



La *business due diligence*

Strumenti per la crescita delle imprese

**Vincenzo Ferragina
Matteo Mancaruso**
Partners KON
Dottori commercialisti
e revisori contabili

Svolgere una *business due diligence* significa adottare metodologie che consentano di rilevare sinteticamente le caratteristiche dell'attività di un'impresa e di rendere semplice la rappresentazione di una realtà complessa. Ciò richiede competenze ed elasticità, oltre che un'attitudine rara: sapere dialogare con l'imprenditore e "tradurre" le sue indicazioni in elementi tecnici.

Definizione

Fornire una definizione di *due diligence* non è semplice.

L'espressione "*due diligence*", termine composto proveniente dall'esperienza anglosassone che può essere tradotto con "dovuta diligenza", sta a indicare un processo finalizzato a indagare e accertare i contenuti di un'attività di impresa allo scopo di permettere una valutazione finale, analizzando lo stato dell'azienda, compresi i rischi di eventuale fallimento dell'operazione e delle sue potenzialità future. In particolare, si tratta dell'analisi di tutte le informazioni relative all'impresa oggetto dell'acquisizione, con particolare riferimento alla struttura societaria e organizzativa, al *business* e al mercato, ai fattori critici di successo, alle strategie commerciali, alle procedure gestionali e amministrative, ai dati economico-finanziari, agli aspetti fiscali e legali, ai rischi potenziali ecc.

In senso più lato, la definizione di *due diligence* potrebbe essere ricondotta alla diligenza normalmente dovuta dal professionista che ha ricevuto mandato per svolgere un incarico nell'ambito delle proprie competenze. Nel linguaggio corrente tale termine viene spesso utilizzato per evidenziare l'attività posta in essere dai consulenti, prima di concludere un contratto o un'operazione di acquisizione/fusione o altre operazioni aziendali (emissione di valori mobiliari, collocamento privato di

titoli, perizie di valutazione d'azienda ecc.). Un intervento di *due diligence* può essere richiesto in differenti situazioni, fra le quali:

- acquisizione di azienda;
- offerta pubblica di titoli;
- operazioni di *management by out*;
- ristrutturazioni finanziarie operate da istituzioni creditizie.

Da un punto di vista operativo, tale parola viene utilizzata soprattutto nell'ambito delle operazioni di acquisizione poste in essere dalle grandi imprese. In quest'ottica, la *due diligence* è un'attività che si avvale della raccolta e della verifica di informazioni di natura aziendale, patrimoniale, finanziaria, economica, gestionale e ambientale relativamente a un'azienda, o a un *panel* di aziende, oggetto di acquisizione o di possibile acquisizione, per la definizione di un quadro dettagliato della realtà indagata.

Tutte queste informazioni, quindi, rappresentano la base per le successive analisi necessarie, in primo luogo, all'identificazione della società *target* e, in seconda battuta, alla verifica della corrispondenza tra il valore complessivo dell'azienda e quello indicato dal soggetto venditore, con eventuali aggiustamenti al valore dichiarato a seguito dell'evidenza di differenze sostanziali che ne suggeriscano la riduzione. In sostanza, quindi, si può affermare che tutta l'attività di verifica svolta dai vari consulenti, in caso di acquisizione, ha quale obiettivo finale quello di determinare il corretto

valore (prezzo di cessione) dell'azienda individuata sul mercato come *target* ideale.

L'attività di verifica di *due diligence* è molto varia e può essere più o meno estesa a seconda che si tratti di una *full due diligence* o di una *limited due diligence*. Nel primo caso vengono analizzate tutte le aree di interesse aziendali (mercato, attività produttiva, finanziario, reddituale, patrimoniale, fiscale, legale) e il tempo richiesto per l'effettuazione delle procedure di verifica è elevato. Nel secondo caso, l'oggetto di indagine è limitato a uno o più dei profili sopra presentati (per esempio, può essere richiesta al solo fine di verificare l'effettiva redditività dell'impresa in comparazione con quella indicata dal venditore).

Obiettivi

L'effettuazione di una *business due diligence* permette di dare all'acquirente una visione completa dell'azienda oggetto di acquisizione e soprattutto dei suoi punti di forza e di debolezza. A tale proposito spesso si ricorre alle metodologie di analisi denominate "*swot analysis*" e "*pest analysis*", termine che riprende la loro origine anglosassone. In senso opposto, tale attività può essere vista anche come supporto a un eventuale venditore al fine di rendere appetibile il *business* oggetto dell'azienda e massimizzare quindi il valore da incassare.

Pertanto gli scopi di una *business due diligence* vengono determinati sulla base delle specifiche richieste avanzate dal cliente.

Più specificatamente gli obiettivi comuni alle attività di *due diligence* sono:

1. verificare che il *business* sia conforme a quello prospettato dal venditore;
2. verificare che l'investimento soddisfi i parametri dell'investitore;
3. identificare le diverse opportunità dell'azienda *target* per offrire al cliente un vantaggio competitivo;
4. verificare e controllare l'assunzione e l'esistenza dei rischi;
5. proteggere documenti, informazioni, note e appunti.

In merito al primo punto, l'attività che viene posta

in essere riguarda l'analisi del mercato e del settore in cui opera la società obiettivo, al fine di valutare la congruità dei *business* e le possibili sinergie emergenti nel caso in cui il *deal* andasse a buon fine. È in questa fase che viene quindi studiato il possibile vantaggio competitivo scaturente dall'operazione, sia che esso derivi da un'integrazione verticale sul mercato (si pensi a un'azienda produttiva che decide di acquistare un suo cliente grossista) sia da un'integrazione orizzontale (acquisto di un'azienda che opera sullo stesso mercato, ma in aree geografiche diverse) (*figura 1*).

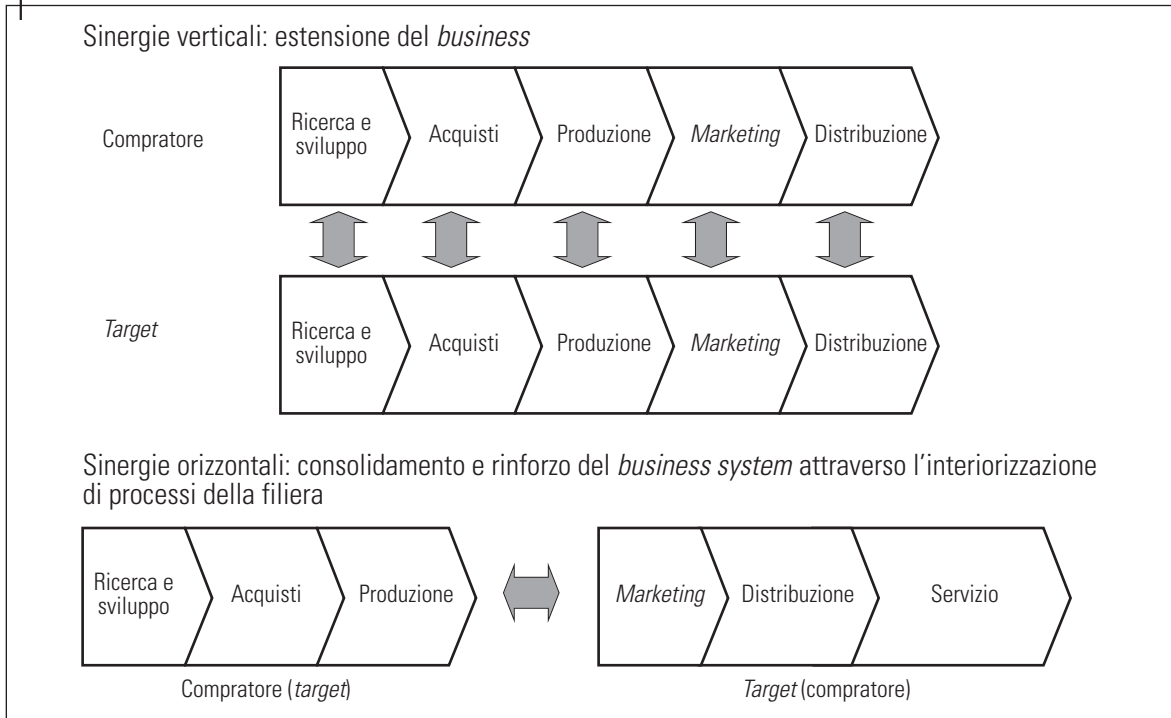
Ecco quindi che la *due diligence* deve anche evidenziare i fattori positivi, ossia le opportunità che l'acquirente può trovare nella società *target*. In quest'ottica essa deve portare all'identificazione di tutte le opportunità esistenti nel *business* indagato, in maniera tale da offrire al cliente un vantaggio competitivo rispetto ad altri concorrenti che abbiano già esaminato il *business*, ma non ne abbiano identificato le opportunità correlate.

Per quanto riguarda il secondo obiettivo, i parametri a cui si fa riferimento sono da ricondurre ai seguenti punti:

- le proiezioni di redditività futura;
- il tipo di *business*;
- l'andamento storico della redditività;
- il valore di libro dell'azienda rispetto al suo prezzo;
- gli indici finanziari;
- la qualità e il costo del *management*.

Tali parametri servono a dare una rappresentazione oggettiva dell'azienda *target* anche al fine di verificare la distanza con quelle che sono le attese del potenziale acquirente. In prima battuta, normalmente si fa riferimento a parametri *standard* (usati nella prassi o indicati direttamente dall'acquirente) che devono essere verificati nel corso delle perizie effettuate per essere poi indicati nel *report* finale. Molto spesso però, a seguito dei risultati delle analisi, risulta opportuno formulare parametri diversi da quelli *standard*, anche perché quelli fissati dall'acquirente non sempre risultano esauritivi o idonei a evidenziare l'attività e le *performance* presenti o prospettiche dell'azienda *target*. Preme qui accennare brevemente come un obiettivo comune a tutte le *due diligence* sia il controllo

Figura 1



dell'assunzione dei rischi. È ovvio infatti che l'acquirente vuole verificare quali rischi e quali passività dovrà assumere nel caso in cui rilevi l'azienda *target*. L'assunzione dei rischi e l'evidenziazione delle passività diventa quindi una componente fondamentale nella definizione del prezzo di acquisto, che risulterà determinato come pari al valore patrimoniale dell'azienda acquisita, ma al netto del valore delle responsabilità che deriveranno o potranno derivare sull'azienda stessa per accadimenti e fatti posti in essere dalla gestione antecedente la compravendita.

In sintesi, la *due diligence* deve essere in grado di valutare i benefici e le responsabilità che possono derivare dall'acquisizione mediante la verifica di tutti gli aspetti rilevanti del passato, del presente e anche del futuro prevedibile dell'azienda acquisita.

Fasi del processo

Dopo avere definito gli obiettivi, risulta necessario individuare le fasi che devono essere seguite per

realizzare una completa *business due diligence*. Il suo processo prende avvio dall'incontro preliminare con il cliente e si articola nei seguenti punti:

1. predisposizione della proposta e accettazione da parte del cliente;
2. pianificazione dell'intervento di *due diligence* e raccolta delle informazioni necessarie per l'analisi;
3. esecuzione dell'intervento di *due diligence*;
4. evidenziazione dei rilievi più importanti emersi durante le verifiche in documento riservato (*executive summary*);
5. discussione dei rilievi emersi con il cliente;
6. consegna del *report* finale al cliente.

Nel corso dei primi incontri, i responsabili della *due diligence* contattano il potenziale cliente al fine di determinare l'oggetto dell'attività di *due diligence*, gli obiettivi e i parametri/procedure di analisi richiesti, oltre alla durata di esecuzione dell'attività e della consegna del *report* finale.

Successivamente viene formalmente elaborata la proposta di mandato da sottoporre al vaglio del cliente. Tale documento deve indicare l'obiettivo dell'incarico, il lavoro e le procedure da eseguire,

la limitazione delle responsabilità del *team* di *due diligence*, il tempo occorrente per l'esecuzione dell'incarico, gli onorari e i criteri con i quali tali onorari vengono determinati.

È necessario poi procedere alla pianificazione dell'intervento di *due diligence* e alla raccolta delle informazioni. Sarà quindi necessario individuare il numero e le competenze delle persone che devono eseguire l'attività di *due diligence*, ossia le risorse umane indispensabili per l'esecuzione dell'incarico. Le persone alle quali viene affidato l'incarico devono avere competenze specifiche nelle diverse aree di verifica della *due diligence*. Normalmente viene impiegato personale che ha maturato esperienza pluriennale sul campo e anche esperienze professionali in operazioni straordinarie di *merger and acquisition*.

Effetti dell'attività

Per quanto riguarda l'esecuzione dell'intervento di *due diligence*, occorre precisare che l'attività può essere posta in essere sia prima dell'acquisizione dell'azienda oggetto dell'indagine, sia in una fase successiva, cioè ad acquisizione già intervenuta. Il momento in cui ha luogo l'attività di *due diligence* ne modifica finalità ed effetti. Infatti, mentre la *pre-acquisition due diligence* può influenzare direttamente le trattative in essere fra acquirente e venditore e pesa quindi sulla decisione finale di acquisto, la *post-acquisition due diligence* non può influenzare la trattativa di acquisto, ma svolge solo una funzione di assistenza o di consulenza al cliente. In particolare, la *business due diligence* viene quasi sempre posta in essere in fase pre-acquisizione. Come già descritto, una volta individuato il potenziale *target*, gli effetti di tale attività possono essere così evidenziati:

1. rettifica del prezzo;
2. modifica dell'oggetto della transazione;
3. inserimento nel contratto di garanzie idonee per tutelarsi da eventuali passività future;
4. suggerimenti operativi utili per l'integrazione;
5. blocco delle trattative.

È importante sottolineare subito che l'ipotesi del blocco delle trattative si verifica quando nell'inter-

vento di *due diligence* emergono passività potenziali e rischi per il compratore di molto superiori alle opportunità ottenibili dall'acquisizione del *business*. Occorre chiarire anche che nell'ambito delle attività di pre-acquisizione rientra una prima fase negoziale che si concretizza in una valutazione di stima dell'azienda e nel correlato prezzo di acquisto. In seguito all'intervento di *due diligence* possono emergere problematiche sia di valutazione sia di passività latenti. Tali elementi possono indurre il potenziale cliente a chiedere una rettifica del prezzo concordato e, nei casi più gravi, a interrompere il processo di acquisizione.

Nell'area della consulenza operativa occorre rilevare che, nell'ambito di un intervento di *due diligence*, possono emergere aspetti non così critici da determinare l'interruzione delle trattative, ma importanti per valutare la difficoltà del periodo d'integrazione della società acquisita. A titolo esemplificativo, l'assenza o la presenza di un efficiente flusso di informazioni che percorre tutte le funzioni aziendali, diverso da quello utilizzato dal potenziale acquirente, potrebbe non essere un ostacolo alla conclusione della transazione. Tale informazione consente però al cliente di valutare le difficoltà organizzative e d'integrazione, nonché gestionali del nuovo *business*.

Aree di analisi

L'analisi delle informazioni porta ad approfondire le caratteristiche dell'azienda *target*. In particolare, le aree oggetto di approfondimento di una *business due diligence* sono solitamente le seguenti:

- a. *business*: l'analisi si concentra sul prodotto e sul mercato;
- b. struttura: l'analisi concerne le divisioni, gli organigrammi, le procedure, il *management*, l'*information*, l'ambiente EDP. L'analisi dell'area gestionale ha quale obiettivo la valutazione delle capacità professionali del *management* e dei risultati che tale *management* consente di raggiungere;
- c. personale: l'analisi concerne la valutazione del *management*, l'individuazione delle persone chiave all'interno dell'azienda, la motivazione del personale, la cultura manageriale e quella aziendale.

Tali elementi sono necessari per valutare la capacità d'integrazione *post* acquisizione da parte dell'acquirente;

d. posizione finanziaria: l'analisi attiene ai flussi di cassa (*cash flow*), alla tipologia d'investimento, alla metodologia di raccolta.

Successivamente all'attività di verifica è necessario riportare i rilievi emersi e i dati raccolti nella relazione che dovrà essere consegnata al cliente. Pertanto, finita l'attività di controllo, inizia quella della stesura del *report* definitivo.

Prima della consegna del *report* definitivo al cliente, deve essere elaborato un documento informativo denominato "*executive summary*", nel quale vengono messi in risalto i rilievi e i dati più importanti emersi nel corso dell'indagine. Tale documento non è di per sé esaustivo, pertanto è necessario consultarlo facendo riferimento anche al *report* finale e attraverso i correlati allegati e le tabelle esplicative e riepilogative. A tale fine nel documento vengono evidenziate le relative sezioni del *report* cui si riferisce il rilievo indicato nell'*executive summary*.

Scendendo nel dettaglio, le diverse aree di interesse che l'attività di *business due diligence* va a esaminare sono le seguenti:

1. la storia e la descrizione della società;
2. il *management* e le risorse umane;
3. l'organizzazione, il controllo e la cultura aziendale;
4. il mercato e i concorrenti;
5. i clienti e i fornitori;
6. i prodotti, i processi di produzione, il *know how*;
7. la legislazione del settore e le sue probabili evoluzioni.

In merito al primo punto, l'intervento è finalizzato a ricercare informazioni sulla fondazione della società, sui soci fondatori, su eventuali modifiche della compagine societaria, su eventuali operazioni straordinarie poste in essere durante la vita della società. Inoltre vengono analizzati ulteriori elementi che riguardano la struttura del capitale (in termini di identificazione dei soggetti proprietari dell'azienda *target*), la tipologia di azioni esistenti e di diritti di opzione, l'esistenza di prestiti obbligazionari o di altri titoli di credito.

Con riferimento all'organizzazione della società,

gli aspetti oggetto di indagine concernono la dimensione societaria, l'attività svolta dalla società e dalle divisioni che la compongono, gli obiettivi perseguiti dalla società, l'immagine che essa ha sul mercato e anche quella che potrebbe essere sviluppata.

È di tutta evidenza che diventa quindi essenziale anche una verifica della cultura organizzativa e degli aspetti a essa correlati, quali:

- l'accentramento del potere decisionale;
- l'indipendenza delle unità d'affari;
- le relazioni fra la direzione e l'operatività;
- il clima e la cultura aziendale;
- l'esistenza di posizioni di livello intermedio che agiscono quale filtro fra la direzione e i soggetti operativi.

Un elemento di analisi fondamentale riguarda il *management* della società e le risorse umane. Ovviamente si tratta di informazioni difficilmente ottenibili senza il consenso della controparte venditrice, ma ciò che qui preme sottolineare è che spesso i risultati aziendali sono attribuibili al *management* esistente, alle sue capacità e a quelle delle altre risorse umane che occupano posizioni chiave all'interno dell'azienda.

Ecco quindi la necessità di redigere un organigramma aziendale che evidenzii tutti i livelli presenti, le loro mansioni e le loro responsabilità funzionali e di linea di direzione, il CED e il sistema contabile esistenti. Diventa necessario, inoltre, effettuare una valutazione del rischio che il *management* presente nelle funzioni critiche possa lasciare l'azienda e delle conseguenze che questo avrebbe sui risultati della società. Unito a questo, l'analisi deve procedere nella valutazione delle retribuzioni esistenti, dei piani di incentivi (presenza di *stock options*), di eventuali situazioni di conflitto di interessi, del *turnover* del personale, delle condizioni del lavoro (di sicurezza e ambientali) e dei rapporti con le organizzazioni sindacali esistenti. Anche la verifica della cultura aziendale esistente presso la società *target* è fondamentale, in quanto eventuali operazioni di acquisizione o di fusione possono fallire anche a causa delle differenti culture aziendali esistenti fra compratore e venditore.

Come già anticipato, punto fondamentale della

business due diligence risulta essere l'analisi del mercato di riferimento, dei concorrenti attuali e potenziali e dei clienti nelle scelte dell'acquirente, in quanto permette di definire il posizionamento dell'azienda e la sua forza in termini relativi rispetto agli altri attori presenti sul mercato. A tale fine, è utile seguire lo schema di analisi delle cinque forze competitive proposto da Porter, ovvero:

- intensità della concorrenza;
- minaccia di nuovi soggetti economici che entrano nel mercato;
- minaccia di nuovi prodotti;
- potere negoziale dei fornitori;
- potere negoziale dei clienti.

Subito dopo il mercato, è fondamentale l'analisi dei prodotti, dei processi di produzione e del *know how* a disposizione dell'azienda *target*. In merito ai prodotti è necessario studiare e verificare le principali fasi del ciclo di vita del prodotto e cioè introduzione, crescita, maturità e declino, proprio al fine di capire quale è la redditività potenziale degli stessi o se invece ci sono investimenti necessari da effettuare. A tale proposito risulta importante determinare il *marketing mix* del prodotto basato sulle macrovariabili (le note "4 P"):

- prodotto;
- prezzo;
- punto di vendita;
- produzione.

È chiaro come la variabile principale del *marketing mix* è costituita dal prodotto, nel quale trova espressione l'offerta tangibile che l'impresa presenta al mercato e che include le caratteristiche del prodotto stesso, la confezione, la marca e i servizi accessori.

Il punto fondamentale dell'analisi dell'area prodotti può configurarsi nella valutazione della vita utile del mercato o della crescita potenziale dei prodotti in portafoglio. Uno strumento utile per analizzare la posizione dei prodotti dell'impresa nel mercato è la matrice. Infatti tale rappresentazione consente di determinare, contestualmente al ciclo di vita del prodotto, la posizione occupata dai prodotti dall'impresa rispetto al mercato globalmente considerato, anche attraverso la definizione della quota di mercato detenuta da quest'ultima. In ultima analisi, oltre al prodotto, devono essere

valutati anche i servizi accessori a questo, ovvero servizi particolari ai quali si accede comprando il prodotto, l'assistenza *post* vendita, la rintracciabilità dei pezzi di ricambio, i servizi di manutenzione e le garanzie offerte sul prodotto.

Conclusioni

È indubitabile che il processo di *business due diligence* (ma tutta l'attività di *due diligence* in generale) è un processo di indagine faticoso, complesso, sotto certi aspetti anche professionalmente "scomodo": non è semplice identificare in modo lucido e soprattutto con il dovuto risalto le aree di criticità di una operazione e ancora più difficile può rivelarsi il dovere frenare l'eventuale processo di acquisizione dinnanzi alla pressione di altri soggetti coinvolti nell'operazione, soprattutto se questi soggetti hanno particolare peso nelle decisioni aziendali.

Spesso, infatti, il desiderio di chiudere velocemente una transazione e la possibilità di raggiungere un obiettivo prefissato in uno specifico piano di crescita industriale possono portare a sottovalutare, più o meno consciamente, determinati profili problematici emersi in sede di *due diligence*.

Nonostante tutto ciò, chi è tenuto alla redazione del *due diligence report* deve sforzarsi di evidenziare con il dovuto risalto dette rilevanti criticità, insieme con i suggerimenti per cercare di ridurre al minimo i rischi che ne potrebbero derivare. Tale attività, che richiede equilibrio e una ragionevole prudenza, deve essere effettuata con estrema attenzione e professionalità, cercando di spiegare nel dettaglio le ragioni che portano a sottolineare determinati rischi e fornendo al contempo tutte le informazioni e i suggerimenti utili al committente per permettergli di inquadrare al meglio la problematica, ma sempre evitando di travalicare i limiti e gli obiettivi del mandato ricevuto.

È infatti fondamentale tenere sempre presente che la decisione finale, rispetto alla prosecuzione o meno di una certa operazione, è comunque una scelta di natura imprenditoriale e come tale non spetta all'esecutore materiale della *due diligence*, ma al suo committente.