Due diligence strategica nelle operazioni di M&A

Esempi pratici, schemi e check list operative che guidano l'analisi contabile, fiscale e finanziaria nelle varie fasi dell'operazione. Analisi dettagliata di un caso concreto, con evidenza delle criticità emerse e delle implicazioni strategiche per l'acquirente

Diego De Gaetano

Sistema RATIO
Centro Studi Castelli Srl

INDICE

Premessa 6

Capitolo 1 - Il ruolo della due diligence nelle operazioni di M&A 8
1.1 Best Practice per una due diligence Efficace 9
1.2 Componenti chiave della due diligence 10
1.3 Tipologie di due diligence e il loro peso strategico 11
1.4 Coordinamento del processo di due diligence e la gestione dei flussi informativi 12
1.4.1 Composizione del team di due diligence 13
1.4.2 Gestione della Virtual Data Room 14
1.4.3 Ruolo attivo del professionista nella gestione della VDR 17
1.5 Dal rilievo tecnico alla leva negoziale: costruire evidenza strategica 18
1.6 Verso il cuore dell'analisi: la due diligence come motore delle scelte 18

Capitolo 2 - Due diligence contabile 20
2.1 Un processo, non una fotografia 21
2.2 Oltre il bilancio: la realtà dietro i numeri 22
2.3 Base informativa: da dove partire per una due diligence contabile efficace 22
2.4 Esame del bilancio di esercizio: lo Stato Patrimoniale come punto di osservazione della solidità aziendale 24
2.5 Struttura dello Stato Patrimoniale: non solo numeri, ma logica 25
2.6 Obiettivo della due diligence: leggere dietro le cifre 25
2.6.1 Indicatori chiave di solidità aziendale 26
2.7 Analisi dei flussi di cassa 29
2.7.1 Importanza dell'EBITDA nella lettura operativa 30
2.7.2 Investimenti e segnali di stress finanziario 30
2.7.3 Scelte finanziarie e profilo di rischio 30
2.7.4 Controllo del flusso di cassa come leva di comando 31
2.8. Rischi legati alla manipolazione contabile 35
2.8.1 Implicazioni per la due diligence 36
Acquisizione con bilancio alterato: ricavi gonfiati tramite tecniche di revenue recognition (OIC) 37

Capitolo 3 - Due diligence fiscale 39
3.1 Analisi del regime fiscale della target 40
3.2 Struttura fiscale dell'impresa e regime d'imposta applicabile 40
3.3 Tassazione diretta e indiretta 41
3.4 Fiscalità internazionale e rischio di stabile organizzazione 42
3.4.1 Stabile organizzazione: definizione e rischi 42
3.4.2 Aree da indagare nella due diligence 42
3.4.3 Transfer pricing e allocazione dei profitti 42
3.5 Verifica della compliance fiscale 45
3.5.1 Esistenza di contenziosi con l'Agenzia delle Entrate 45
3.5.2 Verifica di dichiarazioni, versamenti e adempimenti 46
3.6 Ottimizzazione Fiscale nelle operazioni di M&A 49
3.6.1 Rischi legati a strategie di tax planning aggressive 49

3.6.2 Strumenti per l'ottimizzazione fiscale post-acquisizione 50
Acquisizione di una società con passività fiscali nascoste 51

Capitolo 4 - Due diligence finanziaria 53
4.1 Analisi della struttura finanziaria dell'azienda target 54
4.1.1 Posizione debitoria e leva finanziaria 54
4.2 Valutazione del rating di credito e capacità di rimborso 56
4.3 Analisi dei contratti finanziari in essere 57
4.3.1 Prestiti bancari, obbligazioni e strumenti di debito 58
4.3.2 Clausole di cambio controllo e covenants 58
4.4 Valutazione della redditività e sostenibilità del business 60
4.4.1 Redditività operativa e margini 60
4.4.2 Proiezioni economico-finanziarie 61
Leveraged Buyout (LBO) e crisi di liquidità post-acquisizione 64

Capitolo 5 - Due diligence strategica 66
5.1 Finalità e ambito di applicazione 67
5.2 Analisi del posizionamento competitivo della società target 68
5.2.1 Variabili da analizzare 68
5.2.2 Collegamento con l'information memorandum 69
5.3 Verifica della coerenza tra modello di business e obiettivi dell'acquirente 69
5.3.1 Elementi da confrontare 70
5.3.2 Esempi ricorrenti di disallineamento 70
5.3.3 Implicazioni sull'intera operazione 70
5.4 Identificazione delle sinergie attese 72
5.5 Fattori di rischio strategico 73
5.6 Integrazione con le altre due diligence 74
5.7 Strumenti operativi: SWOT analysis, gap analysis, mappatura sinergie 75
5.7.1 SWOT analysis 75
5.7.2 Gap analysis 76

Capitolo 6 - Due diligence operativa 79
6.1 Obiettivi e ruolo nella valutazione della sostenibilità industriale 80
6.2 Analisi del modello organizzativo e della struttura operativa 81
6.3 Efficienza dei processi produttivi e logistici 83
6.4 Valutazione della supply chain e dei fornitori strategici 83
6.5 Analisi dei sistemi informativi e dell'infrastruttura tecnologica 85
6.6 Mappatura del capitale umano e delle funzioni chiave operative 86
6.7 Coerenza tra operations e performance economico-finanziaria 88
6.8 Indicatori di maturità operativa e performance operativa (KPI) 89
6.9 Compliance normativa e certificazioni operative 91
6.9.1 Compliance normativa: cosa si intende 91
6.9.2 Certificazioni operative e standard volontari 92

Capitolo 7 - Gestione della due diligence nel processo di negoziazione 94
7.1 Come la due diligence incide sul prezzo di acquisizione 95
7.1.1 Rettifiche del margine operativo (EBITDA Adjustment) 96
7.1.2 Riconoscimento delle passività latenti 96

7.1.3 Analisi della Posizione Finanziaria Netta (PFN) 97
7.1.4 Capitale circolante netto normalizzato (Working Capital Adjustment) 98
L'Aggiustamento valutativo post due diligence 99

Capitolo 8 - Identificazione e mitigazione dei rischi nelle M&A 101
8.1 Principali rischi da considerare prima di un'acquisizione 102
8.1.1 Rischi finanziari 102
8.1.2 Rischi fiscali e legali 103
8.1.3 Rischi operativi 104
8.1.4 Rischi strategici 104
8.1.5 Rischi reputazionali e regolatori 105
8.2 Strumenti per la mitigazione del rischio 105
8.2.1 Due diligence multidisciplinare e mirata 106
8.2.2 Strumenti contrattuali 107
8.2.3 Clausole sospensive o risolutive 111
8.2.4 Gestione post-deal e piano di integrazione 114
Gestione del Rischio nel post-deal 116

Capitolo 9 - Analisi critica di un'operazione di insuccesso 118
9.1 Fallimento dell'acquisizione di Autonomy da parte di HP (2011) 120
9.2 Limiti della due diligence 121
9.3 Analisi critica della due diligence svolta 122
9.3.1 Principali criticità riscontrate 122
9.4 Conclusione 129

Capitolo 10 - Conclusioni e appendici 132
10.1 Checklist operativa per l'analisi di acquisizione 133

Premessa

Nel contesto delle operazioni di ***Merger & Acquisition*** **(M&A)**, la **due diligence** rappresenta una fase cruciale per valutare l'effettivo valore e la sostenibilità di un'azienda target, identificando rischi e opportunità prima di finalizzare l'operazione. Questo e-book fornisce una guida operativa e approfondita alla **due diligence strategica**, con un *focus* su **aspetti contabili, fiscali e finanziari**, elementi fondamentali per determinare la convenienza e il successo di un'acquisizione.

Attraverso un approccio pratico, il volume analizza i principali strumenti di valutazione e i criteri di analisi utilizzati dagli investitori e dagli *advisor* finanziari, con **esempi concreti** tratti da operazioni reali. Il libro è strutturato in 4 macro-sezioni:

a) **due diligence contabile**: analisi dei bilanci, valutazione della qualità degli attivi e dei passivi, rischi di contenzioso contabile;
b) **due diligence fiscale**: verifica della compliance tributaria, analisi del carico fiscale e ottimizzazione post-acquisizione;
c) **due diligence finanziaria**: valutazione della struttura finanziaria, sostenibilità del debito e analisi della redditività futura;
d) **rischi e strategie**: mitigazione dei rischi, impatti sulle negoziazioni e casi pratici di operazioni di successo e insuccesso.

L'e-book si rivolge a CFO, commercialisti, M&A *advisor*, avvocati d'impresa e imprenditori coinvolti in processi di acquisizione e investimento.

Strutturare, valutare, tutelare: un approccio integrato alla due diligence nelle operazioni di M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano uno dei principali strumenti di crescita, riorganizzazione e valorizzazione nel contesto imprenditoriale moderno. Utilizzate per accelerare l'espansione, acquisire competenze strategiche, consolidare la presenza sul mercato o gestire passaggi generazionali complessi, le M&A si collocano in un'area ad alta intensità decisionale, finanziaria e giuridica. Nonostante la crescente diffusione di tali operazioni nel panorama italiano, l'effettiva capacità di governarle in modo strutturato e consapevole rimane ancora una sfida per molte imprese e professionisti.

Questo manuale nasce con l'obiettivo di offrire un **metodo operativo completo e rigoroso**, centrato in particolare sui profili tecnici di interesse per il **commercialista e il revisore**. L'approccio adottato è pragmatico, interfunzionale ma selettivo: le sezioni del volume si focalizzano sui temi che più frequentemente coinvolgono la figura del professionista economico-contabile nell'ambito della due diligence, con una trattazione dettagliata e applicativa delle verifiche in ambito **fiscale, contabile e finanziario**.

Vengono affrontati nel dettaglio:

- gli strumenti di analisi del bilancio e delle poste patrimoniali rilevanti;
- i metodi di verifica della posizione fiscale della target, inclusi i contenziosi in corso, le compensazioni, i regimi agevolati e la compliance documentale;
- la valutazione della posizione finanziaria netta, della sostenibilità dell'indebitamento e della redditività operativa;
- l'esame critico delle proiezioni economico-finanziarie e degli equilibri industriali dell'operazione.

Sono invece trattate solo in forma introduttiva o orientativa, senza pretesa di esaustività, le attività tipiche delle due diligence **legale, giuslavoristica, ambientale o tecnologica**, che richiedono competenze specialistiche proprie di altri profili professionali (es. avvocati, consulenti del lavoro, ingegneri ambientali, esperti ESG, ecc.). L'obiettivo, in questi casi, è offrire una mappatura generale e fornire strumenti utili per dialogare con gli altri team coinvolti nel processo.

Il lettore troverà nelle pagine del manuale:
- un impianto metodologico chiaro e aderente alla prassi professionale;
- una spiegazione contestualizzata dei termini tecnici, con esempi pratici e formule esplicative;
- schede operative, casi studio, simulazioni numeriche e *checklist* pronte all'uso;
- un linguaggio accessibile ma rigoroso, pensato per essere immediatamente applicabile sul campo.

Il testo è pensato per accompagnare:
- **commercialisti e revisori** coinvolti nella fase di due diligence o nella redazione di *report* di supporto alla transazione;
- **CFO, *controller* e consulenti** impegnati nella validazione dei dati pre-acquisizione;
- **imprenditori e *manager*** che si confrontano con un'operazione straordinaria, in entrata o in uscita;
- ***advisor* finanziari** o M&A *analysts* che necessitano di strumenti operativi orientati alla parte numerica dell'analisi.

L'intero manuale è strutturato per aiutare il professionista a riconoscere e valutare i **rischi impliciti in ogni fase del processo**, per poterli mitigare con strumenti contrattuali, correttivi gestionali o strategie di *pricing*. In un contesto dove le acquisizioni si giocano sempre più sulla qualità dell'informazione e sulla capacità di prevedere scenari alternativi, disporre di una guida tecnica affidabile rappresenta un vantaggio competitivo concreto.

Capitolo 1

Il ruolo della due diligence nelle operazioni di M&A

Nel contesto delle operazioni di M&A, la due diligence rappresenta uno snodo cruciale. È il momento in cui la fase strategica incontra quella analitica, e in cui le intenzioni devono necessariamente confrontarsi con la realtà dei fatti. Prima ancora che uno strumento tecnico, la due diligence è una garanzia di consapevolezza: permette a chi acquista di sapere esattamente cosa sta comprando, e a chi vende di dimostrare il reale valore del proprio *business*.

Per definizione, si tratta di un processo di analisi e verifica, condotto in modo più o meno approfondito su tutti gli aspetti rilevanti dell'azienda target: economici, patrimoniali, finanziari, fiscali, legali, operativi e spesso anche culturali. L'obiettivo è duplice: individuare i rischi potenziali e valutare le effettive opportunità, così da mettere le parti nelle condizioni di prendere decisioni informate e negoziare su basi solide.

Dal punto di vista dell'acquirente, la due diligence è una forma di autodifesa, ma anche uno strumento strategico per modulare l'offerta, calibrare le richieste contrattuali, definire le garanzie e, nei casi estremi, scegliere di non proseguire l'operazione. Per il venditore, se condotta in modo proattivo, può diventare un mezzo per valorizzare l'impresa, anticipare le criticità e favorire un confronto trasparente con il potenziale acquirente.

Perché la due diligence possa davvero assolvere al suo ruolo strategico, è fondamentale che venga condotta con metodo, rigore e visione integrata.

1.1 Best Practice per una due diligence Efficace

Le seguenti *best practice* rappresentano i pilastri operativi per garantirne l'efficacia, minimizzando i rischi e massimizzando la qualità delle decisioni.

Definire protocolli chiari e obiettivi specifici

Un processo di due diligence efficace richiede una pianificazione strutturata, con la definizione di fasi, ruoli e tempi. Ma soprattutto, è necessario stabilire fin da subito obiettivi mirati: non tutte le operazioni richiedono la stessa profondità d'indagine o lo stesso perimetro. Sapere cosa si vuole ottenere, e perché, è il primo passo per guidare il lavoro in modo efficiente.

Utilizzare checklist personalizzate

Ogni operazione ha caratteristiche proprie: settore, regolazione, struttura della società target, finalità strategica. È quindi fondamentale costruire *checklist* specifiche, adattate al contesto e capaci di coprire tutti gli ambiti critici: finanziario, legale, fiscale, operativo, ESG, reputazionale.

Coinvolgere tutti gli stakeholder

Per essere realmente efficace, la due diligence deve integrare le competenze di tutte le funzioni aziendali coinvolte: legale, *finance*, *operations*, HR, *compliance*, IT. Una comunicazione continua tra advisor, team interni e management consente di condividere evidenze e affrontare congiuntamente le criticità.

Sfruttare tecnologie avanzate

L'uso di *data room* virtuali, strumenti di *business intelligence* e software predittivi migliora la gestione dei documenti e l'analisi dei dati, potenziando l'efficacia del processo investigativo e

Centro Studi Castelli S.r.l. – *Riproduzione vietata*

riducendo i tempi decisionali.

Mantenere un monitoraggio continuo

Il processo deve prevedere aggiornamenti e revisioni periodiche, soprattutto se il contesto è in evoluzione. La capacità di adattarsi alle condizioni mutevoli è una delle chiavi di successo della due diligence moderna.

Integrare la valutazione in modo multidisciplinare

Una visione completa dell'azienda target richiede l'integrazione di più prospettive. È attraverso la verifica incrociata delle informazioni che si identificano incoerenze, omissioni o zone d'ombra.

Formare il team e coinvolgere competenze esterne

La qualità della due diligence dipende dalle persone che la conducono. È necessario assicurarsi che i team siano adeguatamente formati e, dove necessario, supportati da consulenti esterni specializzati.

Più che un passaggio obbligato, la due diligence rappresenta una funzione di *intelligence* strategica. Chi sa leggere bene la realtà aziendale che sta per acquisire, sa anche negoziare meglio, strutturare operazioni più sostenibili e governare i rischi in modo consapevole.

1.2 Componenti chiave della due diligence

Una volta chiariti i principi metodologici e organizzativi che rendono efficace una due diligence, è fondamentale comprendere **come questo processo si articola concretamente** all'interno di un'operazione di M&A. Le *best practice* non si esauriscono nella fase di pianificazione: trovano piena espressione nel modo in cui vengono condotte le diverse aree di analisi, ciascuna delle quali risponde a logiche, obiettivi e strumenti specifici.

All'interno di una due diligence strutturata si distinguono infatti **diverse componenti tecniche**, ciascuna orientata a illuminare un aspetto essenziale della società target e a contribuire, in modo complementare, alla valutazione complessiva dell'operazione. La loro efficacia dipende non solo dalla qualità dei dati raccolti, ma dalla capacità del team di lettura incrociata, sintesi interpretativa e traduzione in leve decisionali.

Le più ricorrenti, presenti nella quasi totalità delle transazioni ben impostate, sono le seguenti:

1. la **due diligence finanziaria**, che ha lo scopo di verificare la solidità economica dell'azienda target, la sostenibilità del *business model*, la qualità dei margini e la coerenza dei dati di bilancio. È il punto di partenza per qualunque valutazione economica;
2. la **due diligence contabile**, più tecnica, focalizzata sulla ricostruzione puntuale dei flussi e sulla correttezza delle scritture. Serve a dare coerenza e trasparenza al dato numerico;
3. la **due diligence fiscale**, imprescindibile per intercettare esposizioni latenti, contenziosi in corso, rischi derivanti da interpretazioni aggressive o ambigue della normativa tributaria;
4. la **due diligence operativa**, che indaga il funzionamento dell'azienda sotto il profilo organizzativo e industriale per verificare l'efficienza delle *operations* e la coerenza tra il modello operativo e quello economico;

5. la **due diligence strategica**, fase in cui viene valutata la coerenza industriale e competitiva dell'operazione rispetto agli obiettivi di medio-lungo termine dell'acquirente.

Queste 5 componenti costituiscono il nocciolo tecnico di un'analisi che, per essere davvero utile, deve però andare oltre i numeri. L'impatto reale di una due diligence si misura, infatti, nella sua capacità di influenzare le scelte strategiche: ridefinizione del prezzo, introduzione di specifiche clausole di salvaguardia, patti di manleva, condizioni sospensive o, nei casi peggiori, abbandono dell'accordo.

1.3 Tipologie di due diligence e il loro peso strategico

Oltre agli aspetti finanziari e fiscali, oggi le operazioni di M&A richiedono un'attenzione crescente anche ad altre aree di analisi, non meno determinanti per la buona riuscita di una transazione. La due diligence moderna si è infatti evoluta da semplice verifica tecnico-contabile a processo multidimensionale, capace di abbracciare l'impresa nella sua complessità e restituirne una fotografia integrata. Il passaggio da una logica settoriale a una visione olistica ha trasformato la due diligence in uno strumento strategico vero e proprio, che affianca la valutazione economica a quella giuridica, operativa, reputazionale e organizzativa.

Questo approccio allargato nasce dalla consapevolezza che le vulnerabilità più gravi, quelle in grado di compromettere il successo di un'acquisizione, non si trovano sempre nei numeri, ma spesso si annidano nei dettagli operativi, nei processi aziendali, nelle persone, nei sistemi informativi o nelle aree di compliance ambientale e regolatoria. Ignorarli può rivelarsi fatale.

Tuttavia, analisi condotte solo valutando alcuni aspetti della struttura aziendale e della sua organizzazione, offrono solo una visione parziale. È nella loro integrazione che la due diligence esprime il massimo valore perché permette di costruire una mappa del rischio strutturata e coerente, capace di incrociare elementi economici, giuridici, industriali e organizzativi in un'unica visione d'insieme. Non si tratta di sommare dati, ma di comprendere come si parlano tra loro. Un problema contrattuale, ad esempio, può avere ricadute operative, un rischio HR può trasformarsi in perdita di *know-how*, una debolezza IT può compromettere la compliance legale.

In questa logica, la due diligence non è solo un passaggio obbligato del processo di acquisizione, ma una leva strategica per prendere decisioni consapevoli, prevenire conflitti futuri e costruire valore nel medio-lungo periodo. Chi la affronta con superficialità rischia di ritrovarsi in una posizione di svantaggio irreversibile. Chi la considera parte integrante della strategia, invece, può trasformarla in un potente strumento di vantaggio competitivo.

Per completare l'analisi dell'azienda le due diligence settoriali evidenziate non sono quindi esaustive per comprenderne il vero valore, i punti di forza e di debolezza, per cui, per avere un quadro completo si dovrà intervenire anche con altre verifiche mirate.

Qui di seguito alcune tra le più significative:

Due diligence legale

È il perimetro giuridico dell'operazione: analizza la titolarità delle quote o delle azioni, la legittimità della *governance*, i poteri degli organi sociali, i contratti in essere (commerciali, di fornitura, di locazione, finanziari), i contenziosi pendenti, le licenze e le autorizzazioni, la proprietà

Centro Studi Castelli S.r.l. – *Riproduzione vietata*

intellettuale e industriale. Serve a garantire che l'operazione non sia viziata da incertezze giuridiche, clausole limitative o rischi che potrebbero emergere anche a distanza di anni. È spesso la prima forma di tutela dell'acquirente contro eventuali vizi occulti.

Due diligence IT

In molte operazioni, specialmente nei settori digitali o industriali ad alta automazione, il vero *asset* non è fisico ma informativo. La due diligence IT valuta la solidità dell'infrastruttura tecnologica, l'adeguatezza dei software gestionali, la sicurezza informatica, la compliance ai regolamenti in materia di dati (GDPR, cybersecurity), la proprietà di eventuali piattaforme o soluzioni sviluppate *in-house*. Individua le dipendenze tecnologiche e i rischi legati a sistemi obsoleti o a vulnerabilità non presidiate. In mercati sempre più digitali, l'affidabilità del patrimonio tecnologico è spesso una condizione determinante per il successo dell'acquisizione.

Due diligence HR

Le persone non sono un corollario: sono l'impresa. Questa analisi approfondisce l'organigramma, la struttura dei costi del personale, i contratti collettivi applicati, i contenziosi in corso o potenziali, le dinamiche sindacali, i benefit aziendali, le politiche di *retention* e le competenze critiche. Ma non solo: valuta anche il clima organizzativo, i tassi di *turnover*, le eventuali dipendenze da figure chiave. In mercati a forte componente intellettuale o relazionale, la *retention* del capitale umano è spesso la vera sfida *post-deal*.

Due diligence ambientale

In settori a impatto territoriale, come industria, energia, costruzioni, logistica, la compliance ambientale è un tema sensibile. Questa analisi si concentra su autorizzazioni ambientali, scarichi, emissioni, rischio amianto, bonifiche, aree contaminate, responsabilità ambientali storiche e potenziali sanzioni. L'obiettivo è evitare che il nuovo acquirente erediti passività pregresse o si esponga a sanzioni future. In un contesto di crescente pressione normativa e reputazionale su questi temi, la due diligence ambientale è sempre meno opzionale.

1.4 Coordinamento del processo di due diligence e gestione dei flussi informativi

La due diligence rappresenta una delle fasi centrali e determinanti di ogni operazione di acquisizione, ma il suo valore effettivo si misura nella capacità di inserirla all'interno di un **ecosistema strutturato di analisi** e interlocuzione tra professionisti, e non nel limitarla a una verifica tecnica isolata. Nessuna due diligence, per quanto ben condotta sul piano metodologico, può considerarsi sufficiente se non è inserita in un sistema interfunzionale coerente e pienamente integrato.

In una transazione M&A di media o alta complessità, il processo conoscitivo si articola necessariamente in più ambiti specialistici, contabile, fiscale, finanziario, legale, industriale, ambientale, che, pur lavorando su domini distinti, devono essere in **dialogo costante e metodico**. I dati rilevati da un'area possono (e spesso devono) attivare verifiche in altre. Si pensi, ad esempio, a un'anomalia nella contabilizzazione di un'operazione infragruppo rilevata in ambito contabile che potrebbe avere impatti fiscali e riflessi sulla posizione finanziaria netta. Oppure a un

rischio ambientale potenziale rilevato da un tecnico che impone la revisione della valutazione patrimoniale degli immobili.

Per questa ragione, il **coordinamento tra gli *advisor* non è un elemento accessorio o meramente organizzativo**, ma rappresenta una condizione abilitante per l'efficacia del processo valutativo complessivo. Un flusso informativo disallineato, lacune documentali non segnalate, sovrapposizioni analitiche o, ancora peggio, ambiti di rischio non coperti da nessuno dei soggetti coinvolti, possono portare a **errori valutativi rilevanti**, con impatti negativi tanto sulla determinazione del prezzo quanto sulla costruzione delle clausole contrattuali di tutela.

Per il professionista che coordina o partecipa a una due diligence, è quindi indispensabile sviluppare non solo competenze tecniche verticali, ma anche una visione trasversale dell'intero processo, tale da riconoscere i punti di contatto tra le discipline e da gestire efficacemente le interfacce tra i vari flussi analitici.

1.4.1 Composizione del team di due diligence

La composizione del team di due diligence non segue un modello rigido, ma deve essere costruita caso per caso, sulla base di variabili fondamentali quali la **dimensione dell'operazione**, la **struttura giuridica del target**, la **presenza di componenti estere**, la **complessità del settore** e, non da ultimo, la **tipologia di rischi attesi**.

In un'operazione di tipo ordinario, ossia in cui l'oggetto dell'acquisizione è una PMI non appartenente a settori altamente regolamentati, il team sarà composto da un nucleo essenziale di professionisti, ciascuno incaricato di coprire una specifica area di rischio. Nella prassi, i profili più frequentemente coinvolti sono:

a) ***advisor* finanziario**, che opera principalmente sull'analisi della posizione finanziaria netta, sulla struttura del debito e sulla normalizzazione dell'EBITDA. È colui che ricostruisce i flussi finanziari storici e stimati, valutando la capacità dell'azienda di sostenere economicamente il proprio modello operativo e i vincoli contrattuali;
b) ***advisor* fiscale**, che interviene a presidio del perimetro tributario. Il suo compito va ben oltre la semplice verifica di adempimenti: deve identificare eventuali esposizioni fiscali latenti, valutare le strategie di *tax planning* utilizzate dalla società target, stimare i rischi di accertamento o di disconoscimento di regimi agevolativi;
c) ***advisor* legale**, responsabile della due diligence civilistica, societaria e contrattuale. La sua attività comprende l'analisi della catena di titolarità, la verifica dello statuto e dei patti parasociali, la valutazione dei contratti in essere, la stima dei rischi giuridici legati a contenziosi in corso o potenziali;
d) ***advisor* tecnico-industriale**, la cui presenza diventa cruciale in settori a forte base produttiva, in ambiti regolati (come farmaceutico, energetico, ambientale) o in presenza di *asset* rilevanti. Questo profilo è incaricato di verificare la funzionalità, l'adeguatezza e la conformità delle infrastrutture, degli impianti e dei processi produttivi;
e) **esperti settoriali verticali**, che vengono coinvolti per specifiche due diligence parallele (es. IT, HR, ambientale). La loro analisi è spesso complementare, ma in determinati casi può assumere carattere dirimente, soprattutto in contesti dove la digitalizzazione dei processi o la compliance ambientale sono elementi chiave del modello di *business*.

A presidio dell'intero processo è normalmente designata una figura di **coordinamento** e **regia operativa**, che può coincidere con il ***deal advisor*** nominato dall'acquirente o con un

Centro Studi Castelli S.r.l. – *Riproduzione vietata*

***project manager* M&A** interno. Questo ruolo, pur meno visibile nelle analisi settoriali, è cruciale sul piano della *governance*: spetta a lui garantire la **tempestività delle interlocuzioni**, il **coordinamento delle richieste documentali**, la **condivisione strutturata delle evidenze** tra i team e, soprattutto, la **traduzione dei risultati analitici in output negoziabili**.

In assenza di una regia efficace, anche una due diligence tecnicamente corretta può risultare disfunzionale, perché non raccordata agli obiettivi strategici dell'operazione o disallineata nei tempi e nei contenuti rispetto al flusso decisionale. È dunque sul piano del **metodo**, oltre che del merito, che la qualità del lavoro del team si misura.

1.4.2 Gestione della Virtual Data Room

Il cuore operativo dell'intero processo di due diligence è rappresentato dalla ***Virtual Data Room* (VDR)**, uno spazio digitale protetto, generalmente messo a disposizione dal venditore (o da un soggetto terzo incaricato, ad esempio un provider specializzato in *data room* online). La VDR, tuttavia, è molto più di una piattaforma digitale: è il **tavolo di lavoro virtuale** su cui si gioca gran parte della credibilità informativa del venditore e su cui si costruisce, in modo documentato e tracciabile, la struttura decisionale che guiderà l'acquirente fino al *closing*. Un suo utilizzo inefficiente può generare frizioni, mentre una gestione strutturata e trasparente contribuisce a rafforzare la fiducia tra le parti e ad accelerare le fasi negoziali.

La VDR raccoglie e centralizza tutta la documentazione ritenuta rilevante per l'analisi pre-acquisitiva, rendendola accessibile agli *advisor* incaricati dalla parte acquirente, secondo modalità controllate e tracciabili.

In termini pratici, si tratta di un archivio cloud sicuro, strutturato in cartelle tematiche, dove vengono caricati bilanci, contratti, certificazioni, atti societari, visure, documentazione fiscale, dati sui dipendenti, contratti con fornitori e clienti, analisi finanziarie, *report* ambientali e ogni altro documento che possa incidere sulla valutazione del rischio e sulla struttura dell'operazione. Tutti i dati fondamentali dell'azienda target devono transitare da questo ambiente, ed è proprio su questo insieme di informazioni che gli *advisor* fondano le loro analisi, i loro rilievi e le proprie proposte negoziali.

Tuttavia, la VDR **non è un contenitore passivo**: la sua qualità strutturale incide direttamente sulla qualità del lavoro analitico. Una VDR incompleta, disorganizzata o aggiornata in modo discontinuo può ostacolare seriamente il processo di due diligence. Documenti mancanti, classificazioni errate, assenza di tracciabilità o aggiornamenti tardivi possono portare a errori di valutazione, con conseguenze che si riflettono sul prezzo, sulle garanzie richieste e persino sulla fattibilità dell'operazione. In alcuni casi, possono compromettere l'intera trattativa, specialmente se l'acquirente percepisce una gestione opaca o disattenta delle informazioni.

Per questi motivi, è essenziale che la VDR sia progettata secondo **criteri di efficienza e trasparenza**, che facilitino l'accesso selettivo, l'orientamento tematico e il controllo dei flussi informativi.

Cosa prevedono le best practice operative
Struttura logica e tematica
• La documentazione deve essere organizzata in cartelle ordinate per aree funzionali ben definite, ad esempio: - area **contabile** (bilanci, contabilità generale, immobilizzazioni); - area **fiscale** (modelli dichiarativi, F24, *ruling*); - area **legale e societaria** (atti costitutivi, statuto, patti parasociali); - area **HR e personale** (contratti, organigrammi); - area **ambientale e immobiliare** (titolarità beni, licenze, certificazioni). • Questa organizzazione consente ai diversi *advisor* di concentrarsi sulle rispettive sezioni, evitando sovrapposizioni e perdite di tempo nella ricerca dei documenti.
Registro delle richieste - Q&A Log
• Il **Q&A Log** (*Questions & Answers Log*) è uno strumento digitale, integrato nella VDR o gestito separatamente, che consente agli *advisor* di porre domande puntuali su specifici documenti o dati mancanti. Ogni quesito viene registrato con una data, un riferimento al documento interessato e una risposta fornita dal venditore entro un termine definito. • Questo strumento è fondamentale per documentare il dialogo tra le parti, per garantire trasparenza nelle risposte e per tutelare l'acquirente da comportamenti dilatori o ambigui.
Sistemi di notifica automatica e alert
• Le VDR più avanzate dispongono di sistemi di **notifica automatica**, che informano in tempo reale gli utenti dell'*upload* di nuovi documenti, delle modifiche apportate, delle risposte alle domande inserite nel Q&A Log o dell'approssimarsi di scadenze rilevanti (ad esempio la chiusura della fase di analisi). • Questi *alert* sono essenziali per garantire che tutti gli *advisor* lavorino sempre sulla base delle informazioni più aggiornate disponibili.
Versioning documentale
• Con il termine ***versioning*** si intende la possibilità di tenere traccia delle modifiche apportate a un documento nel tempo. Ogni versione caricata conserva il proprio *timestamp* e viene archiviata separatamente, così da poter confrontare eventuali variazioni o ripristinare una versione precedente in caso di errori. • Questa funzione è fondamentale soprattutto quando il venditore modifica un documento durante l'analisi: l'*advisor* può infatti verificare se tali modifiche incidano su valutazioni già effettuate o richiedano ulteriori approfondimenti.

La tabella che segue rappresenta una ***checklist* strutturata** dei principali documenti da inserire nella VDR, suddivisi per area tematica (legale, contabile, fiscale, finanziaria, HR, IT, ecc.). Per ciascun documento è previsto uno spazio destinato alla compilazione da parte dell'*advisor* incaricato, con la possibilità di annotare la data di caricamento, il responsabile del caricamento e ogni eventuale nota operativa o anomalia riscontrata. Questa *checklist* non ha solo funzione organizzativa, ma costituisce anche una **traccia di controllo** e uno strumento di verifica incrociata tra le diverse aree di analisi. In particolare, consente di:

- mappare con precisione lo stato di disponibilità dei materiali;
- rilevare tempestivamente eventuali lacune documentali;
- agevolare il processo di redazione delle osservazioni di due diligence;
- supportare la ricostruzione dei flussi informativi ai fini della negoziazione finale.

Checklist - Documentazione da rendere disponibile in Data Room			
Documento richiesto	**Data Upload**	**Responsabile Caricamento**	**Note**
Societaria e legale			
Statuto aggiornato e atti costitutivi			
Visure camerali e certificati di vigenza			
Libro soci e verbali assembleari ultimi 3 anni			
Patti parasociali e accordi di voto			
Procure, deleghe e poteri di firma			
Licenze, autorizzazioni e certificazioni obbligatorie			
Contabile e bilanci			
Bilanci completi ultimi 3 esercizi			
Situazione contabile infra-annuale			
Prospetto immobilizzazioni e ammortamenti			
Contabilità generale e piano dei conti			
Movimenti contabili principali per area			
Fiscale			
Modelli Redditi, IRAP, Iva, CU, LIPE, Esterometro			
F24 ultimi 3 anni			
Certificazioni uniche e modelli 770			
***Ruling* o interpelli presentati**			
Estratti cassetto fiscale e crediti			
Avvisi bonari, accertamenti, cartelle			
Contenziosi fiscali e verbali PVC			
Finanziaria			
Prospetto posizione finanziaria netta (PFN)			
Contratti di finanziamento e piani ammortamento			
Prospetti di *covenant* e compliance			
Situazione crediti scaduti e incassi			
Budget e piano industriale			
Contratti e commerciale			
Contratti attivi con clienti rilevanti			
Contratti passivi con fornitori strategici			
Accordi quadro, distribuzioni esclusive			
Termini generali di vendita e fornitura			

Checklist (segue)			
HR e personale			
Organigramma e ruoli			
Elenco dipendenti e dati contrattuali			
Contratti dirigenti e manager			
Contenziosi o precontenziosi			
Accordi sindacali o integrativi			
IT e *compliance*			
Elenco cespiti e immobilizzazioni			
Contratti IT e *outsourcing*			
Certificazioni ISO e ambientali			
Audit interni o esterni recenti			

1.4.3 Ruolo attivo del professionista nella gestione della VDR

Per il professionista contabile o fiscale, il corretto utilizzo della **Virtual Data Room (VDR)** non si esaurisce nella semplice consultazione passiva dei documenti disponibili. Al contrario, l'accesso alla VDR costituisce il punto di partenza per un'attività di indagine metodica, basata su logiche di verifica, correlazione e interpretazione critica delle informazioni caricate. Non basta "scaricare" e leggere: occorre **contestualizzare, verificare e tracciare** ogni elemento rilevante.

L'attività deve essere guidata da una metodologia rigorosa che impone di:

- **documentare ogni rilievo** in modo chiaro, sintetico e verificabile, indicando l'area tematica (es. fiscale, contabile, finanziaria), la fonte documentale esaminata (es. modello Redditi, contratto di *leasing*, verbale assembleare) e l'impatto potenziale sull'operazione (es. rischio di passività latente, rettifica all'EBITDA, effetto sulla PFN);
- **correlare le anomalie riscontrate** alla documentazione presente nella VDR, evidenziando discrepanze tra i dati riportati nei bilanci, nelle dichiarazioni fiscali o nei contratti e quelli effettivamente caricati o comunicati nella *data room*. Un'informazione non coerente non è solo un errore tecnico: può rappresentare un indicatore di rischio sottostante;
- **sollecitare integrazioni e chiarimenti**, attivando il canale del Q&A Log, ogni volta che un documento risulti incompleto, non aggiornato, contraddittorio o privo di allegati essenziali. In questa fase, il professionista deve agire con tempestività, poiché ritardi nella risoluzione di dubbi possono compromettere l'intero flusso di analisi.

Infine, è cruciale che tutte le **evidenze rilevate** siano successivamente raccolte e classificate in modo funzionale all'attività negoziale. La due diligence, come abbiamo più volte evidenziato, non è fine a sé stessa: è lo strumento con cui il compratore acquisisce **leva informativa e contrattuale**. Per questo motivo, la qualità con cui vengono presentati i rilievi può determinare in modo diretto l'efficacia della trattativa.