



Documento di ricerca n. 185

Financial Due Diligence: caratteristiche e inquadramento nel contesto dell'attività del revisore contabile

Obiettivo del documento è quello di fornire al soggetto che presta il servizio di "*financial due diligence*" (sia esso la società di revisione o un'entità aderente al *network* a cui la stessa aderisce) linee guida utili per lo svolgimento di tale attività, stante l'assenza di un preciso inquadramento nel corpo degli *standard* professionali di riferimento. A questi fini, il presente Documento riassume le principali caratteristiche dell'attività di *financial due diligence* sulla base di quanto desumibile nella prassi professionale nazionale ed internazionale.

Il documento fornisce anche l'analisi delle tematiche di indipendenza applicabili alla società di revisione incaricata di svolgere la "*due diligence*", e/o alle entità aderenti alla Rete della stessa.

Ottobre 2014

FINANCIAL DUE DILIGENCE: CARATTERISTICHE E INQUADRAMENTO NEL CONTESTO DELL'ATTIVITÀ DEL REVISORE CONTABILE**1. SCOPO DEL DOCUMENTO**

Obiettivo del documento è quello di fornire al soggetto che presta il servizio di “*financial due diligence*” (sia esso la società di revisione o un’entità aderente al *network* a cui la stessa aderisce – nel seguito la “Rete”)¹ linee guida utili per lo svolgimento di tale attività, stante l’assenza di un preciso inquadramento nel corpo degli *standard* professionali di riferimento. A questi fini, il presente Documento riassume le principali caratteristiche dell’attività di *financial due diligence* (nel seguito anche “*due diligence*”) sulla base di quanto desumibile nella prassi professionale nazionale ed internazionale.

Il documento fornisce anche l’analisi delle tematiche di indipendenza applicabili alla società di revisione incaricata di svolgere la “*due diligence*”, e/o alle entità aderenti alla Rete della stessa.

2. DEFINIZIONE GENERALE DI “DUE DILIGENCE”²

La *due diligence* è un’attività volta a fornire un quadro conoscitivo sull’oggetto della stessa *due diligence*:

- attraverso lo svolgimento delle attività indicate dal soggetto conferente l’incarico;
- mediante la raccolta di dati ed informazioni, concordati di volta in volta con il soggetto conferente l’incarico e forniti dall’entità oggetto della transazione. Tali dati e informazioni sono:
 - (i) assoggettati ad analisi di ragionevolezza e coerenza da parte del soggetto incaricato dell’attività di *due diligence*;
 - (ii) organizzati e presentati dal soggetto incaricato dell’attività di *due diligence* in modo da fornire il quadro conoscitivo richiesto;
- anche tramite considerazioni di merito su alcuni aspetti specifici concordati con il soggetto conferente l’incarico;
- senza espressione di un giudizio professionale o conclusione in accordo con i principi professionali nazionali o internazionali (ISA, ISRE e ISAE).

¹ Si segnala che, nella prassi frequentemente adottata nell’ambito dei *network* di appartenenza delle società di revisione, l’attività di *due diligence* può essere resa anche da entità diverse dalla società di revisione, specializzate nello svolgimento di tali attività professionali.

² Con il termine anglosassone *due diligence* ci si riferisce generalmente alla diligenza che ci si aspetta sia esercitata da un potenziale investitore nell’esame delle opportunità e nella valutazione dei rischi che possono interessare una determinata operazione di natura commerciale.

Nell'ambito del processo di *due diligence*, il soggetto interessato a concludere una transazione commerciale (quale ad esempio acquisizione, cessione, fusione, altre operazioni di finanza straordinaria), per valutare i vantaggi ed i rischi connessi alla prospettata operazione, generalmente incarica una controparte terza affinché fornisca, ordinariamente mediante la predisposizione di un rapporto, informazioni utili al soggetto conferente l'incarico o ad un terzo interessato alla potenziale operazione.

Lo scopo di una *due diligence* è pertanto quello di migliorare il livello di trasparenza delle informazioni tra due o più categorie di soggetti (ad esempio, nelle operazioni di finanza straordinaria, il venditore e l'acquirente), nonché di individuare le opportunità ed i fattori di rischio legati ad una determinata transazione. L'estensione dell'attività di *due diligence* può variare, in maniera anche significativa, in funzione delle necessità conoscitive delle controparti interessate alla transazione, della tipologia di operazione (*asset vs. share deal*), dell'impianto di garanzie contrattuali che l'investitore pensa di poter negoziare e della disponibilità dell'entità oggetto della transazione (di seguito la "Target") a fornire le informazioni. Non è pertanto possibile definire a priori i confini e l'estensione di un incarico di *due diligence* che può variare in maniera apprezzabile in funzione delle circostanze.

La *due diligence* è quindi un processo di analisi effettuato generalmente da un soggetto terzo a favore di un altro soggetto interessato ad una transazione commerciale, con lo scopo di fornire informazioni che possono essere considerate nel processo di valutazione delle opportunità e dei rischi legati alla transazione. Nella prassi non è infrequente, in effetti, che la *due diligence* finanziaria metta in luce rischi latenti e passività potenziali dei quali il soggetto che ha conferito l'incarico può tenere conto nell'eventuale implementazione di possibili salvaguardie.

Nel seguito vengono indicate le differenze che la *due diligence* presenta rispetto ad altri servizi riconducibili a standard professionali di riferimento.

La *due diligence* non deve essere confusa con la revisione contabile del bilancio.

La revisione contabile del bilancio è una verifica contabile che si conclude con il rilascio di una relazione da parte della società di revisione in cui viene espresso un giudizio sulla sostanziale correttezza della situazione economica, patrimoniale e finanziaria rappresentata in bilancio rispetto ai principi contabili di riferimento. Tale attività è svolta seguendo le regole contenute negli *standard* professionali per il perseguimento di precisi obiettivi indicati nel Documento 200³ dei principi di revisione. La principale differenza fra la revisione contabile del bilancio e l'attività di *due diligence* risiede, qualora quest'ultima abbia, secondo la classificazione di seguito indicata nel paragrafo successivo, natura finanziaria, nel fatto che la *due diligence* non ha tra i suoi obiettivi l'espressione di un giudizio sul bilancio della società. Un'altra importante differenza si sostanzia nel fatto che la revisione contabile del bilancio viene svolta sulla base di obblighi e regole definiti, mentre la *due diligence* non viene compiuta secondo uno *standard* di riferimento, ma alla luce di quanto concordato tra potenziale investitore e revisore incaricato.

La *due diligence* non è assimilabile alla valutazione d'azienda, che ha, invece, come obiettivo quello di determinare il valore economico della società oggetto dell'incarico, attraverso metodi e tecniche non applicati nel corso di una *due diligence*.

³ Documento 200 – Obiettivi e principi generali della revisione di bilancio “L'obiettivo della revisione contabile è di acquisire ogni elemento necessario per consentire al revisore di esprimere un giudizio se il bilancio sia redatto, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al quadro normativo di riferimento”.

Le principali caratteristiche che accomunano le *Agreed Upon Procedures* ad un incarico di *due diligence* possono essere sintetizzate come segue:

- l'ambito del lavoro viene definito e concordato con il soggetto che conferisce l'incarico di *due diligence*;
- le procedure richieste non costituiscono una revisione contabile completa, né una revisione contabile limitata secondo i principi di revisione italiani o internazionali;
- non viene espresso alcun giudizio professionale o conclusione in accordo con i principi professionali nazionali o internazionali (ISA, ISRE e ISAE);
- il risultato del lavoro svolto di entrambe le tipologie di incarico è sintetizzato in un report, benché differente nel contenuto e nella forma.

L'attività di *due diligence* e di *Agreed Upon Procedures* divergono peraltro sotto molteplici aspetti.

A tale riguardo si ricorda che le *Agreed Upon Procedures*, contrariamente alla *due diligence*, vengono svolte secondo uno specifico *standard* di riferimento (*International Standard on Related Services (ISRS) 4400*). Quanto alla *due diligence*, invece, si è già avuto modo di osservare che il soggetto chiamato al compimento di tale attività non avrà un principio professionale al quale riferirsi, ma sarà tenuto a modulare e compiere la propria attività alla luce di quanto concordato con il suo cliente e delle esigenze informative da quest'ultimo manifestate.

Si rileva inoltre che le due attività divergono anche in relazione al loro contenuto. Le *Agreed Upon Procedures* sono tipiche procedure di verifica applicate a singole voci di bilancio, mentre la *due diligence* consta di una serie di attività concordate con il cliente che mirano generalmente a fornire un quadro conoscitivo della Target.

La *due diligence* non può essere qualificata come un *Assurance Engagement*, in quanto essa non risulta soddisfare i requisiti e gli obiettivi propri di tali servizi⁴, il cui principio generale di riferimento, si ricorda, è rappresentato dall'ISAE 3000 - *Assurance Engagements other than Audits or Reviews of Historical Financial Information*.

In particolare, nell'ambito di un *Assurance Engagement* il soggetto che svolge l'incarico è chiamato ad esprimere un giudizio professionale o delle conclusioni sulla sostanziale correttezza di determinate informazioni finanziarie prospettiche o di informazioni non finanziarie rispetto a dei criteri di riferimento (*suitable criteria*). Tale incarico è svolto seguendo le regole dettate dal soprarichiamato principio internazionale. Come nel confronto con la revisione contabile completa o limitata del bilancio, anche in questo caso, la principale differenza rispetto all'attività di *due diligence* finanziaria risiede nel fatto che quest'ultima non ha tra i suoi obiettivi l'espressione di un giudizio professionale o conclusione sulle informazioni oggetto di analisi, né viene svolta secondo regole dettate da uno standard di riferimento.

⁴ A tale riguardo, occorre rilevare come i requisiti e gli obiettivi dei *Non Audit Assurance Engagement* siano comunque desumibili dalla definizione di "Assurance Engagement" cui fa riferimento l'ISAE 3000 - *Assurance Engagements other than Audits or Reviews of Historical Financial Information* e qui di seguito riportata:
“(a) Assurance engagement—An engagement in which a practitioner aims to obtain sufficient appropriate evidence in order to express a conclusion designed to enhance the degree of confidence of the intended users other than the responsible party about the outcome of the measurement or evaluation of an underlying subject matter against criteria.

3. CLASSIFICAZIONE DELLE *DUE DILIGENCE*

Le *due diligence* possono essere classificate in funzione dei seguenti elementi:

- soggetto che conferisce l'incarico: *buy side* (nel caso il soggetto conferente sia l'acquirente) o *sell side* (nel caso il soggetto conferente sia il venditore);
- tempistica di svolgimento: pre-acquisizione (se effettuata in sede di valutazione preliminare della fattibilità di una potenziale transazione), confirmatoria (quanto viene effettuata in prossimità della conclusione dell'operazione);
- oggetto dell'analisi: finanziaria, fiscale, legale, operativa, commerciale, etc.;
- modalità di accesso alle informazioni: accesso completo alla direzione della società Target e alle informazioni relative, accesso a selezionate informazioni disponibili in una *data room* (fisica o virtuale), accesso alle sole informazioni di dominio pubblico.

Effettuare una *buy side due diligence* significa raccogliere in modo strutturato una serie di informazioni finanziarie, patrimoniali, economiche e gestionali dell'entità oggetto della transazione al fine di permettere al potenziale acquirente di ottenere una buona comprensione della Target e di valutare al meglio la sua decisione d'investimento.

La *vendor due diligence* (o *due diligence sell side*) consiste invece in un incarico di *due diligence* che, pur essendo generalmente commissionato dal potenziale venditore o dalla Target, è sostanzialmente svolto nell'interesse e a beneficio del potenziale acquirente, tramite la predisposizione di un documento che illustri la performance storica e, in talune circostanze, prospettiva del Target sulla base di dati e di informazioni resi disponibili dal soggetto che ha conferito l'incarico di *due diligence*.

4. LE ATTIVITÀ SVOLTE NELL'AMBITO DI UNA *FINANCIAL DUE DILIGENCE*

Lo scopo della *due diligence* è quello di dare all'acquirente una visione completa, nei limiti dell'ambito di lavoro concordato, della Target, tenuto conto degli obiettivi perseguiti dal soggetto conferente l'incarico, quali, ad esempio:

- acquisizione di un quadro conoscitivo approfondito di quanto concordato con il soggetto conferente l'incarico;
- massimizzazione dell'apporto informativo che il soggetto conferente l'incarico potrà utilizzare al fine delle proprie autonome determinazioni;
- acquisizione di una conoscenza dei rischi.

Come già osservato, la *due diligence* si compone di una serie di attività e passaggi piuttosto articolati che nel loro complesso non fanno riferimento ad alcuno *standard* professionale specifico. È possibile, in linea di principio, identificare le fasi delle quali si può comporre una *due diligence*. Non è invece in astratto ipotizzabile il contenuto preciso di tali fasi, le quali variano necessariamente in base alle circostanze concrete e, più in particolare, alle richieste formulate dal soggetto conferente l'incarico. In tale contesto, si colloca anche l'eventuale *judgement* professionale che, a seconda delle richieste di attività ricevute, il soggetto incaricato dell'attività di *due diligence*, sulla base della propria esperienza e delle peculiarità del settore in cui opera la *target*, può apportare. Resta, peraltro, responsabilità ultima del soggetto conferente l'incarico la valutazione circa le attività da svolgere, che spesso risultano limitate dalle informazioni rese disponibili dal venditore, nonché dalle tempistiche del processo di vendita.

Le attività svolte generalmente includono anche procedure analitiche di comparazione dati (*analytical procedures*), interviste con la direzione (*inquiries*), analisi di coerenza logica, di ragionevolezza delle spiegazioni fornite. Ne deriva che i risultati della *due diligence* possono includere sia i cd. “*factual findings*”, tipici degli incarichi di *Agreed Upon Procedures*, sia altri elementi raccolti in via autonoma per finalità informative del soggetto conferente l’incarico, senza però che i dati e le informazioni analizzati e forniti siano oggetto delle procedure previste dai principi professionali di riferimento.

Le informazioni raccolte in sede di *due diligence* possono riguardare varie aree di interesse tra loro molto differenti. Si può trattare, ad esempio, di:

Aspetti contabili e finanziari:

- riscontro della posizione finanziaria netta;
- riscontro del capitale circolante netto (CCN);
- deviazioni dai principi contabili di riferimento o cambiamenti nei principi contabili applicati;
- analisi dei *cash flows* e della capacità della Target di generare o utilizzare flussi di cassa;
- impatto di recenti acquisizioni/dismissioni di controllate/divisioni/rami d’azienda sul fatturato, sui risultati operativi, sul circolante e sulla posizione finanziaria netta;
- analisi di transazioni con parti correlate;
- tematiche di sopravvalutazione / sottovalutazione delle attività patrimoniali;
- analisi di passività potenziali;
- analisi di rischi, garanzie o altre poste fuori bilancio.

Analisi del *business plan* e posizionamento prospettico nel mercato:

- analisi della composizione dei risultati operativi (EBITDA/EBIT) (al netto di elementi non ricorrenti e straordinari);
- confronto tra dati consuntivi e dati previsionali;
- interviste finalizzate all’acquisizione di informazioni sulle modalità di redazione del *business plan* predisposto dalla Target e/o dal potenziale venditore (conto economico prospettico, analisi dello stato patrimoniale prospettico, analisi dei flussi di cassa prospettici);
- analisi di sensitività sui dati previsionali.

4.1 Pianificazione

La pianificazione di dettaglio dell’attività di *due diligence* viene effettuata partendo (i) dalla corretta comprensione delle esigenze conoscitive del potenziale acquirente e (ii) dalla definizione degli obiettivi che il soggetto conferente l’incarico intende perseguire con il conferimento di un incarico di *due diligence*. A questo proposito, si ricorda che l’ambito del lavoro e la sua tempistica sono di responsabilità del soggetto che ha conferito l’incarico e normalmente sono negoziati tra potenziale acquirente e venditore, anche in considerazione delle informazioni che saranno rese disponibili da quest’ultimo e delle tempistiche previste della transazione. La portata della *due diligence* è di regola definita da colui che conferisce l’incarico in funzione della sua esperienza, della sua conoscenza del business, delle caratteristiche della transazione e dell’impianto di garanzie contrattuali che egli stesso pensa di poter negoziare. I suddetti aspetti sono formalizzati in apposita lettera d’incarico. Tale lettera contiene principalmente i seguenti elementi:

- Natura dell'incarico;
- Dichiarazione che l'incarico non comporterà l'espressione di alcun giudizio;
- Tempistiche e modalità di svolgimento;
- Tipologia di documento che costituirà il report finale;
- Personale assegnato all'incarico;
- Onorari;
- Limitazioni alla responsabilità professionale dei soggetti che svolgono la *due diligence*;
- Descrizione delle procedure che verranno svolte (*scope of work*).

La precisa e dettagliata definizione dello *scope of work* è di fondamentale importanza per la delimitazione sia delle attività che delle responsabilità del soggetto incaricato allo svolgimento della *due diligence*. Nel caso della *vendor due diligence*, l'ambito dell'incarico viene usualmente concordato tra il soggetto che conferisce l'incarico di *due diligence* e revisore in modo da coprire le aree considerate di interesse generale per i potenziali acquirenti e i loro finanziatori, senza necessariamente coprire le esigenze di un investitore o finanziatore specifico. Pertanto gli investitori (e i loro finanziatori) sono tenuti a prendere conoscenza dell'ampiezza del lavoro tramite la sottoscrizione di una lettera di *release* a beneficio del revisore, come illustrato più ampiamente nel successivo paragrafo 4.3, e a svolgere in modo indipendente ed autonomo le attività di approfondimento che ritengano necessarie.

4.2 La raccolta dei dati e delle informazioni

L'acquisizione dei dati finanziari e delle informazioni sulla Target avviene solitamente presso la sede della Target o attraverso l'accesso alla *data room* ovvero uno spazio (fisico o virtuale) nel quale la Target mette a disposizione la documentazione societaria necessaria allo svolgimento dell'incarico.

Ove disponibili, oltre al bilancio d'esercizio, il soggetto incaricato allo svolgimento della *due diligence finanziaria* di regola accede anche a delle informazioni prodotte con cadenza infrannuale costante derivanti dalla contabilità gestionale (*management accounts*) riconciliata con i dati di contabilità generale.

Generalmente il potenziale acquirente firma un accordo di riservatezza (*confidentiality agreement*) in cui le controparti si accordano affinché le informazioni che verranno scambiate siano utilizzate ai soli fini della transazione⁵.

Nel corso del processo di raccolta dei dati e delle informazioni l'incaricato allo svolgimento della *due diligence*, se ha accesso alla Target, può effettuare incontri e interviste con il management della Target al fine di ottenere una migliore comprensione della realtà oggetto di acquisizione e le spiegazioni e delucidazioni utili sugli aspetti particolarmente critici e importanti che possono essere di interesse del soggetto conferente l'incarico ai fini della transazione. E' prassi di mercato che l'accesso ai documenti e al management siano svolti nell'ambito del processo di vendita definito dalle parti o stabilito dal venditore e questo può condizionare la tipologia delle informazioni raccolte nell'ambito dell'attività di *due diligence*. Qualora lo svolgimento della *due diligence* sia limitato da determinate condizioni, quali ad esempio restrizioni durante l'accesso alla documentazione, l'incaricato allo svolgimento della *due diligence* potrà evidenziare nel proprio rapporto la portata di tali limitazioni.

⁵ Tale impegno di riservatezza potrebbe essere richiesto anche all'incaricato allo svolgimento della *due diligence*.

Nell'allegato A al presente Documento di ricerca viene esemplificato il processo di analisi delle informazioni e dei dati ottenuti nell'ambito della *due diligence* finanziaria.

Durante la fase di raccolta dei dati e delle informazioni è prassi prevedere periodici aggiornamenti tra colui che ha conferito l'incarico e il soggetto da questi incaricato allo svolgimento della *due diligence* circa la disponibilità dei dati e la richiesta di spiegazioni sui dati messi a disposizione dalla Target. Nel corso di tali aggiornamenti l'incaricato allo svolgimento della *due diligence* provvede ad informare il soggetto richiedente tale attività sulle maggiori criticità rilevate. Resta ovviamente ferma ogni responsabilità di colui che ha conferito l'incarico di trasporre quanto rilevato dal soggetto incaricato allo svolgimento della *due diligence* nella definizione delle garanzie contrattuali o nello svolgimento di approfondimenti che possono richiedere anche l'intervento di specialisti di settore.

4.3 Il rapporto finale di *due diligence*

Il rapporto finale di *due diligence* contiene i risultati emersi dallo svolgimento delle procedure/analisi compiute, risultati che non sono formulati secondo uno standard professionale.

Il rapporto di *due diligence* è organizzato in funzione delle aree di indagine e di quanto concordato con il soggetto conferente l'incarico nella lettera di incarico. Sebbene il rapporto sia differente da incarico e incarico sulla base dell'approccio e del livello di analisi scelto dall'investitore, generalmente esso comprende le seguenti sezioni:

- lettera di accompagnamento o “*cover letter*”;
- limitazioni e modalità di svolgimento dell'incarico;
- “*executive summary*”: si tratta di una sezione introduttiva che sintetizza gli argomenti di maggior rilievo emersi dall'analisi, meritevoli, secondo il giudizio professionale del soggetto incaricato allo svolgimento della *due diligence*, di essere portati prioritariamente all'attenzione del soggetto conferente l'incarico e che possono essere d'ausilio nella formazione delle sue decisioni;
- corpo del report, in cui vengono descritti i dati raccolti e spiegate le analisi svolte;
- “*engagement letter*”;
- dettagli di supporto.

Il rapporto di *due diligence* viene solitamente inviato in bozza al soggetto conferente l'incarico in modo tale che esso possa costituire una base per la discussione degli elementi emersi nel corso dell'attività di verifica e recepire eventuali osservazioni dello stesso. Una volta recepiti i commenti e ottenuta l'approvazione da parte del conferente l'incarico si procede all'emissione della versione definitiva del rapporto.

Il rapporto di *due diligence* può essere inviato in bozza ai potenziali acquirenti (nel caso di *vendor due diligence*) sia ad ulteriori potenziali acquirenti (nel caso di *buy side due diligence*), previa firma di una “*release letter*” che specifichi, tra l'altro, che il report viene distribuito senza assunzione di responsabilità.

Tale rapporto può essere inviato anche agli enti finanziatori dell'operazione (o a terzi investitori) a patto che questi soggetti sottoscrivano la “*release letter*”, dal contenuto sopra indicato, a beneficio dell'incaricato allo svolgimento della *due diligence*, o una lettera di assunzione di responsabilità (“*assumption of duty letter*”), che limiti la responsabilità del soggetto incaricato allo svolgimento della *due diligence* in funzione degli accordi presi con il soggetto conferente l'incarico originario.

Nel caso in cui dopo la consegna del rapporto, ma prima della chiusura della transazione, il soggetto conferente l'incarico richieda ulteriori attività, ad integrazione delle analisi già svolte, è da ritenersi che queste rientrino nell'ambito dello svolgimento e completamento della *due diligence*.

Tale integrazione di attività generalmente comporterà un aggiornamento della lettera di incarico.

4.4 Attività diverse dalla *due diligence* successive alla chiusura della transazione

Il report di *due diligence* finanziaria può essere utilizzato e di utilità anche dopo la sua emissione e nelle fasi successive della transazione. A tale riguardo, si rammenta che, talvolta il rapporto di *due diligence* finanziaria viene impiegato da legali, fiscalisti, banche e altri consulenti per valutare i rischi e le circostanze ivi descritte al fine di decidere se e come strutturare la transazione o per modificare contratti in essere.

Dopo il completamento della *due diligence* e la chiusura della transazione, al revisore o ad una delle entità aderenti alla sua Rete potrebbe venire richiesto di svolgere ulteriori attività, che possono essere inquadrare come attività svolte in applicazione di standard professionali.

Ad esempio, lo SPA, "*Sale and Purchase Agreement*", ossia il contratto fra acquirente e venditore, può includere opportuni meccanismi di aggiustamento del prezzo basati su verifiche al *closing* o in date posteriori al *closing*. In tale contesto, il revisore potrebbe essere chiamato a svolgere attività di verifica sugli inventari fisici, procedure sul bilancio di cessione (*completion accounts*) o su singoli elementi dello stesso, o a verificare il rispetto dei livelli di capitale circolante contrattualmente previsti o le condizioni per l'applicazione dei meccanismi di aggiustamento prezzo. Inoltre, talvolta, per ridurre il rischio del compratore, gli accordi sottoscritti dalle parti possono prevedere un pagamento differito (clausole di *earn out*, aggiustamento prezzo, etc.), ovvero un pagamento parziale del prezzo al momento del *closing* e la restante parte al termine di un periodo variabile in ragione delle performance ottenute dalla società acquisita in un periodo prestabilito. In tali circostanze, il revisore può essere chiamato ad effettuare alcune verifiche sulle *performance post closing*.

Esulano dalla trattazione di questo documento quelle attività che non hanno le caratteristiche di finalità informativa ed ausilio al processo decisionale del potenziale investitore, quali, ad esempio, la volontà delle parti di delegare ad un terzo la definizione di elementi contrattuali ovvero arbitrati, risoluzione delle controversie per equità.

5. TEMATICHE DI INDIPENDENZA

5.1 Analisi della principale normativa di riferimento

L'analisi dei principi e degli standard italiani ed internazionali di riferimento in materia di indipendenza non evidenzia limitazioni specifiche allo svolgimento di attività di *due diligence* da parte del revisore e/o delle entità aderenti alla sua Rete.

Secondo i principi generali in materia di indipendenza rintracciabili nei suddetti standard italiani e internazionali, la sussistenza del requisito dell'indipendenza del revisore viene valutata alla luce dei seguenti profili generali:

- a) l'indipendenza mentale, da intendersi come l'atteggiamento intellettuale del revisore nel considerare solo gli elementi rilevanti per l'esercizio del suo incarico escludendo ogni fattore estraneo;

- b) l'indipendenza formale, da intendersi come la condizione oggettiva in base alla quale il revisore sia riconosciuto indipendente, vale a dire il fatto che il revisore non debba essere associato a situazioni o circostanze che siano di rilevanza tale da indurre un terzo ragionevole e informato a mettere in dubbio le capacità del revisore di svolgere l'incarico in modo obiettivo.

Anche i servizi di *due diligence* devono essere analizzati tenendo presente quanto sopra.

Secondo il documento "Principi sull'indipendenza del revisore" emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri e raccomandato dalla Consob con la Delibera n. 15185 del 5 ottobre 2005 ("Principio 100 o PR 100"), ad oggi ancora vigente, l'indipendenza del revisore può essere compromessa da diversi tipi di minacce, riconducibili a situazioni ambientali e personali che, agli occhi di un terzo ragionevole ed informato, possono incidere sull'obiettività del revisore.

Nel valutare la sua indipendenza in relazione alla prestazione di eventuali servizi diversi dalla revisione, il revisore deve prendere in considerazione tutte le circostanze che potrebbero determinare situazioni di minaccia, tra le quali rilevano in particolar modo potenziali conflitti di interesse suscettibili di influenzare lo svolgimento dell'attività di revisione e/o i risultati della stessa ed il rischio di auto-riesame (che si verifica quando il revisore si trova nella circostanza di dover svolgere attività di controllo di dati o elementi che lo stesso ha contribuito a determinare). Nella valutazione del rischio di compromissione dell'indipendenza si deve individuare la significatività delle suddette minacce, considerate sia isolatamente che nel loro insieme.

In relazione alla valutazione di tali rischi potenziali, come di seguito esposto, né nel quadro normativo italiano (costituito, ad oggi, dagli artt. 10 e 17 del D. Lgs. 39/2010, nonché dal Principio 100 e dal Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni), né in quello estero di riferimento (rappresentato dal Code of Ethics for Professional Accountants emanato dall'IFAC) vengono espressamente riconosciute situazioni di minaccia all'indipendenza connesse alla prestazione di servizi di *due diligence* contabile.

In ogni caso, alla luce delle caratteristiche, delle modalità operative e delle finalità della *due diligence*, come evidenziate nei precedenti paragrafi del presente Documento, appare utile esaminare il profilo inerente la sussistenza di una potenziale minaccia di conflitto di interesse in caso di svolgimento di tale servizio presso un soggetto sottoposto a revisione, vale a dire nei casi in cui la *due diligence* abbia per oggetto la società assoggettata ad *audit* da parte della società di revisione. Il rischio di potenziale conflitto di interessi può manifestarsi quando il team che svolge l'attività di *due diligence* sia composto dagli stessi professionisti che hanno partecipato alla revisione delle informazioni finanziarie utilizzate nell'ambito della *due diligence*. Il professionista che riceve l'incarico di *due diligence* potrebbe avere un conflitto di interesse in quanto potrebbe essere portato a confermare informazioni che aveva già analizzato nel corso del lavoro di revisione. Tale minaccia può essere affrontata approntando le opportune misure di salvaguardia attraverso la diversificazione dei team e dei responsabili dell'attività di *due diligence* e della revisione.

Il rischio di conflitto di interesse non si ritiene invece sussistere qualora il team che svolge l'attività di *due diligence* sia composto da professionisti che hanno partecipato o partecipano all'attività di revisione contabile di informazioni finanziarie del soggetto che conferisce l'incarico.

Sotto un diverso profilo, appare opportuno prendere in considerazione anche l'eventuale rilevanza della minaccia di auto-riesame. Come anticipato, tale minaccia all'indipendenza viene individuata dal Principio 100 quando *“il revisore si trova nella circostanza di dover svolgere attività di controllo di dati o elementi che lo stesso o altri soggetti appartenenti alla rete dello stesso hanno contribuito a determinare”*.

Lo IESBA Code of Ethics for Professional Accountants emesso dall'International Federation of Accountants (di seguito il “Codice”) definisce la minaccia di auto-riesame come segue : *“Self-review threat – the threat that a professional accountant will not appropriately evaluate the results of a previous judgment made or service performed by the professional accountant, or by another individual within the professional accountant’s firm or employing organization, on which the accountant will rely when forming a judgment as part of providing a current service.”*

Tenuto conto della natura tipica, delle modalità operative e delle finalità della *due diligence* rappresentate nei precedenti paragrafi del presente Documento, non si ravvisano in linea di principio rischi di auto-riesame nello svolgimento di tale servizio a favore di un soggetto sottoposto a revisione.

Sull'argomento anche il Principio 100 al paragrafo 5.7.2.3 cita l'attività di *due diligence* per escluderla dall'ambito di applicazione del rischio di auto-riesame in presenza di un servizio di valutazione. Il PR 100, infatti, nel riconoscere che esiste una minaccia di auto-riesame ogni volta che un revisore presta al soggetto sottoposto a revisione servizi di valutazione che si concludono con la definizione di valori destinati ad essere iscritti nel bilancio di quest'ultimo, precisa che gli incarichi relativi alla raccolta e alla verifica di dati destinati ad essere utilizzati da altri, anche in relazione ad eventuali attività valutative, non sono da considerarsi come servizi di valutazione ai fini dell'indipendenza e non presentano pertanto profili di criticità in materia di indipendenza del revisore. Vista la natura tipica del servizio di *due diligence*, volto per l'appunto all'analisi ed organizzazione di informazioni destinate ad essere utilizzate da altri, non sussiste il rischio che il servizio possa essere ricondotto nella categoria dei servizi di valutazione e quindi comportare un rischio di auto-riesame.

Anche il Code of Ethics a livello internazionale non individua specifici rischi connessi alla *self review* in presenza di servizi di *due diligence* contabile. Nel suddetto standard internazionale vengono infatti richiamate solo le *due diligence* legali (paragrafo 290.210 Legal services), ma con mero riferimento agli aspetti di indipendenza relativi ai servizi legali di supporto ad una transazione.

In sostanza, i documenti elaborati all'esito delle attività di *due diligence* non includono elementi valutativi predisposti per essere utilizzati dai loro destinatari ai fini e in relazione ai rispettivi bilanci e/o scritture contabili. Il patrimonio informativo raccolto e organizzato dal revisore (e/o dai soggetti della relativa rete) nel corso di un'attività di *due diligence*, infatti, ha la finalità di fornire a detti destinatari ulteriori elementi che vanno a completare il quadro informativo di cui gli stessi ritengono di necessitare nell'ambito dei propri autonomi processi di valutazione strategica di una data operazione. Tale quadro informativo risulta costituito da tutte le informazioni raccolte direttamente nel corso della propria attività di valutazione dell'operazione da parte dei soggetti conferenti l'incarico di *due diligence* e da quelle complessivamente fornite da tutti i consulenti coinvolti.

Al riguardo pare opportuno rilevare che i processi di valutazione strategica delle operazioni posti in essere da un normale investitore sono basati su una molteplicità di fattori (ivi incluse le strategie proprie degli investitori, i vantaggi strategici che detti investitori intendono realizzare

con l'operazione allo studio, ecc.) nell'ambito dei quali le informazioni raccolte e organizzate dal revisore (e/o dai soggetti della relativa rete) nel corso di un'attività di due diligence di regola rappresentano una parte non preponderante.

Avuto riguardo a quanto precedentemente illustrato, risulta altresì evidente che lo svolgimento di un'attività di *due diligence* contabile non comporta in alcun modo il coinvolgimento del revisore (e/o dei soggetti della relativa rete) nei processi decisionali dei destinatari dei relativi esiti.

Sulla base delle considerazioni che precedono, avuto riguardo alla natura dell'attività di *due diligence* in analisi, pare opportuno indicare talune caratteristiche di detta attività in presenza delle quali si può escludere la sussistenza di rischi per l'indipendenza del revisore:

- nel contesto dell'operazione deve risultare evidente che rimane di esclusiva e autonoma responsabilità dei committenti e/o dei destinatari degli esiti dell'attività di *due diligence*:
 - (i) la valutazione di detti esiti e delle informazioni e dati raccolti e organizzati dal revisore (e/o dai soggetti della relativa rete) nel corso dell'attività di *due diligence* e, più in generale, la valutazione dell'operazione allo studio e
 - (ii) l'assunzione delle relative decisioni;
- il revisore (e/o i soggetti della relativa rete) non hanno una partecipazione attiva alle negoziazioni tra le parti;
- i documenti rilasciati all'esito dell'attività di *due diligence*:
 - (i) rappresentano l'insieme delle informazioni raccolte e organizzate all'esito delle discussioni con i soggetti intervistati, della lettura e analisi della documentazione fornita, ecc. e
 - (ii) nel limite del possibile, descrivono la fonte delle informazioni presentate.

Le medesime considerazioni sopra esposte sono da considerarsi valide anche per la *vendor due diligence* (o *due diligence sell side*) in quanto il servizio non presenta aspetti diversi da quelli sopra esaminati, fatta eccezione per alcune peculiarità, consistendo appunto, come già indicato, in un incarico svolto tramite la predisposizione di un documento che illustra la performance storica del Target sulla base di dati e di informazioni rese disponibili dal soggetto conferente. Peraltro, data la peculiarità del contesto in cui si collocano tali attività (un processo di vendita di un'entità in relazione al quale – prevalentemente per ragioni di efficienza complessiva del processo – si intende limitare il numero di *due diligence* “*buy side*” predisponendo una *due diligence* “*sell side*”) pare opportuno indicare ulteriori caratteristiche in presenza delle quali si può escludere il rischio di qualificazione della *vendor due diligence* come “consulenza all'investimento”, ai sensi dell'art. 17, comma 3 del D. Lgs. n. 39/2010:

- evidenza, nel contesto dell'operazione, che l'incarico risulta conferito per ragioni di efficienza complessiva del processo e che i potenziali acquirenti sono responsabili di valutare autonomamente se le attività svolte e i risultati delle medesime sono sufficienti e adeguati per i relativi fini;
- evidenza, nel contesto dell'operazione, che gli esiti della *vendor due diligence* non costituiscono la documentazione di vendita e promozione dell'operazione. Al riguardo, il potenziale venditore ha predisposto e reso disponibile ai potenziali acquirenti la più appropriata documentazione di promozione: teaser, information memorandum, *data room documentation*, ecc.;
- chiarezza nella definizione del ruolo e delle attività svolte dal revisore (e/o dalle entità della relativa rete) nel contesto dell'operazione;

- indicazione nella documentazione predisposta all'esito della *vendor due diligence* della non utilizzabilità della medesima come "documento di vendita";
- espressa accettazione da parte dei potenziali acquirenti che intendono accedere agli esiti dell'attività di *vendor due diligence* che il ruolo svolto dal revisore (e/o dalle entità della relativa rete) consiste nel supporto alla raccolta e organizzazione di informazioni di natura fattuale (come sopra delineate) e che gli esiti di tali attività non costituiscono in alcun modo una raccomandazione a partecipare o a non partecipare nell'operazione.

5.2 Analisi della situazione di altri contesti professionali

In generale a livello internazionale è stata riscontrata la mancanza di disposizioni di natura legislativa o quantomeno di regolamenti emanati dagli organi locali di vigilanza che specificamente normano o limitano lo svolgimento dell'attività di *due diligence*, come definita in altra parte del presente Documento⁶. Inoltre, sempre si rileva la mancanza di una definizione emanata da un organo ufficiale dell'attività di *due diligence*.

Pertanto, l'attività di *due diligence*, indipendentemente dal fatto che l'incarico sia conferito dal compratore o dal venditore, non è specificamente indicata come attività che non possa essere svolta dalla società di revisione o da un'entità aderente al *network* a cui la stessa aderisce. Significativo è il silenzio della normativa in vigore negli Stati Uniti in merito a tale circostanza. La valenza di tale silenzio diviene ancora più rilevante ove si consideri che gli Stati Uniti sono uno dei Paesi che hanno adottato una disciplina in materia di indipendenza del revisore tra le più restrittive e che, conseguentemente, la competente autorità di vigilanza è particolarmente sensibile alle tematiche di indipendenza.

Per completezza rileviamo che nel corso delle analisi svolte è emerso che in Olanda⁷, Svizzera⁸ e Turchia⁹ sono state recentemente emanate disposizioni che limitano lo svolgimento, in

⁶ Dalle verifiche ad oggi svolte non sono emerse limitazioni alla svolgimento delle attività di *due diligence* sopra indicate nei seguenti Paesi:

Austria	Lussemburgo	Spagna
Belgio	Malta	Svezia
Bulgaria	Norvegia	Svizzera
Cipro	Olanda	Turchia
Danimarca	Polonia	UK
Francia	Repubblica Ceca	Ungheria
Germania	Romania	USA
Grecia	Slovacchia	
Lituania	Slovenia	

⁷ Relativamente all'Olanda nel dicembre 2012 è stato adottato il *Dutch Audit Profession Act* che ha modificato il *Audit Firm Supervision Act*. Il *Dutch Professional Body of Auditors* ha concluso che, in base alla nuova normativa, il revisore di PIE può svolgere oltre alle attività di revisione contabile esclusivamente incarichi di *agreed upon procedures* seguendo le regole dello standard ISRS 4400. E' invece vietato per il revisore di PIE lo svolgimento qualsiasi incarico diverso da servizi di *audit* o di *assurance* o relativi a *fact-finding* su incarico conferito da un utilizzatore esterno delle informazioni o del *Supervisory Board*.

⁸ Relativamente alla Svizzera nel gennaio 2013 è entrato in vigore un regolamento emesso da FINMA, ovvero il regolatore locale del mercato finanziario, dove si legge che il revisore deve rispettare i requisiti di indipendenza previsti dalle disposizioni locali, oltre alla precisazione che sono inconciliabili con i requisiti di indipendenza "... la consulenza, l'*audit* e la valutazione in caso di transazioni del cliente assoggettato all'*audit* ...".

⁹ Relativamente alla Turchia nel 2013 è entrata in vigore una nuova versione del Codice di Commercio. Il nuovo documento contiene disposizioni restrittive in relazione alle attività non di revisione che la società incaricata della revisione può svolgere per i propri clienti. In particolare, il codice dispone che non sono ammesse attività diverse da *audit service* sui clienti di revisione.

particolari circostanze, di attività non di revisione su clienti di revisione. Le suddette disposizioni peraltro non riguardano in modo specifico le attività di *due diligence*.

Da ultimo, si segnala che il Regolamento Europeo n. 537/2014 in tema di revisione degli enti di interesse pubblico del 16 aprile 2014, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 27 maggio 2014 contiene nel considerando n. 8 la precisazione che i servizi di *due diligence* non rientrano tra i servizi diversi dall'audit proibiti ai sensi del Regolamento Europeo n. 537/2014. Il contenuto del Considerando n. 8 trova un'ulteriore conferma nelle *Q&A – Implementation of the New Statutory Audit Framework* pubblicate dalla Commissione Europea in data 3 settembre 2014 (cfr. terza domanda della sezione intitolata "*Prohibition of non-audit services*").

OTTOBRE 2014

"I contenuti del presente documento, aggiornati alla data di elaborazione del documento stesso, riguardano tematiche di carattere generale, senza costituire assistenza e consulenza professionale per singole e concrete fattispecie. Tutti i diritti riservati."

Allegato A

Come più volte chiarito nel presente Documento di ricerca, il soggetto chiamato a svolgere una *due diligence* finanziaria non avrà un principio professionale al quale riferirsi, ma sarà tenuto a modulare e compiere la propria attività alla luce di quanto concordato con il soggetto che ha conferito l'incarico e delle esigenze informative da quest'ultimo manifestate.

La lettera di incarico individuerà quindi le attività da svolgere nell'ambito del singolo/specifico incarico.

A titolo meramente esemplificativo vengono illustrate nel seguito le attività che potrebbero essere svolte nell'ambito dell'analisi delle informazioni e dei dati.

L'ANALISI DELLE INFORMAZIONI E DEI DATI NELLA *DUE DILIGENCE* FINANZIARIA

Il processo di analisi delle informazioni e dei dati ottenuti si concretizza in primo luogo in un'attività di riscontro che i dati di base siano riconciliati con la contabilità generale e coerenti tra di loro. Tuttavia, in generale, la società di revisione non cerca di confermare i dati presentati dalla Target attraverso documenti che ne comprovino la veridicità ma sottopone ad analisi critica e di ragionevolezza le informazioni ottenute da diverse fonti interne della Target, con le limitazioni sopra indicate, le quali vengono comparate e correlate tra di loro al fine di riscontrare un quadro complessivo coerente. La tipologia di analisi svolte riguardano le specifiche sezioni di cui sarà composto il report finale.

Le principali sezioni di cui è composto il report finale possono essere sintetizzate come segue:

- Informazioni generali
- Informazioni sul business e sull'operatività della società
- Conto economico
- Stato patrimoniale
- Flussi di cassa e proiezioni (budget, forecast, business plan)

Informazioni generali

Le informazioni di sintesi che consentono di delineare le caratteristiche generali della Target sono relative all'assetto societario e alla storia della società, l'attività correntemente svolta, la dislocazione geografica, il numero dei dipendenti, i rapporti con le parti correlate, la struttura prevista per l'operazione e gli indicatori di performance. Queste informazioni possono essere ottenute attraverso i bilanci, colloqui con il management, la consultazione di siti internet e di appositi data base di ricerca, mediante la lettura dei libri sociali, consultazione di brochure e listini, analisi di mercato.

In merito ai fornitori può risultare di interesse per un potenziale acquirente conoscere la regolamentazione dei rapporti fra le parti (esistenza di contratti scritti, durate, prezzi) così come conoscere il grado di frazionamento dei clienti, l'esistenza di contratti e le loro principali condizioni (sconti, prezzi, durata, garanzie).

Conto Economico

L'analisi in merito allo sviluppo storico della redditività della società Target si baserà generalmente su indicatori di reddito che siano rappresentativi del business e coerenti con le aspettative del soggetto conferente l'incarico. La tipologia e le modalità di effettuazione delle analisi sui dati economici della società Target devono essere condivise con il soggetto che conferisce l'incarico, così come l'orizzonte temporale da prendere a riferimento per l'attività di indagine. Di solito l'investitore ha un'idea generale della redditività storica e prospettica della società Target, determinata sulle indicazioni preliminari fornite dal venditore in sede negoziale. È compito del revisore rendere più completa questa visione. Alcuni fra i *key performance indicators* maggiormente utilizzati nell'analisi di conto economico sono: il fatturato, i margini, l'EBITDA (Earnings before interest and taxes depreciation and amortization), l'EBIT (Earnings before interest and taxes). Una volta selezionati gli indicatori è opportuno comprendere, attraverso colloqui con il management, le ragioni della loro evoluzione nel periodo di tempo in oggetto, i fattori principali che ne hanno influenzato l'andamento, la capacità reddituale media generata, eventuali cambiamenti della capacità produttiva in seguito a investimenti, la natura dei costi e la loro influenza sullo sviluppo storico della redditività. A scopo esemplificativo alcune delle analisi di conto economico più frequenti in una due diligence finanziaria possono essere le seguenti: trend storici di redditività; analisi dei ricavi e dei margini (per prodotto, canale, etc.), commento dei principali drivers dei ricavi: volumi, prezzi, mix, clienti, prodotti; commento dei principali drivers dei costi: natura, composizione (fissi,variabili),volumi, prezzi; analisi della stagionalità del business; commento di costi e ricavi non ricorrenti e normalizzazione di EBITDA/EBIT.

Gli indicatori di performance vengono spesso “normalizzati” ossia depurati di tutti quegli elementi (siano essi positivi o negativi) di natura eccezionale, non ricorrente e straordinaria, eventi estranei alla gestione caratteristica della società che ne modificano il risultato di esercizio e non forniscono una rappresentazione della società in condizioni “normali”.

Un'analisi tipica di conto economico è la “*quality of earnings*”: l'obiettivo è depurare l'EBITDA di elementi non ricorrenti e/o straordinari come ad esempio rilasci e accantonamenti di fondi estranei alla gestione ordinaria, errori o classificazioni non adeguate di voci, operazioni con *related parties*, impatti dovuti al cambiamento di principi contabili.

Stato Patrimoniale

L'analisi della struttura patrimoniale della società Target ha come principali obiettivi la descrizione della composizione delle voci di bilancio, della loro evoluzione nel periodo oggetto di indagine, l'andamento degli indicatori di performance patrimoniale, le eventuali problematiche di sopravvalutazione/sottovalutazione che possono emergere sulla base dell'ambito del lavoro concordato, la presenza di “*off balance sheet items*”. Le principali analisi di dettaglio di stato patrimoniale sono focalizzate su:

- (i) Attivo fisso netto
- (ii) Capitale circolante netto
- (iii) Posizione finanziaria netta
- (iv) Fondi rischi
- (v) Patrimonio netto
- (vi) *Off-balance sheet items*

- (i) L'analisi dell'attivo fisso netto è rivolta alla comprensione della composizione dell'attivo fisso e quindi delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie al fine di comprendere le politiche di ammortamento e di riduzione di valore adottate nel tempo.

L'analisi delle immobilizzazioni materiali può comprendere anche il commento sulle eventuali capitalizzazioni di costi, la descrizione e la localizzazione degli impianti nonché l'evidenziazione di *assets* non strategicamente rilevanti per il business e l'analisi degli investimenti storici. Per le immobilizzazioni immateriali il focus è descrivere i criteri di contabilizzazione e commentare le politiche di ammortamento adottate.

- (ii) L'analisi del circolante viene in genere integrata con l'analisi dei flussi di cassa, per permettere di capirne l'andamento e stagionalità. La politica di gestione delle rimanenze, i tempi medi di incasso dei crediti commerciali e di pagamento dei debiti commerciali hanno un impatto diretto sulla lunghezza temporale del ciclo della cassa e sulla evoluzione di periodo del capitale circolante. Generalmente si effettua l'analisi di dettaglio degli elementi che compongono il capitale circolante netto (magazzino, crediti e debiti commerciali).

Per quanto riguarda il magazzino le analisi sono definite a seconda del tipo di business (aziende industriali, commerciali, che lavorano su commessa etc.). A scopo esemplificativo si possono elencare le seguenti analisi: andamento mensile delle vendite e delle giacenze finali, analisi dei processi produttivi, politica degli approvvigionamenti, analisi di fenomeni di lento rigiro e di obsolescenza del magazzino, analisi del metodo di valutazione del magazzino e delle modalità operative di calcolo.

Per quanto riguarda i crediti commerciali l'attività di indagine viene focalizzata sull'andamento mensile delle vendite e dei crediti commerciali, sull'evoluzione temporale delle tempistiche di incasso, sull'analisi degli scadenzari clienti, l'analisi storica dell'incidenza sulle vendite delle perdite su crediti e dei fondi stanziati.

Nel caso dei debiti commerciali le verifiche di *due diligence* sono volte alla comprensione dell'evoluzione temporale dei giorni medi di pagamento totali e per i principali fornitori; all'analisi degli scadenzari nonché al riscontro di significative esposizioni verso i fornitori e relativi piani di rientro ipotizzati; all'esistenza di contenziosi con i fornitori, sulla base di una lettura integrata con le risultanze della *legal due diligence*, e al riscontro di eventuali stanziamenti a copertura dei rischi.

- (iii) La posizione finanziaria netta è un elemento di approfondita analisi in sede di due diligence in quanto è una componente dell' "*equity value*" della Target e può avere impatto sul prezzo. La posizione finanziaria netta rappresenta le obbligazioni finanziarie che l'acquirente assume acquistando le azioni o il business della Target. L'analisi prevede il commento delle sue componenti (cassa e depositi, eventuali *covenant* e contratti di finanziamento, impegni e garanzie, linee di credito a cui la Target può accedere e *headroom* (quota non utilizzata di ciascuna linea di credito)). L'analisi delle posizione finanziaria netta prevede inoltre l'evidenziazione di impegni di natura finanziaria non compresi dalla società Target nella posizione finanziaria netta che però rappresentano un cash-out post closing (ad es. finanziamenti infragruppo o da parti correlate, piani di rientro di fornitori, debiti per acquisizioni etc.).
- (iv) L'analisi dei fondi rischi ha come obiettivo la comprensione del contenuto, le modalità di stima e la definizione dei rischi e oneri per i quali i fondi sono stati creati.

- (v) Per quanto concerne il patrimonio netto le tipiche analisi svolte in sede di *due diligence* finanziaria sono: il commento delle componenti del patrimonio netto e la loro movimentazione da un anno all'altro; eventuali garanzie sulle azioni o eventuali conseguenze sul patrimonio netto della struttura definita per l'acquisizione della Target.
- (vi) *Off-balance sheet items*: si tratta di rischi o di impegni assunti dalla società Target iscritti fra i conti d'ordine o non iscritti ma che potrebbero avere un impatto sulla redditività futura ad esempio impegni di acquisto, impegni di investimento, operazioni con strumenti derivati, clausole di *change of ownership*.

Flussi di cassa e proiezioni (*budget, forecast, business plan*)

Analizzare i flussi di cassa significa comprendere le dinamiche che hanno caratterizzato la capacità della Target di generare liquidità, commentando gli andamenti del circolante, le esigenze di investimento e di servizio della struttura finanziaria esistente.

L'analisi dei flussi di cassa serve a rappresentare la capacità storica della società Target di generare livelli di liquidità tali da garantire la copertura delle esigenze finanziarie generate dal business corrente e dalla necessità di assicurare il ritorno del *capital structuring* effettuato dagli azionisti e dagli investitori.

L'analisi dei flussi di cassa deve essere integrata e raccordata con i dati di conto economico e di stato patrimoniale: infatti le classificazioni patrimoniali effettuate dalla società possono essere critiche o non rappresentare dei flussi finanziari, così come le poste *non cash* di conto economico devono essere isolate in sede di analisi dei flussi di cassa.

Proiezioni (*Budget, Forecast e Business Plan*)

E' prassi che il soggetto che conferisce l'incarico richieda di integrare le analisi di *due diligence* sui dati storici consuntivi con l'analisi delle proiezioni di breve (*budget/forecast*) e talvolta di medio periodo (*Business Plan* dei successivi 3/5 anni o, in determinati settori quali le infrastrutture, di un periodo temporale superiore) sulla base dei dati prospettici resi disponibili della Target.

L'analisi del *budget/forecast* ha l'obiettivo di fornire elementi informativi per comprendere la capacità della Target di raggiungere i risultati riflessi nelle proiezioni di breve ed è articolata sulla base di:

- Analisi delle vendite alla data più recente, a confronto con l'esercizio precedente ed il *budget* originario
- Analisi della situazione economica alla data più recente (*current trading*), svolta su informazioni di natura gestionale (*management accounts*), ove disponibili
- Analisi del portafoglio ordini (*backlog*), a confronto con l'esercizio precedente ed il budget originario, ove disponibile
- Confronto dei budget degli ultimi 2/3 anni con i consuntivi, al fine fornire elementi informativi per valutare il grado di attendibilità delle informazioni prospettiche.

L'analisi del *business plan* ha l'obiettivo di fornire elementi informativi per comprendere la capacità della Target di raggiungere i risultati riflessi nelle proiezioni di medio lungo termine ed è articolata sulla base di:

- Descrizione delle assunzioni sottostanti al *business plan* predisposto dalla Target

- Confronto tra le assunzioni prospettiche e gli andamenti storici
- Descrizione delle azioni che la direzione ritiene di dover attuare al fine di raggiungere gli obiettivi del *business plan* e associata tempistica
- Analisi di accuratezza del modello economico finanziario del piano
- Analisi di *sensitivity* delle principali grandezze del piano in funzione di scenari diversi da quelli riflessi nelle assunzioni della direzione e del livello di rischio insito in ciascuna assunzione
- Analisi degli aspetti fiscali e finanziari dell'operazione.

Le analisi sulle Proiezioni sono principalmente svolte sulla base di colloqui con la direzione.

Le analisi di *sensitivity* e degli aspetti di natura fiscale e finanziaria dell'operazione possono richiedere lo svolgimento di attività aggiuntive di *due diligence* di natura commerciale/operativa/fiscale da parte di altri consulenti.