

La Due diligence come strumento di garanzia nelle operazioni di acquisizione

In un ambiente economico e societario, come il nostro, in continuo mutamento in cui molti investitori nazionali ed internazionali pongono in essere operazioni di natura straordinaria e di acquisizione aventi come obiettivo la creazione di nuove strutture operative, appare indispensabile mettere in rilievo la complessità del processo che conduce alla valutazione della società oggetto di acquisto, anche detta attività di *due diligence*.

Definizione di due diligence ed ambiti operativi

Non è semplice fornire una definizione esaustiva di *due diligence*.

Una prima interpretazione letterale deve essere ricercata nel diritto anglosassone, dove tale termine indica la "dovuta diligenza" cui è tenuto il professionista nello svolgimento di un incarico professionale per conto del cliente. Attualmente, però, questa espressione richiama per lo più l'insieme delle indagini, generalmente di natura preventiva, svolte da un gruppo di professionisti nelle aree di rispettiva competenza (legale, fiscale, finanziaria, contabile ed ambientale) avente ad oggetto una determinata società e/o un gruppo di società ed il complesso delle sue attività, al fine di verificare la concreta fattibilità ovvero individuare le concrete modalità operative da seguire per il perfezionamento di operazioni di varia natura, tra le quali si possono menzionare principalmente le seguenti: erogazione di finanziamenti, vendita di beni immobili, effettuazioni di perizie, quotazioni al mercato di Borsa, operazioni di offerta pubblica di titoli, operazioni di management buy-out, attività di c.d. investigation, normalmente commissionate da una parte della compagine societaria (es. un gruppo di azionisti) al fine di ricevere chiarimenti su aspetti della società eventualmente non chiari così da poter individuare possibili frodi, fatti illeciti e distrazioni di attività aziendali.

In questa sede, tuttavia, verranno principalmente messe in rilievo le problematiche connesse al procedimento di *due diligence* nell'acquisto d'azienda e di partecipazioni.

Nell'ambito delle operazioni di acquisizione, la *due diligence* assume notevole rilievo dal momento che i risultati ottenuti sono suscettibili di influire sostanzialmente sugli sviluppi successivi dell'operazione, anzi la stessa si pone quale strumento fondamentale per decidere se procedere o meno nell'acquisizione, come impostare l'operazione, quale prezzo possa essere considerato congruo nonché quali garanzie contrattuali sia opportuno richiedere al venditore.

Una caratteristica fondamentale di quest'attività è la variabilità del suo contenuto. Nessuna *due diligence* è simile ad un'altra. Piuttosto, ogni incarico di *due diligence* si sostanzia in un intervento unico costruito *ad hoc* per le esigenze del singolo cliente e per il raggiungimento del suo obiettivo. Va da sé, l'impossibilità di stabilire uno standard predefinito di riferimento.

L'acquisto di azienda o di partecipazioni, in particolare, potrebbe essere programmato dall'investitore o potenziale acquirente per vari motivi quali: ampliare le proprie dimensioni, entrare in un nuovo mercato, estendere la propria produzione, eliminare pericolosi concorrenti (compatibilmente con le previsioni sull'anti-trust), aumentare la propria capacità produttiva od ottenere altre tipologie di sinergie.

E' di tutta evidenza, quindi, l'importanza di far emergere nel corso della *due diligence* i punti di forza e di debolezza della società target.

Ben vero, al fine di rendere più dettagliata e comprensibile l'esposizione, occorre a questo punto rilevare come sia possibile individuare specifici contesti aventi caratteristiche sostanzialmente diverse e tali da influenzare in modo rilevante le modalità operative di svolgimento della *due diligence*.

Un primo elemento di differenziazione consiste nel numero di potenziali acquirenti coinvolti nell'acquisizione: sulla base di tale elemento, in particolare, è possibile distinguere innanzi tutto tra acquisizioni c.d. "negoziate" e quelle di natura c.d.

“competitiva”. In linea di massima il *discrimen* consiste nel fatto che, mentre nelle acquisizioni negoziate la trattativa intercorre essenzialmente tra una parte venditrice ed una parte acquirente e la negoziazione segue le regole e le dinamiche di un'usuale trattativa tra privati; nelle acquisizioni competitive, la parte venditrice pone in essere una vera e propria gara tra una pluralità di potenziali acquirenti fissando unilateralmente termini e condizioni sia per la partecipazione alla gara che per la proposta acquisizione e, infine, scegliendo tra i vari concorrenti ammessi a partecipare quello che abbia offerto il prezzo più alto ovvero, più in generale, condizioni più vantaggiose per il venditore.

Ben vero, procedendo ad un confronto critico delle due procedure, emerge una maggiore rigidità delle acquisizioni competitive rispetto alle negoziali, sia sul piano procedurale, stante l'unilaterale predisposizione delle condizioni richieste per essere ammessi alla gara nonché la necessità di assicurare in tutte le fasi della procedura il rispetto della *par condicio* tra i concorrenti, da qui l'impiego da parte del venditore di accorgimenti quali il ricorso alla *data room*; sia sul piano contenutistico, stante l'assenza della *check-list* normalmente predisposta dall'acquirente con riferimento ai documenti di target che intende esaminare.

Entrando maggiormente nel dettaglio, si può poi osservare quanto segue.

Per quanto concerne le acquisizioni negoziate, caratterizzate dalla natura non concorrenziale delle trattative, ogni singolo aspetto dell'acquisizione, le sue singole fasi, le concrete modalità operative di svolgimento e la sua tempistica, gli specifici termini e condizioni del contratto di acquisizione, sono in linea di massima oggetto di specifiche trattative - anche estremamente lunghe e complesse - ed accordi tra le parti coinvolte nell'operazione.

Va da sé, l'eterogeneità degli accordi, delle dinamiche e delle tempistiche che le parti possono seguire per il perfezionamento di un'operazione.

Ad ogni modo, occorre rilevare che generalmente le attività di *due diligence* sono compiute dal potenziale acquirente prima che si addivenga alla sottoscrizione del

contratto. In tal caso, la funzione principale della *due diligence*, detta anche "pre-execution review", è quella di verificare le effettive condizioni di fattibilità della programmata acquisizione, nonché di condurre eventualmente ad una rideterminazione del prezzo talvolta già indicato, seppur in via preventiva, in documenti di natura precontrattuale (ad esempio nella lettera di intenti); ad una modifica dell'oggetto dell'operazione (per cui, il potenziale acquirente potrà orientarsi nel senso dell'acquisto dell'azienda o di un ramo di azienda della target anziché di una partecipazione sociale, e viceversa); alla richiesta da parte del potenziale acquirente di inserire nel contratto specifiche garanzie a copertura delle passività potenziali individuate e/o obbligazioni da far adempiere al promittente venditore sempre anteriormente al closing; ad optare, addirittura, per l'interruzione della negoziazione.

Ovviamente, in tale contesto, gli interessi delle parti sono contrapposti: per cui, da un lato, il potenziale acquirente avrà interesse a che sia ad esso garantito un accesso incondizionato o estremamente ampio a tutte le informazioni relative alla società target, dall'altro, il potenziale venditore avrà invece interesse a che la controparte — che spesso è un operatore concorrente del potenziale venditore — non venga in possesso, prima che l'acquisizione sia perfezionata, di informazioni estremamente confidenziali o strategiche su target tali da poter essere utilizzate in modo strumentale e per finalità diverse dalla programmata acquisizione, o comunque, possa acquisire un livello di conoscenza tale da alterare a svantaggio del venditore medesimo l'equilibrio negoziale. Inoltre, il potenziale venditore, avrà interesse ad affermare, in sede di trattative, il principio in base al quale sarà escluso l'inserimento nel contratto di garanzie relativamente agli aspetti ed alle problematiche di cui il potenziale acquirente abbia acquisito conoscenza nel corso della *due diligence* (relativamente a tale punto, si veda oltre la parte dell'elaborato dedicato alle "Rep. & Wars").

Ciò significa che il potenziale venditore, sostenendo il principio di derivazione anglosassone della c.d. "disclosure", tende a convincere la controparte del fatto che la *due*

diligence costituisce uno strumento esaustivo di conoscenza della target in grado di tutelare in modo completo gli interessi dell'acquirente. Del resto, la prudenza e la preoccupazione del potenziale venditore saranno tanto più ragionevoli e legittime quanto meno vincolante risulti l'accordo sottoscritto dalle parti preliminarmente alle attività di *due diligence* e meno circostanziati siano gli obblighi di *riservatezza* assunti in tale sede dal potenziale acquirente. Va da sé, che l'ambito di estensione delle informazioni rese disponibili sarà destinato a variare in ogni singola transazione e sarà determinato concretamente dalla combinazione di vari fattori, tra cui certamente quello maggiormente rilevante è individuabile nella forza e nel peso contrattuale rispettivamente rivestito dalle parti coinvolte.

Accanto alle ipotesi di pre-execution review, merita invece di essere segnalata l'ulteriore tendenza di richiedere ed intraprendere un'attività di *due diligence* solo successivamente alla sottoscrizione tra le parti di un vero e proprio contratto preliminare o addirittura di un contratto definitivo di acquisizione della target, c.d. "post-execution review".

In tal caso, l'individuazione di aree di rischio e passività potenziali può comportare, ove contrattualmente prevista, la rettifica del prezzo, la richiesta di indennizzi, ovvero l'esercizio di eventuali diritti di recesso o di risoluzione da parte dell'acquirente.

E' evidente che, in tale ipotesi, estremamente diversa è la funzione da attribuire alle attività di *due diligence*, le quali non sono più volte a verificare preliminarmente la concreta fattibilità dell'operazione ma, piuttosto, a verificare la congruità del prezzo indicato ed offerto nel contratto (ad esempio, mediante l'accesso e l'esame delle scritture contabili aggiornate della target) e se del caso procedere ad aggiustamenti dello stesso, nonché quello di verificare l'esistenza di gravi profili di rischio che possano legittimare la richiesta di ulteriori aggiustamenti, ovvero di specifiche richieste di indennizzo, ovvero condizionare la sottoscrizione del contratto definitivo (qualora la post execution review sia condotta dopo la firma del preliminare) se non, addirittura, legittimarne la risoluzione.

Come anticipato, accanto le acquisizioni c.d. negoziate troviamo anche le acquisizioni competitive caratterizzate dal fatto che l'azienda o le partecipazioni della target sono offerte in vendita ad una pluralità di potenziali acquirenti, mediante l'indizione di una vera e propria gara i cui principali criteri e requisiti di ammissione sono stati preliminarmente determinati dal venditore prima di ammettere i vari potenziali acquirenti alla competizione.

Sviluppatasi negli ultimi anni, tale tipologia di acquisizione ha trovato applicazione soprattutto in occasione della dismissione da parte dello Stato — o di Enti pubblici di varia natura — delle partecipazioni da questi detenute in società per azioni operanti in settori interessati da provvedimenti di privatizzazione. Alla stessa si è inoltre fatto ricorso anche in occasione della cessione di società e/o gruppi di rilevanti dimensioni, e ciò con l'obiettivo di coinvolgere nella trattativa una pluralità di potenziali acquirenti e di riuscire in tal modo a massimizzare quanto più possibile il corrispettivo offerto per l'acquisizione di tali società.

Nell'ambito di tali acquisizioni, l'attività di *due diligence* viene svolta dal potenziale acquirente non tanto al fine di valutare l'opportunità di procedere o meno con l'acquisizione in quanto tale opportunità è in linea di massima già stata valutata nelle prime fasi della procedura (attraverso la pubblicazione, da parte del potenziale offerente, della c.d. manifestazione di interessi) ed all'esito dell'esame dell'*information memorandum* (ossia una sorta di sintetico prospetto informativo nel quale sono indicati i principali elementi della società alienanda), quanto piuttosto al fine di acquisire la maggiore quantità di dati possibili, necessari a determinare il corrispettivo da offrire all'Amministrazione o Ente alienante. Rispetto, inoltre, alla c.d. acquisizione negoziata, tale tipo di contratto è, di fatto, predisposto dalla parte venditrice e, al contempo, le possibilità per il partecipante di negoziare alle modifiche del testo proposto sono estremamente limitate.

Aree della due diligence

Come già anticipato le aree della *due diligence* possono essere molteplici e variano a seconda del tipo di attività svolta dalla target. Di solito, tuttavia, le aree interessate sono:

- i) l'area strategica e di mercato, utile al cliente per acquisire una visione completa non solo del mercato in cui opera la società target ma anche delle opportunità dalla stessa offerte, siano esse presenti o prospettiche (mercato, concorrenza, clienti, prodotti, know how). Si cerca anche di fornire uno scenario completo dei seguenti elementi: storia della società, amministrazione e controllo, risorse umane, management e cultura manageriale;
- ii) l'area contabile e finanziaria che, attraverso un'analisi di tipo storico (ad es. ultimi 3 esercizi) e di tipo prospettico dei dati di bilancio e finanziari della target, consente al cliente di avere una corretta indicazione dello stato di salute della società; iii) l'area fiscale, volta a fornire al cliente uno scenario della situazione passata (esempio, periodi d'imposta ancora aperti), così da verificare quale sia stato il *modus agendi* della società e tenere indenne l'acquirente da eventuali passività fiscali già esistenti o che potrebbero emergere in futuro, relativamente ad adempimenti fiscali o accadimenti posti in essere dal venditore in data antecedente alla vendita del business; iv) l'area ambientale, in cui si cerca di verificare l'esistenza di rischi di natura ambientale collegati all'attività posta in essere dalla target e l'esistenza di eventuali oneri e passività derivanti da tale attività; v) l'area dei sistemi informativi, attraverso cui il cliente viene a conoscenza dei sistemi informativi della target e/o delle difficoltà di integrazione dei sistemi *de quibus* con quelli utilizzati dal potenziale acquirente; vi) l'area legale, attraverso cui il cliente viene posto a conoscenza della situazione esistente nella target e degli eventuali rischi derivanti dai rapporti giuridici posti in essere dalla stessa e ciò con il dichiarato scopo di tenere indenne l'acquirente da eventuali responsabilità pregresse o attuali di natura contrattuale in cui il venditore possa essere incorso.

Ciò posto, procedendo sempre nella disamina dell'attività di *due diligence*, se ne possono individuare diverse tipologie.

Tipologie di due diligence

Imanzi tutto, una prima distinzione può essere fatta tra full due diligence e limited due diligence. Per cui, nel primo caso l'attività di *due diligence* si estenderà a tutta l'area d'indagine tipicamente analizzata nel corso di verifica della società target, quali: l'intera area legale, piuttosto che l'intera area fiscale, ambientale, o contabile. Nel secondo caso gli obiettivi indicati dal cliente sono limitati, così come i singoli settori che devono essere verificati sulla società target.

A titolo esemplificativo si consideri il caso in cui il potenziale acquirente sia a conoscenza della posizione di mercato del business oggetto di acquisizione ma desideri acquisire maggiori informazioni sulla condotta giuslavoristica tenuta dalla società al fine di accertare l'esistenza di contenziosi pendenti o anche solo potenziali. Ben vero, nel caso di specie, appare evidente che gli advisors potranno in essere esclusivamente una verifica circoscritta al settore lavoristico e ciò al fine di verificare l'esistenza di problematiche a questo afferenti.

Una seconda distinzione può essere fatta fra la *due diligence* effettuata dall'advisor che ha quale cliente l'acquirente, la quale pende il nome di "buyer due diligence", da quella effettuata dall'advisor che ha quale cliente il venditore ed in tal caso si tratterà di "vendor due diligence".

In particolare, mentre nella prima, l'advisor cercherà di dare enfasi ad aspetti critici o di rischio (fiscale, legale) eventualmente emersi, nella seconda l'advisor cercherà, compatibilmente con i profili di responsabilità eventualmente emergenti dal tipo di attività svolta, di facilitare il processo di vendita. Pertanto, egli dovrà informare il venditore in maniera tempestiva circa l'esistenza di problematiche, al fine di evitare pericolose interruzioni nelle trattative di acquisto o impreviste riduzioni del valore della

società target. Appare evidente che, in quest'ultimo caso, sarà la stessa società target a commissionare ad uno o più consulenti l'attività di indagine sui propri conti e sulla propria attività; ciò normalmente si verifica o nella fase precedente la quotazione sul mercato regolamentato o quando la target, alla ricerca di potenziali soci o compratori, vuole fornire, per ragioni di trasparenza e di chiarezza, una dettagliata fotografia della propria realtà aziendale.

Infine, una particolare modalità di *due diligence* è data dalla "data room", laddove con tale termine è consuetudine individuare l'attività limitata di verifica che viene spesso svolta presso la sede dell'advisor del venditore e che consiste nell'analisi dei documenti ivi esistenti e messi a disposizione del venditore.

Fasi della due diligence nella procedura negoziata

Una volta definiti gli ambiti operativi e le differenti tipologie di *due diligence*, è opportuno ora procedere all'analisi delle fasi in cui tale attività consiste. In genere, la *due diligence* è preceduta da un accordo precontrattuale tra le parti, contenuto nella c.d. lettera di intenti (o MOU, Memorandum of Understanding); com'è noto, si tratta di un documento non vincolante per quanto riguarda le rispettive obbligazioni di acquistare e vendere, che saranno formalizzate solamente nel successivo contratto.

La lettera di intenti prevede, per lo più, lo svolgimento della *due diligence* e talvolta contiene criteri di valutazione della target che devono essere completati sulla base di elementi da enuclearsi nello svolgimento della *due diligence*. Nella lettera di intenti, in particolare, i potenziali contraenti possono delimitare l'ambito della attività d'analisi (circoscrivendola ad esempio ad una singola area) nonché determinare le modalità di svolgimento della stessa, regolamentando l'accesso alla documentazione rilevante e gli obblighi di collaborazione da parte del management della target.

Sempre antecedente alla *due diligence* è, inoltre, la predisposizione di un questionario (c.d. check-list) contenente un elenco di documenti relativi alla target che l'acquirente intende esaminare.

Il contenuto della check-list, solitamente, viene determinato congiuntamente ai professionisti che procederanno alla *due diligence*. Una volta redatta, la check-list dovrà essere trasmessa al potenziale venditore, che viene così informato dei profili cui è interessata la controparte.

Ben vero, poiché di solito il potenziale venditore richiede che dalla check-list siano eliminate alcune categorie di documenti, sulla scorta di una loro asserita inesistenza presso la società o, comunque, di una loro irrilevanza ai fini della acquisizione, risulterà opportuno far sottoscrivere la check-list al potenziale venditore ed eventualmente allegarlo al contratto di acquisizione, per le seguenti ragioni: qualora il contratto non sia concluso e sorga una controversia a seguito dell'interruzione dalle trattative, dovuta al reperimento di documenti di cui il potenziale venditore aveva originariamente negato l'esistenza, la sottoscrizione della check-list da parte di quest'ultimo potrà rilevarsi utile al fine di valutare il comportamento delle parti in sede precontrattuale e quindi rivelarne e/o documentarne la buona fede nel corso delle trattative (ai sensi degli artt. 1337 e ss. del Cod. Civ.); qualora invece il contratto di acquisizione venga singolarmente sottoscritto, l'allegazione al contratto della check-list, sottoscritta dal venditore, potrà comunque risultare utile per verificare la sussistenza di profili di responsabilità e di connessi obblighi di indennizzo in capo al venditore (se non addirittura, in casi estremi, la stessa annullabilità del contratto per errore o per dolo), a seguito dell'emersione di passività o insussistenze di attivo imputabili alla gestione precedente al closing e del connesso reperimento, post closing, di documentazione ulteriore rispetto a quella elencata nella check-list e fornita in sede di *due diligence*.

Ciò posto, le parti dovranno altresì accordarsi sulle specifiche modalità investigative da impiegarsi o, più esattamente, sulle modalità di accesso da parte del potenziale

acquirente alla documentazione o alla possibilità di contattare il management della società al fine di ottenere informazioni e spiegazioni verbali.

Naturalmente, anche in tal caso rileveranno gli opposti interessi in gioco, atteso che dal un lato l'acquirente mirerà ad ottenere quante più informazioni possibili e la massima libertà di conduzione dell'indagine, mentre, dall'altro, il venditore tenterà di delimitare e controllare le informazioni fornite all'acquirente, soprattutto con riferimento alle informazioni che potrebbero avvantaggiare la controparte anche nel caso in cui la trattativa si interrompa e non si pervenga quindi alla sottoscrizione del contratto di acquisizione.

Ben vero, da un punto di vista pratico, l'interesse del potenziale venditore può essere soddisfatto o mediante l'allestimento della "data room" in cui i potenziali acquirenti si alterneranno nell'esame della documentazione o offrendo una serie di puntuali risposte scritte ai quesiti contenuti nella check-list ovvero una sintesi del contenuto dei contratti ivi elencati, senza però fornire copia della relativa documentazione. In tali casi, però, poiché è evidente il rischio del potenziale acquirente di ottenere informazioni incomplete, è auspicabile che l'attività di indagine possa esplicarsi in modo libero e quanto più possibile diversificato. A tal fine, sarà opportuno procedere sia raccogliendo informazioni in loco, ossia presso la target, sia svolgendo colloqui con il management che possa fornire il quadro più attendibile della situazione e sia altresì in possesso della "memoria storica" della società. Sarà opportuno, inoltre, individuare e raccogliere informazioni eventualmente già di pubblico dominio o in possesso di soggetti terzi, di cui sia possibile ottenere la collaborazione; così, ad esempio, potrà essere opportuno effettuare un'attenta analisi delle visure camerali disponibili ovvero del sito internet della target.

Ovviamente, alla valutazione dei rischi e delle opportunità connesse all'operazione, risulterà prodromico l'esame critico della struttura della target e ciò con il dichiarato fine di identificare quegli elementi di criticità che possano compromettere, pregiudicare o, comunque, aggravare le potenzialità di rischio e, pertanto, l'esito stesso dell'operazione.

A tal fine risulterà essenziale procedere attraverso l'assunzione di una serie di informazioni relative non solo alla conformazione storico-ambientale, alla struttura del capitale nonché all'organizzazione ed al funzionamento della società e dei propri organi, ma anche allo scopo imprenditoriale dichiarato e quotidianamente realizzato da target.

Ovviamente, il consulente incaricato di svolgere la *due diligence*, non potrà non risultare influenzato — nella conduzione delle proprie ricerche — dalle ragioni che spingono la proprietà e/o il management aziendale ad intraprendere un progetto di dismissione in funzione di precise prospettive economiche e finanziarie degli azionisti o delle imprese medesime. I motivi, infatti, che possono spingere un soggetto ad alienare una azienda possono essere molteplici (economici o extra economici, interni o esterni), e così: i) situazioni di squilibrio economico non immediatamente reversibile; ii) difficoltà di reperire i finanziamenti adeguati alle esigenze di una equilibrata e duratura gestione; iii) assenza di validi successori; iv) bisogno di procedere a ristrutturazioni dell'impresa ed impossibilità ad effettuarle per carenza di mezzi finanziari; v) eventuali vantaggi di ordine fiscale che possono essere legati a tali operazioni, soprattutto se contestualizzate infragruppo; vi) necessità o volontà, per motivi personali, di ritirarsi dall'attività ed oltre.

Ciò posto, occorre rilevare che sotto il profilo dell'indagine dell'organizzazione societaria, l'attività di *due diligence* legale, in quanto indirizzata alla risoluzione di problemi talvolta complessi tal altra di ordinaria amministrazione, avrà ad oggetto se riferiti agli ultimi anni:

- la globalità dei libri sociali della società target, quali i verbali del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale, dell'assemblea tanto degli azionisti quanto degli obbligazionisti, al fine di trarne informazioni utili sull'attività svolta e/o progetti rilevanti, oltre ad evidenziarne possibili irregolarità idonee a generare controversie, ed in relazione alle quotate, gli atti, i documenti e le comunicazioni previste dall'art. 114 t.u.f. in materia di comunicazioni al pubblico, dall'art. 120 t.u.f. in materia di obblighi di comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e dall'art. 122 t.u.f. sui patti parasociali, oltre che il

prospetto di quotazione iniziale ed eventuali comunicazioni e prospetti relativi a successive sollecitazioni;

- la generalità dei rapporti giuridici posti in essere dalla società target riferibili a proprietà e/o assets alla medesima intestati ed ancora: contratti infragruppo, contratti di confidenzialità, obblighi di non concorrenza, documenti relativi ad assicurazioni, contratti stipulati nell'esercizio dell'oggetto sociale (contratti di fornitura, di appalto, di leasing finanziario, di locazione, di factoring, di software, di joint venture e di cooperazione, di fidejussioni, di finanziamento ed oltre), proposte in corso; marchi, licenze ed autorizzazioni; contratti di lavoro subordinato, i contratti di opera, di collaborazione esterna e di lavoro parasubordinato; l'elenco del personale dipendente, inquadramento e retribuzione lorda ed informazioni sul CCNL; operazioni straordinarie sul personale quali, licenziamenti collettivi e/o messe in Cassa Integrazione ed ancora, programmi di previdenza integrativa, prepensionamenti/liquidazioni e compensi differiti, inesistenza di fringe benefits a favore del personale e amministratori; informazioni sui rapporti con i sindacati
- l'ottemperanza di tutte le disposizioni vigenti in materia di sicurezza sul lavoro, di retribuzione e contribuzione, nonché tutela dei dati personali;
- ogni tipo di rapporto obbligatorio non correttamente adempiuto e, quindi, potenzialmente idoneo a generare controversie giudiziali o stragiudiziali;
- accordi parasociali potenzialmente limitativi della possibilità di cessione o tali da determinarne le modalità;
- la presenza nei contratti stipulati con i terzi di clausole vessatorie, abusive o, comunque, non conformi al nuovo assetto legislativo comunitario;
- ogni singola controversia, attualmente pendente avanti l'autorità giudiziaria civile o penale, in cui la target è parte, onde ipotizzarne il possibile esito anche a mezzo di consulenti esterni, e che potrebbe concludersi con una condanna.

E' di tutta evidenza, infatti, che la pendenza di controversie in materia di lavoro, di procedimenti monitori ovvero esecutivi o anche l'esistenza di azioni tese a risolvere contratti in essere per inadempimento, costituiscono a tutti gli effetti elementi presuntivi, gravi, precisi e concordanti di negatività che dovrebbero indurre la società committente a rivalutare l'opportunità di portare a compimento l'operazione di acquisizione, o quanto meno a cautele in sede contrattuale.

Premesso quanto sopra, all'esito dell'attività di *due diligence*, sarà poi dovere del consulente legale, in osservanza dell'art. 2236 C. C., redigere un rapporto (c.d. report) teso ad individuare su ogni singolo aspetto dello stato di salute della target le aree c.d. critiche ed oscure rispetto alle quali è necessario svolgere un'indagine più approfondita, in quanto potenzialmente idonee a generare nuove obbligazioni in capo alla società committente, n.q. di futura proprietaria e/o azionista della società target.

Considerato, inoltre, il rapporto di natura fiduciaria che lega le parti, va poi rilevato che il buon professionista, osservando la diligenza richiesta dall'art. 1176 comma 2 del Cod.Civ., non limiterà la propria attività a un mero research del suddetto status, ma dovrà anche proporre vie alternative all'acquisizione, ove riscontrasse che l'operazione non garantisce sufficienti margini di positività.

Se, infatti, dovessero permanere elementi d'incertezza, l'acquirente cercherà di tutelarsi facendosi rilasciare una spiegazione scritta sullo specifico aspetto non chiaro, quale ad esempio uno schema riassuntivo di tutti gli immobili di proprietà, utilizzati in leasing o in base a contratto di locazione, con specificazione degli identificativi dati catastali e dei relativi indirizzi.

Una volta esaurita definitivamente l'attività investigativa, si procederà infine all'analisi incrociata dei singoli report di settore ed alla redazione di un report definitivo cui potrà essere allegato, su richiesta dell'acquirente, anche un riassunto (*executive summary*) limitato all'esposizione succinta delle questioni di maggiore rilievo che, come

tali, possono influenzare le successive determinazioni dell'acquirente in ordine all'acquisizione.

Detto report, potrà anche accorpate le singole *due diligence* settoriali.

Ben vero, al fine di evitare incoerenze fra l'una e l'altra area d'analisi ed, eventualmente, farà emergere profili di rischio inizialmente non evidenti, sarà consigliabile un confronto critico fra le diverse aree.

Tipico caso di interazione tra i diversi settori della *due diligence*, ad esempio, potrebbe essere rappresentato dall'utilizzo delle informazioni assunte in sede di *due diligence* legale, relativamente al contenzioso, in materia di verifica contabile della congruità dei fondi rischi iscritti in bilancio.

Due diligence legale

Ben vero, con riferimento a tale area di analisi, i cui obiettivi peraltro sono già stati evidenziati in precedenza, va detto che il relativo report si apre solitamente con una breve storia della società in cui s'indica la data della costituzione, i dati relativi al capitale e alle azioni, ai soci ed alle partecipazioni rispettivamente detenute, procedendosi poi alla descrizione delle variazioni intervenute negli assetti societari, quali ad esempio aumenti o riduzioni di capitale, trasferimento delle partecipazioni, acquisto di partecipazioni in altre società, fusioni o scissioni. Segue un sintetico esame dei libri sociali e ciò al fine di individuare l'esistenza di vincoli reali (es. pegni) sulle partecipazioni, e di verificare, tra l'altro, la correttezza delle delibere di approvazione dei bilanci e di nomina degli amministratori.

In tale report, ovviamente, assumerà un ruolo rilevante il libro verbale del consiglio di amministrazione, in cui si possono rinvenire dati importanti in ordine all'erogazione di finanziamenti, al contenzioso in essere o potenziale e a decisioni rilevanti al punto di vista gestionale.

Analoga evidenza assumerà l'esame dello statuto vigente. Tale esame, in particolare, dovrà essere diretto ad evidenziare quelle clausole che, per il fatto di disciplinare, ad esempio, l'amministrazione *latu sensu* intesa della società — quali ad esempio maggioranze, *quorum*, costitutivi e/o deliberativi — ovvero la trasferibilità delle azioni o quote, sono suscettibili di assumere rilievo nell'ambito dell'operazione cui la *due diligence* è preordinata.

Potranno così essere evidenziate clausole disciplinanti:

- eventuale previsione di diritti di opzione e/o di prelazione;
- eventuale facoltà dei soci di effettuare finanziamenti alla società

Particolare attenzione dovrà essere inoltre data all'esistenza di clausole invalide o che, comunque, potrebbero comportare un impatto significativo nell'ambito di un'eventuale acquisizione di partecipazioni sociali. Più precisamente, clausole quali quelle: di prelazione, con cui i soci cercano di salvaguardare il loro interesse ad evitare l'ingresso in società di soggetti non graditi salvo poi ammetterlo solo ricorrendo "particolari condizioni" che tuttavia non possono mai sacrificare l'interesse del socio ad alienarle ad un prezzo non inferiore a quello di mercato, di gradimento¹ che subordinano il trasferimento delle azioni alla discrezionalità del Consiglio di Amministrazione (cfr. però art. 2355 bis C.C.), di "*simul stabunt simul cadent*" per cui l'intero consiglio s'intende decaduto anche al venir meno di uno solo dei suoi componenti (cfr. art. 2386 C.C. post riforma).

Nel caso in cui, poi, l'acquirente intenda divenire titolare di una partecipazione di minoranza, questi sarà interessato ad esaminare anche il contenuto di eventuali patti parasociali (cfr. artt. 2341 bis e ter post riforma, relativamente ai prescritti obblighi di

¹ In linea con l'assetto di fondo della riforma, volta ad ampliare lo spazio concesso all'autonomia privata nell'elaborazione dei vari modelli di organizzazione societaria, il legislatore prevede ora (ex art. 2355 bis) la possibilità di subordinare il trasferimento delle azioni al mero placet degli organi sociali. Nel risolvere un delicato problema interpretativo concernente la validità delle clausole c.d. di "mero" gradimento, il legislatore pertanto ammette espressamente l'efficacia a condizione tuttavia che sia fatto carico alla società o agli altri soci di riacquistare le azioni o di garantire il recesso dell'alienante.