

## COMMITTENZA, AMBITI E FASI DELLA DUE DILIGENCE

**Prof. Marco Fazzini**, *Ordinario di Economia Aziendale, Università Europea di Roma, Dottore commercialista*

NEL PRESENTE CONTRIBUTO VIENE FORNITA UNA PANORAMICA SULLE DUE DILIGENCE. IN PARTICOLARE, SONO PRESE IN ESAME LE DIVERSE TIPOLOGIA DI COMMITTENZA, GLI AMBITI APPLICATIVI E LE FASI ATTRAVERSO CUI SI ESPLICA IL PERCORSO DI ANALISI.

**Key words:** due diligence, buy-side due diligence, vendor due diligence, full due diligence, limited due diligence, financial due diligence, due diligence fiscale, due diligence societaria, due diligence report.

### 1. Premessa

La due diligence aziendale consiste in un'indagine conoscitiva attraverso la quale sono raccolte informazioni su un'impresa, nell'ottica di accertarne lo "stato di salute" e, in particolare, per valutare in modo più consapevole le opportunità e le criticità in relazione a differenti ambiti.

Nel corso del presente volume sono forniti i principali strumenti necessari per realizzare una due diligence, anche se la varietà dei *business* e la complessità delle situazioni non consentono di circoscrivere, in un numero limitato di pagine, tutte le casistiche in cui è possibile imbattersi. Quanto contenuto nel prosieguo, rappresenta una *guideline* utile per inquadrare e approfondire un ampio numero di tematiche, ma tale *guideline* deve essere integrata e adattata in funzione della sensibilità e dell'esperienza di chi conduce l'attività.

In linea di massima è possibile esaminare la due diligence in relazione a:

- la committenza e la tipologia di operazione;
- gli ambiti;
- le fasi.

### 2. La committenza e la tipologia di operazione

In termini generali, una due diligence è richiesta ogni qual volta un soggetto desidera approfondire la conoscenza di un'impresa. La prassi solitamente distingue tra:

- due diligence per l'acquirente (*buy side due diligence*);
- due diligence per il venditore (*vendor due diligence*).

La **buy side due diligence** è svolta a beneficio di un soggetto che vanta un interesse economico nei confronti di un'impresa e che desidera disporre di tutte le informazioni necessarie per concludere un'acquisizione. In questo ambito, può essere utile ricordare che la prospettiva può cambiare a seconda della natura di tale soggetto. Ad esempio, un investitore strategico (*corporate*) è interessato principalmente agli aspetti gestionali e, soprattutto, alle sinergie e ai benefici che da questi potrebbero derivare. Un investitore finanziario è invece più focalizzato sull'attitudine ad assicurare un'adeguata remunerazione del capitale nel medio periodo e a generare sufficienti flussi di cassa per salvaguardare la *way out*.

#### MILANO

Via Vittor Pisani 28 | 20124 Milano  
T +39 02 6739771 | F +39 02 67397799

#### FIRENZE

Via G. Garibaldi 15 | 50123 Firenze  
T +39 055 2398430 | F +39 055 264355

Non si tratta di visioni antitetiche, bensì complementari, che tuttavia potrebbero influire sull'impostazione della due diligence e sull'interpretazione attribuita alle informazioni raccolte.

La **vendor due diligence** consiste invece in un'indagine promossa dal soggetto stesso che intende cedere un *business*, al fine di rendere più trasparente e rapido il processo di vendita. Nella realtà, si tratta di una fattispecie più rara della precedente, anche perché è improbabile che l'acquirente recepisca *tout court* i valori contenuti in una due diligence richiesta dal venditore: un possibile esito, in una tale fattispecie, è quello di una doppia verifica, che non favorisce la velocità di esecuzione del deal e si risolve spesso in una duplicazione di costi.

Senza pretesa di esaustività, i casi in cui una due diligence può essere necessaria sono riconducibili a:

- a) iniziative in cui si configura una transazione economica che ha ad oggetto l'acquisto, la cessione o lo scambio di quote. Ad esempio: affitti e compravendita di aziende e di rami d'azienda, operazioni di finanza straordinaria, compravendita di partecipazioni;
- b) transazioni che hanno ad oggetto lo scambio di beni o servizi. Ad esempio, una fornitura protratta nel tempo, potrebbe essere preceduta da una due diligence finalizzata ad accertare la capacità dell'acquirente di fare fronte alle proprie obbligazioni, nonché l'adeguatezza delle garanzie prestate. In termini più ordinari, anche la semplice richiesta di informazioni a operatori specializzati (quali Cribis, Cerved, Centrale Rischi, ecc.) costituisce, a ben vedere, una forma di due diligence, seppur sintetica;
- c) operazioni in cui è richiesta la valutazione di un'azienda o di un ramo di essa;
- d) erogazione di finanziamenti, il cui esito positivo è condizionato da una due diligence volta a verificare la solidità della struttura

finanziaria e le ipotesi contenute nel *business plan*;

- e) contenziosi aventi ad oggetto la quantificazione di un danno;
- f) accesso a una procedura concorsuale, al fine di accertare l'astratta possibilità di soddisfare il ceto creditorio e selezionare così l'istituto più idoneo.

---

### 3. Gli ambiti della due diligence

---

Gli ambiti cui è rivolta una due diligence possono variare in funzione delle caratteristiche del *business*, delle esigenze della committenza, dei tempi richiesti per il perfezionamento del *deal* e da tante altre situazioni contingenti, che in astratto è complesso sintetizzare.

In linea di massima, si distingue tra:

- **full due diligence**, quando è commissionata un'analisi esaustiva, volta ad approfondire tutti gli aspetti della gestione;
- **limited due diligence**, quando è invece richiesto un *focus* su alcune aree specifiche, con l'intento di investigare specifiche criticità.

La *limited due diligence* solitamente è richiesta quando il committente possiede una buona conoscenza del *business* e della società (ad esempio, in quanto socio, fornitore, *competitor* diretto, ecc.) e desidera acquisire un maggior grado di dettaglio su specifiche tematiche.

È buona norma che il perimetro della due diligence sia comunque concordato assieme all'*advisor*, soprattutto perché un'impresa non è composta da compartimenti stagni ed è frequente che una criticità possa riverberare i propri effetti su più livelli gestionali.

Gli ambiti in cui una due diligence può essere sviluppata sono i seguenti:

- **due diligence contabile** o **financial due diligence**, con l'intento di approfondire le informazioni di natura patrimoniale, finanziaria ed economica, al fine di verificare le condizioni

operative di una società, di valutare la qualità dei dati contabili e di identificare i rischi effettivi e potenziali;

- *due diligence legale o legal due diligence*, al fine di analizzare le situazioni giuridiche soggettive attive e passive (diritti, obblighi, oneri, soggezioni, interessi legittimi, aspettative di diritto e così via) di cui sia titolare la società, evidenziando le criticità esistenti, nell'ambito dei relativi rapporti;
- *due diligence fiscale*, con l'obiettivo di individuare operazioni o rapporti societari non *compliant* con la normativa nazionale e sovranazionale e che potrebbero dare luogo a responsabilità, a contenziosi e a violazioni sanzionabili;
- *due diligence giuslavoristica*, per verificare il rispetto o meno della normativa in materia di lavoro e previdenziale, nonché il rischio di contenziosi;
- *due diligence ambientale*, nell'ottica di esprimere un parere di conformità alla normativa ambientale vigente e di individuare i potenziali rischi e costi connessi alle attività attuali e pregresse, che possono costituire o aver costituito un potenziale impatto sull'ambiente;
- *due diligence operativa*, al fine di verificare lo stato di salute dei processi coinvolti nella creazione di valore, la coerenza tra scelte di investimento e organizzazione dell'infrastruttura e l'integrazione dei processi operativi.

A queste si aggiunge la *business due diligence*, che consiste in un approfondimento delle caratteristiche della società e del gruppo, del mercato di riferimento, del posizionamento competitivo, della strategia e del *business model*. Tale indagine richiede una serie di verifiche che sono difficilmente astrabili, in quanto dipendono dalle caratteristiche del settore e del modo con cui l'impresa interagisce con il contesto economico.

Un tema particolare concerne la due diligence nelle imprese in crisi, soprattutto nella fase prodromica alla selezione dell'istituto giuridico potenzialmente idoneo ad assicurare la prosecuzione dell'attività aziendale e a conseguire la migliore soddisfazione possibile per il ceto creditorio.

Non meno rilevante è la due diligence di imprese che non svolgono un processo produttivo, ma che erogano servizi.

Da quanto precede, emerge con una certa chiarezza che un solo soggetto potrebbe non essere in grado di assolvere ad una *full due diligence*, in quanto il livello di professionalità richiesto per ciascun ambito impone competenze specifiche, che solo raramente possono essere individuate in un solo studio o in una sola società di consulenza.

Per questa ragione, può essere opportuno dare mandato a un soggetto di assolvere alla funzione di coordinatore delle attività di due diligence, lasciando che i singoli approfondimenti siano effettuati da coloro che sono in possesso di specifiche competenze.

In questo ambito occorre che il professionista incaricato abbia ben presente le responsabilità e i risvolti di natura penale derivanti dalla sua attività.

---

#### 4. Le fasi della due diligence

---

La due diligence non risponde a un processo codificato e, pertanto, non si può definire una scansione di attività da svolgere secondo una preordinata sequenza. Nel prosieguo sono sinteticamente delineati i passaggi più comunemente riscontrabili a livello operativo nel caso di due diligence che hanno ad oggetto la compravendita di aziende o pacchetti partecipativi. Essi sono:

- 1) la formalizzazione dell'incarico di due diligence;
- 2) lo svolgimento della due diligence;
- 3) la predisposizione del *report* finale.

La **formalizzazione dell'incarico** di due diligence ha ad oggetto la definizione dei rapporti tra il committente e il professionista incaricato. Al di là delle pattuizioni che riguardano i rapporti economici tra le parti, essa deve chiarire in modo inequivocabile:

- le finalità e l'oggetto della due diligence (*full o limited*); soprattutto nel caso di *limited due diligence*, è bene inquadrare con attenzione gli ambiti oggetto di indagine, definendo anche il livello di approfondimento richiesto e l'eventuale omissione concordata di alcune verifiche; il professionista deve essere consapevole del fatto che la responsabilità per il suo operato può rilevare non soltanto in sede civile, ma anche in sede penale;
- i tempi entro i quali deve essere consegnato il *report* finale, oltre agli eventuali *feedback* intermedi (ad esempio all'esito di singole verifiche) che potrebbero essere utili al committente per assumere le proprie decisioni;
- la composizione del *team* che dovrà esaminare i diversi ambiti. Qualora tutti i professionisti facciano parte dello stesso studio o della medesima società di consulenza, è sufficiente un unico mandato; in caso contrario, è opportuno sottoscrivere un mandato per ogni *advisor*, specificando quali sono le aree di sovrapposizione e la relativa responsabilità.

Lo **svolgimento della due diligence** richiede poi un esame delle regole di ingaggio, definite dalle parti e contenute nella *letter of intent* (LOI) o nel

*memorandum of understanding* (MOU), e degli accordi specifici pattuiti nella lettera di riservatezza (*letter of confidentiality*).

In questa sede si ricorda che:

- l'accordo può prevedere che l'indagine sia limitata ad un set definito e vincolato di documenti, oppure basata su un set di documenti iniziale, che può essere integrato su richiesta della parte, qualora ricorra l'esigenza di ulteriori approfondimenti;
- l'analisi della documentazione può avvenire per mezzo di accessi diretti o di una data room virtuale.

Infine, il risultato dell'attività di due diligence confluisce nel *report*, generalmente accompagnato dall'*executive summary*.

Il **report** ha carattere analitico e costituisce il frutto dell'intera attività di acquisizione ed elaborazione delle informazioni assunte durante la fase investigativa. In particolare, i professionisti dovranno aver cura di indicare l'ambito delle verifiche svolte, dando evidenza alle informazioni raccolte e, in generale, a quanto abbiamo potuto (od anche non siano riusciti ad) apprendere durante l'attività di indagine, peraltro indicando anche il periodo in cui essa ha avuto luogo.

L'*executive summary* è un prospetto di sintesi, all'interno del quale vengono inserite unicamente le informazioni rilevanti per l'operazione da porre in essere ed i principali fattori di rischio ai quali essa può andare incontro.

Per saperne di più:

M. FAZZINI (2019), *Due diligence*, Milano, Wolters Kluwer.

