad aggiungersi gli attriti con le persone della società acquirente. Questi fattori, se mal governati, possono provocare forti dissesti organizzativi, o, nella migliore delle ipotesi, fare sì che vecchio gruppo e nuova realtà vivano parallelamente senza integrarsi e senza sfruttare le *possibili sinergie*. Abbiamo fin qui puntato l'accento sugli aspetti negativi di natura culturale e relazionale, di cui è difficile avere riscontro oggettivo se non con il confronto diretto con le persone. Sono aspetti sfumati, non scritti in bilancio, che possono corrompere la buona riuscita dell'operazione. Naturalmente la valutazione delle persone prosegue con l'analisi delle *competenze*, ossia il *know-how* dell'azienda: le principali competenze da valutare sono quelle tecniche, manageriali, commerciali:

- competenze *tecniche*: grado di adeguatezza complessiva dell'azienda vs *competitors* ed esigenze di mercato (è un confronto relativo alle esigenze del mercato: esistono mercati dove tecniche vecchie sono più che sufficienti);
- competenze *manageriali*: capacità di gestione progetti, risorse;
- competenze *commerciali*: conoscenza dei clienti, mercati, geografie, applicazione dei prodotti, azioni dei *competitors* ecc.

2. Determinazione delle dinamiche di mercato e del posizionamento competitivo dell'azienda *target*

Le prime valutazioni servono per verificare l'andamento complessivo del mercato, negli anni passati e in prospettiva futura, da confrontare con l'evoluzione del fatturato indicata nel *business plan* dell'azienda *target*. Troppo spesso si vedono *business plan* con un andamento cosiddetto a *hockey stick* (mazza da hockey): andamento piatto delle vendite negli anni passati, con previsione di un'improvvisa impennata del fatturato proprio a partire dal primo anno di piano (con invece andamento del mercato piatto).

L'analisi del mercato procede poi a due livelli: dall'“alto” si esamina l'andamento complessivo del mercato di riferimento, cercando di segmentarlo secondo i più adeguati assi di valutazione; in tale senso vanno bene le classiche analisi quantitative di mercato, per esempio:

- ricostruzione del valore totale del mercato a partire dal fatturato dei *competitors*, con evidenziazione delle *market share* e loro evoluzione nel corso degli anni;
- minacce di sostituzione tecnologica, per individuare salti di tecnologia di mercato (per esempio, in questi anni l'alimentazione elettronica vs magnetica nel mondo dell'illuminotecnica);
- asse geografico; le differenti aree mondiali (ma anche europee o italiane) possono presentare andamenti di mercato assai differenti ed è importante capire i *drivers* della domanda in ciascuno dei mercati, come, per esempio, la struttura demografica e sociale, lo sviluppo dei canali di distribuzione, gli obblighi legislativi, la diffusione della tecnologia ecc., e prevederne l'evoluzione;
- canali di distribuzione: è l'analisi di come i prodotti vengono veicolati ai clienti finali e quali sono i rapporti di forza fra i diversi livelli del canale (per esempio, produttori vs distributori vs *retailer*) e le dinamiche in essere; un esempio attuale è la verifica se il mercato di riferimento si stia spostando verso il canale diretto *on-line* e quali azioni siano state intraprese dall'azienda *target* su quel canale;
- prodotti: valutazione delle *performance* dei singoli prodotti; si possono replicare le analisi del fatturato delle aziende al fatturato di singoli prodotti per capire le caratteristiche dei *benchmark* di mercato e individuare possibili adeguamenti nella strategia di prodotto dell'azienda *target* (azioni *marketing* a supporto, scelte commerciali ecc.);
- mercati applicativi: se uno stesso prodotto trova applicazione in più applicazioni, può essere utile identificare l'andamento dei diversi settori per capire i *driver* della domanda e su quali effettuare i maggiori investimenti (per esempio, produttore di vernici impiegate in edilizia e *automotive*);
- tipologia di cliente: per esempio, può essere rile-

vante segmentare i clienti per capacità di spesa, o per differente motivazione d'acquisto, per valutare l'adeguatezza delle scelte commerciali e delle attività a supporto.

Non sempre è possibile effettuare tutte queste analisi, a causa di difficoltà nel reperimento di informazioni e per la scarsità di tempo che caratterizza spesso la *due diligence*. Fortunatamente non è nemmeno sempre necessario; in effetti è possibile raggiungere un'adeguata conoscenza aziendale senza affrontare tutte le analisi esposte.

È importante sapere individuare rapidamente quali sono gli assi di valutazione fondamentali e andare a fondo su quelli, onde evitare di sprecare tempo in analisi improduttive: troppo spesso la *due diligence* si traduce in uno stillicidio di domande al *management*, con infinite quanto inutili *check-list* (sul mercato, ma anche sull'analisi interna dell'azienda).

Il passo seguente è replicare all'interno dell'azienda le segmentazioni di mercato sopra esposte, per effettuare un'approfondita analisi del fatturato, anche combinando più viste tra loro, con lo scopo di raggiungere più profondi livelli di conoscenza, capire i motivi di mercato e interni dei diversi risultati aziendali nei differenti *cluster* individuati.

Dopo le analisi numeriche dall'“alto”, è sempre utile fare delle verifiche concrete “dal basso”, sul campo, attraverso *interviste mirate ai clienti* per capire di persona il mercato. Il campione dei clienti da intervistare deve essere rappresentativo del reale parco clienti: dovranno essere quindi visitati alcuni clienti nei principali mercati di riferimento dell'azienda, comprendendo non solo clienti soddisfatti, ma anche chi riscontra aspetti negativi nei rapporti con l'azienda: spesso dalle interviste con i clienti emergono spunti di riflessione e punti di vista interessanti sull'azienda e sul mercato, comprese problematiche che i *manager* dell'azienda non siano stati in grado di individuare.

La lettura dei dati emergenti dalle analisi deve essere sempre volta a comprendere il perché dei fenomeni, non solamente a registrarli come tali, e a indirizzare le scelte strategiche, organizzative e di investimento per migliorare le *performance*.



3. Tecnologia e modello di *business*

Le scelte di tecnologia e di modello di *business* si riverberano sulla struttura di costo dell'azienda: la sua analisi guida la ricerca di aree di miglioramento della *performance* e di rischio di perdita di competitività. È utile esporre alcuni esempi, basati sull'esperienza. Iniziamo con la scelta del modello di *business*.

Abbiamo avuto modo di analizzare la *performance* di un produttore di macchine per il confezionamento: la struttura di costo dell'azienda analizzata era profondamente diversa da quella dei *competitor* di riferimento, che presentava marginalità più alta. Il modello di *business* adottato dall'azienda analizzata era di integrazione verticale del processo produttivo (ossia tutto il processo era internalizzato), contro una tendenza dei *competitor* a esternalizzare molte fasi non critiche del processo produttivo, mantenendo internamente solo le funzioni di progettazione, assemblaggio e assistenza *post vendita*. Questa tendenza era determinata dai bassi volumi richiesti dal mercato negli anni recenti, che non erano in grado di saturare gli impianti di produzione; i *competitor* avevano intercettato, prima della nostra azienda *target*, la necessità di un cambio di modello di *business* e avevano proceduto a dismettere la maggior parte dei reparti produttivi. Naturalmente gli ambiti aziendali in cui si possono effettuare scelte di modello di *business* sono molti, non solo nella produzione, ma anche nelle strategie di ricavi (per esempio, servizi internet a pagamento vs gratuiti con *revenues* da pubblicità), scelte commerciali (vendita diretta vs canale strutturato) ecc.

Alle scelte del modello di *business* si lega la valutazione delle scelte di tecnologia. Da un lato, si può valutare il condizionamento del mercato per determinate scelte tecnologiche: una tecnologia può essere determinante per produrre una differenziazione di prodotto riconosciuta dal mercato (differenziazione tecnologica). Dall'altro, si deve valutare la minaccia di sostituzione da parte di nuove tecnologie, sapendo che il riposizionamento tecnologico assorbe ingenti investimenti e necessità di nuove competenze e tempi di apprendimento. Per cui, nel caso di un'azienda fortemente integrata, il cambiamento da una tecnologia di produzione a un'altra può essere molto dispendioso.

Infine, si effettua una revisione completa delle proprietà intellettuali, per assicurarsi che le differenziazioni tecnologiche siano riconosciute e protette.

4. Organizzazione

Analisi dell'organizzazione: valutazione della coerenza tra mercato, strategia e organizzazione, importante per comprendere la capacità dell'azienda di capire le esigenze del mercato e rispondere in tempi rapidi.

Può accadere che, nel corso della storia di un'azienda, avvenga una stratificazione organizzativa non efficiente, che risponde a motivi contingenti, oppure semplicemente che le esigenze di mercato cambino e la struttura organizzativa che l'azienda si è data non sia più adeguata: si cerca quindi di capire quali siano le possibili semplificazioni o revisioni strutturali, anche individuando assi di miglioramento sui principali processi aziendali.

5. Aree di miglioramento *stand-alone*

Si può migliorare la *performance* dell'azienda *target stand-alone* attraverso una sua differente gestione? Sì, se, in fase di *due diligence*, si comprendono nette aree di intervento e se abbiamo le competenze per sfruttare il potenziale inespresso dall'azienda *target*.

Un'area dove frequentemente è possibile intervenire per ottenere miglioramenti di *performance* con una buona probabilità di successo sono le *operations*; le aziende nel tempo spesso "si siedono", tendendo a non mantenere il massimo grado di efficienza produttiva possibile.

Le leve su cui agire sono *molteplici*: dal corretto dimensionamento della forza lavoro all'efficiente allocazione delle produzioni tra gli stabilimenti del gruppo (se sono più di uno), al miglioramento dei processi produttivi e logistici. Gli effetti in termini di riduzione di costo sono spesso molto rilevanti. È un intervento che può non essere subito accettato dalle persone che devono cambiare il loro modo di lavorare; occorre quindi una competenza manageriale forte, in termini di capacità di gestione del cambiamento e di coinvolgimento delle risorse, per implementare le azioni necessarie e tenere serrati e coordinati i tempi di passaggio dalla vecchia modalità operativa alla nuova.

6. Aree di *upside*

Come detto, sono le aree di ulteriore valore aggiunto che può nascere dall'aggregazione. Rimandiamo al paragrafo precedente, in cui abbiamo approfondito il loro significato e la loro valenza per le operazioni di M&A.

Modalità operative

In conclusione, ripercorriamo le modalità di svolgimento della *due diligence*. Le attività si dividono in *tre aree*.

a. Interviste a tutte le figure chiave

Col termine "figure chiave" si intende il complesso dei decisori aziendali. Sono solitamente la prima linea manageriale, ma, a seconda dei casi, possono essere effettuati dei carotaggi per intervistare personale anche della seconda e terza linea. Gli incontri sono *one-to-one*: da nostra esperienza, è l'unico modo per avere indicazioni significative (che difficilmente emergono da riunioni collegiali).

Inoltre, è importante vedere dal vivo sia la sede principale, ma anche la realtà delle sedi secondarie, stabilimenti produttivi e filiali commerciali: può sembrare strano, ma non è raro trovarsi di fronte ad acquisizioni in cui l'acquirente non abbia visionato le sedi dell'azienda *target*.

b. Analisi dei numeri dell'azienda

L'accesso ai numeri dell'azienda deve essere completo. Le analisi numeriche comprendono tutta l'azienda e devono restituire un panorama a 360° delle attività svolte, dei risultati conseguiti nelle singole funzioni aziendali e la loro evoluzione del tempo. Non ci si può limitare ai numeri di bilancio, ma si deve invece risalire ai *driver* che determinano i risultati economici; alcuni esempi possono essere: *report* di produzione con analisi delle inefficienze, *report* del fatturato con analisi degli scostamenti e dettaglio dei costi commerciali, analisi del magazzino e dell'obsolescenza, analisi dei crediti e dei debiti, componenti del costo del personale, analisi ed evoluzione dei costi G&A ecc.

c. Incontri con clienti/altri *partner* critici dell'azienda

È indispensabile il confronto con il mercato, che può fornire elementi di critica essenziali nella valutazione dell'azienda. Come detto, si deve incontrare un campione rappresentativo dei clienti dell'azienda *target*. Naturalmente la lista degli incontri viene fornita dal *management* dell'azienda: la raccomandazione è di scegliere un *campione realmente rappresentativo* delle varie tipologie di clienti e, nel contempo, di *non condizionare il contenuto delle interviste*, ma lasciare che facciano emergere aspetti positivi e anche negativi (sapere fare emergere gli elementi di criticità è uno dei compiti dell'intervistatore, con la collaborazione dell'intervistato).

A seconda dei casi, oltre ai clienti, si individuano alcuni *partner* strategici, che rivestono un ruolo di particolare importanza per l'azienda *target*, per conoscere meglio le criticità che rilevano dalla loro posizione: un esempio può essere il caso di un'azienda meccanica con un monofornitore di un componente critico; in tale caso è bene conoscerne le caratteristiche, l'andamento economico e le intenzioni strategiche (vuole delocalizzare? In tal caso ci garantisce la fornitura? A che livelli di prezzo? ...).

Oltre ai *partner* dell'azienda, è opportuno avere confronti con esperti del settore che possano aggiungere un punto di vista competente e indipendente sull'azienda *target* e sulle dinamiche di mercato.

Da quanto esposto è evidente che la *due diligence* non può essere lasciata a un *team junior*, in quanto il lavoro di comprensione va ben al di là dell'analisi di uno *spreadsheet*. Al contrario, sono necessarie le *competenze*, ma soprattutto l'*esperienza* più *senior* di chi ha avuto la possibilità di confrontarsi più volte con questo tipo di lavoro. Il lavoro di *due diligence* pone chi la esegue di fronte a un'azienda nel suo complesso e servono vaste competenze per capirne le caratteristiche e le dinamiche fondamentali; allo stesso tempo è necessario individuare gli aspetti più critici, talvolta anche fungendo da forte stimolo alle riflessioni dei *manager*.



g

Il tutto in *tempi rapidi*: le tempistiche per decidere se chiudere o meno un *deal* sono sempre strette, in genere dalle 6 alle 8 settimane: senza la capacità di individuare in fretta i nodi da sciogliere, si rischia di arrivare alla fine del periodo di analisi senza ancora avere compreso quali siano gli “scheletri nell’armadio” dell’azienda sotto esame o, al contrario, senza averne riconosciuto correttamente i punti di forza.

Un’ultima considerazione va fatta sulla *post merger integration*: dopo avere effettuato le più approfondite analisi, essersi convinti di chiudere il *deal* e avere fatto la migliore acquisizione possibile, tutto questo non vale molto se non *si guida il processo di integrazione*, fondamentale

per fare emergere il valore delle sinergie derivanti dall’unione. È un *processo faticoso* che richiede dedizione, tempo ed energie; al contrario, molto spesso non è gestito, in quanto sottovalutato: i risultati, come sempre nel *business*, non arrivano mai da soli, ma solo se indotti dal lavoro continuo di qualcuno che se ne fa carico.

Per cui, concludendo, o l’*integrazione* diventa *uno degli imperativi strategici dell’acquirente* e si identificano uno o più “paladini” del processo (meglio se lo stesso CEO dell’acquirente), che spingono per portare a compimento l’unione con l’azienda acquisita, oppure il rischio di avere svolto un bellissimo quanto poco proficuo esercizio di stile risulta assai elevato.