


DUE DILIGENCE

- Contabile e fiscale
- Ambientale
- Legale
- Bancaria e per la quotazione AIM
- Giuslavoristica
- Compliance D.Lgs. 231/2001

2018

Marco FAZZINI

Questo testo  consultabile online su *La Mia Biblioteca*
Accedi a lamiabiblioteca.com: la prima biblioteca professionale digitale con migliaia di testi pubblicati da CEDAM, UTET Giuridica, IPSOA, il fisco, LEGGI D'ITALIA e Altalex in cui trovare risposte mirate, autorevoli e sempre aggiornate.

Per conoscere le modalità di accesso al servizio e di consultazione online, visita subito lamiabiblioteca.com

Il servizio di consultazione online del presente testo viene offerto al lettore a titolo completamente gratuito ed a fini promozionali del servizio La Mia Biblioteca e potrebbe essere soggetto a revoca dall'Editore

Copyright 2017 Wolters Kluwer Italia S.r.l.
Via Dei Missaglia n. 97 - Edificio B3, 20142 Milano

I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica, di riproduzione e di adattamento totale o parziale, con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm e le copie fotostatiche), sono riservati per tutti i Paesi.

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633. Le riproduzioni diverse da quelle sopra indicate (per uso non personale - cioè, a titolo esemplificativo, commerciale, economico o professionale - e/o oltre il limite del 15%) potranno avvenire solo a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da EDISER Srl, società di servizi dell'Associazione Italiana Editori, attraverso il marchio CLEARedi Centro Licenze e Autorizzazioni Riproduzioni Editoriali. Informazioni: www.clearedi.org.

L'elaborazione dei testi, anche se curata con scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche responsabilità per eventuali involontari errori o inesattezze.

Finito di stampare nel mese di ottobre 2017
dalla L.E.G.O. S.p.A.
Viale dell'industria, 2 - 36100 - Vicenza

3.1. LA DUE DILIGENCE NEL PROCEDIMENTO DI ACQUISIZIONE SOCIETARIA¹

3.1.1. Considerazioni introduttive

La c.d. "due diligence" designa una attività, normalmente di natura professionale, consistente nell'assunzione, prima, e nell'elaborazione poi di una rilevante mole di informazioni riferite a un particolare soggetto giuridico (*target*), finalizzata a far emergere in un documento finale (*report*) tutti quegli aspetti ritenuti rilevanti, in relazione all'operazione cui la *due diligence* sia, volta a volta, funzionalmente collegata.

Con la *due diligence*, il soggetto che l'ha commissionata viene posto in condizione di adottare le proprie determinazioni circa l'*an* e il *quomodo* dell'operazione, con un grado di consapevolezza che sarà tanto più elevato quanto più mirata e accurata sia stata la attività di indagine.

Le informazioni concernenti il soggetto – c.d. "target" – prese in considerazione dall'indagine di *due diligence* vengono, ordinariamente, distinte in tre macro-settori: quello contabile, quello fiscale ed, infine, quello legale.

Da qui, la prassi professionale suole distinguere tra *due diligence contabile*, *due diligence fiscale* e *due diligence legale*.

Tale partizione, nel suo schematismo (sul punto, v. *infra*, 3.1.6), non deve essere sopravvalutata ed anzi assume un valore solo orientativo. Sono evidenti in effetti le interazioni tra i vari settori, giacché ad esempio una corretta *due diligence* legale non potrà prescindere dalle risultanze di bilancio, inclusa la nota integrativa; ed ancora una *due diligence* fiscale non potrà prescindere dalla corretta qualificazione civilistica dei presupposti d'imposta. Ferma tale doverosa precisazione, può dirsi che, in linea generale, l'indagine sui tre macro-settori sarà connotata, pur nella complementarietà delle informazioni, da diverso oggetto e metodologia, nonché da una propria finalità settoriale.

Volendo tentare – in questi limiti – di definire la finalità della *due diligence* legale, potrebbe dirsi che essa sia quella di analizzare le situazioni giuridiche soggettive attive e passive (diritti, obblighi, oneri, soggezioni, interessi legittimi, aspettative di diritto e così via) di cui sia titolare il soggetto *target*, evidenziando le criticità esistenti, ed esprimendo valutazioni prognostiche, anche in termini probabilistici, nell'ambito dei relativi rapporti giuridici.

Certo è che la *due diligence* legale prende in considerazione una mole di informazioni talmente vasta, da rendere ardua una definizione sempre valida della sua funzione

¹ Il presente paragrafo è stato redatto dal Prof. Giovanni Passagnoli.

3. Due diligence legale

concreta, la quale finisce con l'essere fortemente caratterizzata, in concreto, dalla natura dell'operazione a cui tale attività d'indagine sia, volta a volta, preordinata. È evidente del resto che non è necessario, e spesso neppure opportuno, che la *due diligence* comporti un'indagine a tutto campo sul *target* (c.d. "*full due diligence*"), e ciò per le ragioni più svariate. Può ben darsi, ad esempio, che colui che richiede l'esecuzione di una *due diligence* operi una selezione del campo d'indagine, appunto in ragione della natura della operazione che vuole porre in essere (mediante la predisposizione di una adeguata *check list*, v. *infra*), privilegiando l'analisi di determinati settori, e di contro escludendo o limitando il perimetro di indagine rispetto ad altri. Si pensi al caso di una *due diligence* commissionata da un finanziatore, nel settore delle *start-up* innovative: in tale ipotesi, obiettivo dell'indagine sarà essenzialmente l'esame della rispondenza del *core business* esercitato dal soggetto *target* ai criteri di finanziamento previsti dall'investitore. In una *due diligence* avente tale finalità verranno in principale rilievo fattori economici come la sostenibilità e la fattibilità del *business plan* predisposto dal *target*, lo stato patrimoniale di quest'ultimo, la domanda del mercato e l'esistenza di concorrenti; mentre le indagini di natura legale potranno in concreto assumere un ruolo del tutto marginale, limitato, per lo più, alla verifica dell'esistenza dei requisiti necessari per l'avvio dell'attività d'impresa e di eventuali impegni già assunti con terzi².

Parimenti, potrebbe accadere che il destinatario finale del *report* di *due diligence*, interessato a conoscere taluni aspetti giuridici del *target*, non lo sia invece ad altri, o comunque voglia o debba concentrare la propria indagine legale solo su determinate informazioni³. Più in generale, possono influenzare la predisposizione di una *check list* circoscritta fattori quali la necessità di limitare, per le ragioni più eterogenee, i tempi o i costi dell'indagine.

Se dunque il contenuto e la funzione della *due diligence* è influenzato dalla natura dell'operazione, dal contesto delle circostanze e dalle scelte anche soggettive dell'interessato all'acquisto, giova qui esplicitare che il prosieguo del discorso verrà

² Un ruolo di maggior spessore potrebbe, al più, assumere l'indagine sulla proprietà intellettuale di cui il *target* risulti o si fregi di essere titolare.

³ È il caso, ad esempio, di una *due diligence* compiuta in funzione della quotazione della *target* sui mercati regolamentati (IPO). In questo caso, la *due diligence* si concentrerà su quelle informazioni richieste dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e dai regolamenti attuativi adottati dalla Consob e da Borsa Italiana S.p.A. Conseguentemente, il settore legale di una simile *due diligence*, che generalmente sarà posta in essere nel periodo antecedente alla predisposizione della documentazione da allegare alla domanda di ammissione alla quotazione, avrà la funzione di verificare se le caratteristiche dell'emittente e dei titoli oggetto di emissione integrino i requisiti delle normative indicate per l'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati.

svolto con riferimento prevalente a un preciso ambito di applicazione: quello delle operazioni di acquisizione societaria.

Questa delimitazione del discorso è opportuna, oltreché in ragione dell'ampia diffusione che tali operazioni hanno raggiunto nella prassi, anche in considerazione del fatto che, come vedremo, è proprio nelle acquisizioni societarie che la *due diligence* legale lascia apprezzare appieno la propria funzione.

Gioverà perciò un breve *excursus*, ricognitivo della prassi, degli *standard* negoziali, che connotano il procedimento di acquisizione societaria e delle principali questioni che esso pone; prassi e questioni che, come vedremo, trovano proprio nell'attività di *due diligence* un proprio luogo qualificato.

3.1.2. L'acquisizione societaria: dalla lettera di intenti, al *sale and purchase agreement*, al *closing*

Sarà utile considerare in una prospettiva procedimentale l'acquisizione societaria, che ormai rappresenta una esperienza con *standard* consolidatisi progressivamente a partire dagli anni '80 del secolo scorso⁴. Da allora, in mancanza di nuove discipline *ad hoc*, la prassi si è adeguata – per certi versi potremmo dire anche acriticamente appiattita – su una trasposizione dell'esperienza giuridica degli ordinamenti di *common law* (principalmente avvenuta in seguito alla diffusione di operazioni transnazionali, nelle quali le parti sono sovente assistite anche da professionisti stranieri con tale *background* giuridico). Ciò ha determinato il diffondersi di un modello, che ad oggi può dirsi generalmente applicato, e che suole snodarsi attraverso tre diverse fasi:

- 1) la lettera d'intenti;
- 2) il *sale and purchase agreement*;
- 3) il *closing*.

⁴ Cfr. M. Irrera, *Le acquisizioni societarie: un fenomeno alieno alla ricerca di regola condivisa*, in M. Irrera (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, Zanichelli, Bologna, 2011, pag. XVII, che rileva altresì come la dottrina e la sporadica giurisprudenza intervenuta si fossero, fino a quel momento, occupate di altri temi, specie quello dell'operatività con riferimento al patrimonio sociale delle garanzie legali ove non fossero state previste garanzie contrattuali sostitutive (v. sul tema anche F. Bonelli, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, in F. Bonelli – M. De André (a cura di), *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990, p. 5).

La lettera d'intenti

Il primo momento, usualmente definito preparatorio, prende avvio con la manifestazione di interesse dell'acquirente all'acquisizione della società *target* (di seguito per brevità anche solo la *target*), resa mediante la *lettera di intenti*.

Sulla natura e sulla vincolatività di questa manifestazione di volontà non è possibile offrire in questa sede un adeguato approfondimento.

Dottrina e giurisprudenza convergono nel ritenere inappropriata ogni generalizzazione al riguardo. La prassi negoziale dimostra che tali lettere assumono tanti e tali contenuti da risultare suscettibili di differenti qualificazioni.

In certi casi esse costituiscono semplici c.d. "*puntuazioni*" o minute su taluni elementi del programma negoziale, rilevanti a fini probatori e in funzione di eventuali responsabilità precontrattuali di cui all'art. 1337 c.c.

In altre occasioni esse consistono in veri e propri contratti preliminari suscettibili, beninteso ove sia possibile, di esecuzione forzata *ex* 2932 c.c., ovvero anche, secondo il nuovo corso giurisprudenziale, in preliminari di preliminare⁵.

Il dibattito in ordine alla vincolatività o meno delle lettere d'intenti appare perciò viziato da una inopportuna generalizzazione: meglio sarà, con la appropriata assistenza legale, distinguere ogni volta in relazione al caso concreto.

Prescindendo dunque dalla loro possibile eterogeneità di natura ed effetti, la prassi ci indica che un *contenuto obbligatorio* pressoché stabile di tali lettere è costituito da alcune pattuizioni aventi la funzione di regolare lo svolgersi delle trattative.

Clausole comuni, in tal senso, sono quelle di *riservatezza*, con le quali le parti si impegnano a non divulgare a terzi le informazioni di cui vengano reciprocamente a conoscenza durante la negoziazione, gli accordi di *esclusiva* (*standstill agreement*), mediante i quali le parti, per un periodo di tempo predeterminato, si impegnano a non intraprendere ulteriori trattative con soggetti diversi, nonché quelle, tra le quali rientra appieno la stessa *due diligence*, di consentire l'accesso ai propri dati aziendali (*disclosure agreement*)⁶.

Il *sale and purchase agreement*

Una volta sottoscritta la lettera di intenti, la negoziazione tra le parti può finalmente rivolgersi alla sostanza dell'operazione, il cui risultato finale è solitamente raccolto in un accordo avente, salvo quanto di seguito si preciserà, natura di contratto preliminare. Tale accordo ha assunto nel nostro ordinamento il nome di contratto

⁵ Cfr. Cass., SS.UU., 6 marzo 2015, n. 4628 in *Riv. Not.*, 2015, 1, pp. 192 ss..

⁶ Cfr. A. Natucci, *Vicende preclusive, preparatorie, condizionanti*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, Giuffrè, Milano, 2006, I, pagg. 458-459 e ivi ulteriori riferimenti bibliografici.

di acquisizione, tuttavia è fortemente in uso nella prassi commerciale la denominazione originaria, di matrice anglosassone: *sale and purchase agreement*⁷.

L'oggetto mediato della acquisizione in genere consiste, sotto il profilo dell'interesse sostanziale perseguito dall'acquirente, nell'azienda, ramo d'azienda o in elementi del patrimonio sociale del *target*. La titolarità di simili *asset* societari potrebbe certo essere acquisita in via diretta, ad esempio, mediante una cessione d'azienda o di beni mobili od immobili; tuttavia è comune, per le più svariate ragioni, che l'acquisizione venga fatta in via indiretta, con il trasferimento, in favore del compratore, delle partecipazioni sociali del *target*.

Una simile scelta risponderà il più delle volte ad esigenze strategiche, poste (almeno in via di principio e salvo quanto si dirà) *a priori* rispetto alla *due diligence*; ed è evidente che una simile scelta condizioni sia il contenuto della *due diligence* che, correlativamente, quello del contratto cui essa è funzionale, principalmente, come vedremo, in ordine alle garanzie richieste dall'acquirente.

La scelta della acquisizione societaria fa sì che l'oggetto diretto della cessione sia costituito dalle partecipazioni sociali; laddove il patrimonio sociale ne costituisca soltanto l'oggetto indiretto o riflesso, in virtù dei poteri che il socio, tramite la società partecipata, è in grado di esercitare mediatamente su di esso.

Di per sé l'acquisto delle partecipazioni sociali non determina l'insorgere, in capo al cessionario, di alcuna garanzia in ordine alla consistenza ed alla composizione del patrimonio sociale, a favore dell'acquirente⁸.

Quest'ultimo ha dunque interesse a che vengano predisposte in suo favore adeguate garanzie di natura pattizia, relative sia alla consistenza netta del patrimonio del *target*, sia alla proprietà, libertà, e qualità dei beni – o quantomeno di alcuni beni più rilevanti, per valore o funzione – che lo compongono. Potremmo pensare ad esempio ad un acquirente che sia specificamente interessato alla acquisizione del patrimonio immobiliare della *target* e la *due diligence* abbia individuato dei profili di incertezza in ordine al titolo di provenienza di taluni beni⁹. Ove, per le più svariate ragioni (strategiche, tributarie, e così via), egli opti per la acquisizione delle parteci-

⁷ In argomento G. De Nova, *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Torino, 2017.

⁸ Cfr. V. Salafia, *Circolazione delle partecipazioni societarie*, in *Le Società*, 2014, pag. 1179; Terranova, *Le garanzie nella cessione delle partecipazioni sociali nella recente giurisprudenza italiana: Corte d'Appello di Milano, sentenza 2801/20131, Tribunale delle Imprese di Milano, ordinanza del 25 febbraio 20142 e Cassazione, sentenza 19693/2014*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2015, 12, pp. 1 ss.

⁹ Si pensi ai noti problemi relativi alla circolazione dei beni di provenienza donativa, che ben potrebbero presentarsi anche nell'ambito di operazioni societarie. Basti pensare al caso in cui l'immobile oggetto di interesse dell'acquirente sia stato conferito in società dal socio donatario e non sia decorso ancora un ventennio dalla trascrizione della donazione nei registri immobiliari.

3. Due diligence legale

pazioni sociali, in luogo del trasferimento degli immobili, si porrà il problema di acquisire una garanzia convenzionale per il caso di una eventuale evizione dei beni sociali.

Simili garanzie (note come "business warranties") sono comunemente collocate nell'ambito delle "representations and warranties", all'interno del contratto di acquisizione.

Si tratta di clausole normalmente strutturate in due parti: la prima, consistente in dichiarazioni rese dal venditore al compratore aventi ad oggetto una ricognizione analitica di determinate circostanze, costituenti ad esempio qualità dei beni o dei rapporti giuridici della *target* e così elevate a presupposti contrattuali; la seconda, consistente invece nell'assunzione di una obbligazione da parte del venditore, il quale è tenuto, per un periodo di tempo, ad effettuare a favore del compratore una prestazione – la cui natura appare talvolta indennitaria, talaltra risarcitoria – per il caso in cui le dichiarazioni rese si rivelino false o comunque errate.

Costituiscono, invece, elemento naturale del contratto le *legal warranties*. In effetti, l'acquirente ha interesse all'acquisto di partecipazioni che siano legittimamente alienate da chi può disporne efficacemente e che siano franche da evizioni o diritti di terzi e, più in generale, siano immuni da vizi.

Da questo punto di vista, una simile disciplina pattizia potrebbe apparire ultronea, giacché la sussumibilità del contratto definitivo, almeno in senso tipologico, nella disciplina della compravendita, rende di per sé applicabile, salva esclusione espressa, la garanzia per evizione e per vizi prevista dal Codice civile, relativamente, si intende, alle partecipazioni trasferite.

Non di meno i contratti di acquisizione fanno ampio uso di clausole relative anche a questi aspetti. Ciò da un lato si spiega con il riferito appiattimento su modelli contrattuali alieni¹⁰ (i quali tendono a una sorta di, invero irraggiungibile, completezza interna, sia a livello definitorio che di disciplina). Da un diverso punto di vista, la pattuizione di simili garanzie si rende altresì opportuna, in considerazione dell'esigenza di estendere e intensificare la disciplina legale, anche con riferimento alla constatata complessità ed eterogeneità degli statuti societari, grazie allo spazio che ormai trova in essi (e massimamente per le S.r.l.) l'autonomia privata. Si pensi, tanto per esemplificare, alla programmata acquisizione di una partecipazione che, ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., attribuisca al socio particolari diritti amministrativi o concernenti la distribuzione degli utili: la trasferibilità di tali particolari diritti all'avente causa potrà costituire una sorta di *qualità promessa* della partecipazione, giustificando una pattuizione espressa al riguardo.

¹⁰ Così, G. De Nova, *Il Contratto Alieno*, Giappichelli, Torino, 2010.

In generale poi, ove la *due diligence* faccia emergere che la circolazione delle partecipazioni di una società sia sottoposta a limiti statuari (prelazione, gradimento), è prassi inserire nel contratto di acquisizione una apposita condizione che subordini l'efficacia del trasferimento al mancato esercizio della prelazione, alla concessione del gradimento e così via: a ciò, per lo più dovrà provvedersi attraverso clausole delle quali tra breve si dirà, le *condition precedent*.

Infine, costituisce elemento essenziale del contratto di acquisizione la determinabilità del prezzo delle partecipazioni. Peraltro, deve segnalarsi che in molti contratti si usa non determinare il prezzo fin da subito, fissandone, piuttosto, i criteri di determinabilità. In tal senso, le parti usano predisporre clausole di *aggiustamento*, che rinviando l'individuazione del corrispettivo finale a successive indagini, per lo più di natura contabile, da condursi sulla società *target*, sia mediante *due diligence* successiva, sia mediante la designazione di appositi arbitratori contrattuali ai sensi dell'art. 1473 c.c.

Il *closing*

Veniamo così alla terza fase del procedimento, regolata nel contratto di acquisizione e denominata *closing*.

Anch'esso il ci appare più come un procedimento, quindi una concatenazione o combinazione di fatti e atti giuridici, che come un singolo atto conclusivo della acquisizione.

Con la conseguenza che – come è stato correttamente rilevato¹¹ – sarebbe riduttivo appiattare, in tutti i casi, il rapporto tra contratto di acquisizione e *closing* alla mera dialettica esistente tra contratto preliminare e contratto definitivo.

Vero è che la fase del *closing* culminerà solitamente nel trasferimento delle partecipazioni, secondo il regime di circolazione e di opponibilità proprio delle azioni e delle quote sociali; e tuttavia, le previsioni del contratto di acquisizione tendono a proiettare i propri effetti oltre la cessione, cioè oltre il contratto definitivo, poiché sono destinate proprio a regolare i rapporti tra le parti in un lasso di tempo più o meno esteso susseguente al *closing* (si pensi alle garanzie, alle clausole di aggiustamento del prezzo e così via).

Inoltre, quest'ultimo, lungi dall'esaurirsi in modo puntuale nella cessione delle partecipazioni, richiede sempre più spesso il compimento, per lo più preliminare o coevo, di diverse e molteplici attività, variabili in funzione della complessità dell'operazione posta in essere.

Molte di tali attività formano oggetto di un ultimo tipo di clausole usualmente inserite nei contratti di acquisizione: le *condition precedent*. Con esse, sotto forma di

¹¹ G. De Nova, *Il Sale and Purchase Agreement*, op. cit., pag. 15.

3. Due diligence legale

condizioni sospensive o risolutive, molteplici presupposti, tra i quali anche veri e propri contegni del venditore, o di terzi, come la stessa *target* o le società del gruppo di questa (si tratterà, sovente, di vere e proprie operazioni straordinarie, su cui vedi *infra*, par. 3.1.3), vengono qualificati alla stregua di eventi al verificarsi o meno dei quali è subordinata l'efficacia del contratto.

Parte dei rischi o dei presupposti legati alla acquisizione debbono così dissolversi, oppure concretizzarsi, nella fase del *closing*, ma anteriormente alla formale cessione, rispetto alla quale possono anche assumere rilievo dirimente.

3.1.3. Funzione strategica della due diligence legale

Così delineato il quadro di riferimento di questa sintesi, risulta maggiormente agevole evidenziare quale sia la funzione della *due diligence* legale nell'ambito del procedimento di acquisizione societaria.

Anzitutto, è necessaria una prima distinzione in ordine al momento in cui tale *due diligence* venga esperita. La prassi ne conosce due tipologie: la *pre-acquisition due diligence* e la *post-acquisition due diligence*.

Prendiamo, dapprima, in considerazione quest'ultima ipotesi. Essa si situa temporalmente al termine della procedura descritta nel paragrafo precedente, vale a dire a *closing* avvenuto. Invero, nella prassi è meno frequente osservare simili attività d'indagine postergate, tuttavia esse hanno una loro ben precisa ragion d'essere.

Si pensi al caso in cui l'acquirente, per ragioni di convenienza economica (quale potrebbe essere la partecipazione ad una imminente gara d'appalto), voglia addivenire in tempi relativamente rapidi all'acquisizione della società *target*. Una attività di *due diligence* preventiva potrebbe ritardare l'affare oltre i tempi consentiti: dunque, l'acquirente sarà indotto a concludere un contratto di acquisizione, pattuendovi *a priori* quante più garanzie possibili a proprio favore, nell'ambito della negoziazione con l'alienante. Dopodiché, al termine del procedimento di acquisizione, egli verificherà la sussistenza delle circostanze oggetto delle garanzie promessesgli, mediante la *due diligence* successiva sulla società acquisita, sì da azionare, sussistendone i presupposti, le tutele convenute.

Non a caso, in simili fattispecie, saranno frequenti sia le richiamate clausole di aggiustamento del prezzo (che trovano, come detto, in un controllo successivo, la loro *ratio*), sia le clausole con le quali una parte del corrispettivo venga in vario modo dilazionata, o depositata fiduciarmente sino all'esito della *due diligence* successiva, sì da rendere stragiudizialmente e speditamente attuabili le garanzie sopradette.

La prassi è comunque maggiormente orientata nell'esecuzione della *pre-acquisition due diligence*, anche in considerazione del fatto che, almeno in linea generale, le operazioni di acquisizione societaria vengono adeguatamente studiate, ponderate e formalizzate, anche in vista del reperimento della relativa provvista finanziaria.

Nella scansione del procedimento di acquisizione descritta al paragrafo precedente, la *pre-acquisition due diligence* viene normalmente compiuta dopo la sottoscrizione della lettera di intenti e prima della sottoscrizione del contratto di acquisizione.

Tale momento risulta essere quello maggiormente idoneo allo svolgimento delle indagini, per due ordini di ragioni.

Da un lato, è del tutto fisiologico che vi sia un lasso temporale piuttosto esteso per lo svolgimento delle trattative e per la predisposizione del contratto di acquisizione, mediante lo scambio di bozze via via sempre più puntuali.

Dall'altro, va considerato il fatto che, come abbiamo visto, proprio la *due diligence* è funzionale alla determinazione dell'*an* e del *quomodo* della acquisizione. In breve, è questa la fase in cui è imprescindibile per l'acquirente avere cognizione delle caratteristiche della società *target* e delle criticità che tali informazioni possono determinare, condizionando l'operazione acquisitiva o le modalità concrete della medesima.

In effetti, la *due diligence* legale risulterà funzionale alla individuazione dell'oggetto del contratto di acquisizione e, conseguentemente, del più appropriato strumento col quale perfezionare l'operazione.

Del resto, anche guardando alla sola compravendita delle partecipazioni sociali occorre distinguere nettamente circa le criticità che caratterizzano la acquisizione di una partecipazione totalitaria, di una di controllo o infine di minoranza: si pensi in particolare alla esigenza di stipulare o meno adeguati patti di *put and call*, oppure patti parasociali, od ancora di adottare adeguate modifiche statutarie e così via.

Peraltro, la prassi negoziale ha sensibilmente evoluto le modalità mediante le quali realizzare una acquisizione societaria, che risultano spesso dalla combinazione delle più svariate operazioni societarie con la cessione di una partecipazione.

Accade così che la compravendita della partecipazione si ponga in sequenza procedimentale con una o più operazioni straordinarie: si pensi al previo conferimento in una società veicolo dell'azienda o di un suo ramo; si pensi anche alle operazioni straordinarie di fusione, nelle loro varie forme che siano preordinate alla cessione; oppure che siano ad essa susseguenti, come accade tipicamente nelle varie tipologie di *leverage buy-out* consentite dall'art. 2501-*bis* c.c., al fine di massimizzare la leva finanziaria offerta proprio dal giro d'affari della società *target*. Si pensi ancora alla sequenza costituita dalla preventiva scissione, seguita dalla cessione delle partecipazioni di una delle società risultanti dalla scissione medesima.

Tanto per riportare un esempio diffuso in letteratura come nella prassi, si pensi al caso in cui la *due diligence* abbia evidenziato che la *target* eserciti la propria attività mediante più rami d'azienda e l'acquirente sia interessato a filevarne solamente uno. In tal caso, il semplice acquisto delle partecipazioni sociali non sarebbe coerente con l'interesse delle parti. Si potrebbe allora optare per lo strumento della cessione del ramo d'azienda o della partecipazione di una società *ad hoc*, che sia

3. Due diligence legale

conferitaria del medesimo. Tuttavia, potrebbe accadere che proprio con la *due diligence* si sia rilevato che l'esercizio dell'azienda della quale il committente intende rendersi cessionario risulti subordinato al possesso di requisiti o autorizzazioni di cui sia intestataria la società *target*, oppure che i contratti che costituiscono il fulcro dell'attività d'impresa subordinino al benessere di terzi ogni forma di successione nel rapporto. In simili casi, si potrebbe optare per una scissione della società *target* in due distinte entità sociali e procedere all'acquisto delle partecipazioni della sola società alla quale il progetto di scissione di cui all'art. 2506-bis c.c. attribuisca l'azienda o il ramo d'azienda destinato all'acquirente. Od ancora, ma con implicazioni ed effetti diversi, si potrebbe procedere allo scorporo dei rami d'azienda non interessanti per l'acquirente.

Vero è che ogni tentativo di esemplificare si infrange di fronte alla variabilità delle situazioni concrete: ma proprio ciò consente qui di ribadire conclusivamente il rilievo, anche strategico, della *due diligence* preventiva.

Proprio in considerazione della complessità che può connotare una acquisizione societaria risulta, a questo punto, evidente la funzione della *due diligence* legale: *orientare il contenuto del regolamento negoziale al fine di decidere se l'operazione debba o meno trovare attuazione ed in caso affermativo, con quale sequenza procedimentale rispetto ad eventuali operazioni societarie straordinarie, con quale combinazione di strumenti tecnici e con quali clausole, si da massimizzarne la convenienza per l'acquirente e da limitare la sua esposizione ai rischi ed alle criticità che l'attività d'indagine abbia rilevato.*

3.1.4. Il regolamento della *due diligence* e la *check list*

Prima di considerare introduttivamente quali informazioni vengano di norma esaminate mediante l'attività di *due diligence* legale¹², sono opportune alcune precisazioni su taluni aspetti operativi della attività d'indagine.

La *due diligence*, come abbiamo già avuto modo di riferire, consiste primariamente nell'acquisizione selettiva (e successiva elaborazione critica) di quante più informazioni possibili sulla *target*, funzionali alla operazione programmata.

Detta attività si caratterizza per essere una procedura fortemente invasiva negli affari della *target*. Ciò rende necessario un *regolamento*, comunemente delineato con apposito accordo fra le parti, il quale, nel caso di *pre-acquisition due diligence* potrebbe trovare una sua compiuta definizione già nella lettera di intenti, la quale in simili casi enuncia e regola, come detto, gli obblighi di *disclosure*.

Un simile accordo, di natura procedimentale, ha come primo oggetto la condivisione della *check list*. Tale documento viene predisposto dal soggetto che commis-

¹² Sulla cui analisi, si veda A. Marchini, *L'oggetto della due diligence civile e contrattuale*, nella presente opera.

sione la *due diligence* e trasmesso alla parte venditrice per la sottoscrizione; esso consiste in un elenco, più o meno dettagliato, di quali siano le informazioni che l'acquirente intende sottoporre a *due diligence*.

La *check-list*, solitamente, è suddivisa in aree tematiche e in ciascuna di esse vengono indicati quali siano i documenti che dovranno essere forniti dalla *target*. Questi ultimi, ove sia possibile (ad esempio, i libri sociali) vengono dettagliatamente elencati; altrimenti è prassi individuare dei criteri idonei alla loro selezione da parte del *target*: ad esempio, non avendo il committente contezza di quali possano essere i contratti sottoscritti dalla *target*, nella *check-list* si usa indicare quelli che si vogliono sottoporre a *due diligence* mediante l'individuazione di soglie di valore (i.e. "copia dei contatti di valore superiore a euro..."), oppure mediante un riferimento tipologico (*leasing*, fideiussione, locazione e così via), od ancora combinando tra loro i vari criteri.

Il regolamento della *due diligence* ha anche il compito di precisare quale sia il lasso temporale durante il quale essa può essere svolta e quali siano gli operatori che, per entrambe le parti, possono parteciparvi.

Non è escluso che vi siano più soggetti interessati a compiere la *due diligence* contemporaneamente. La procedura di acquisizione societaria può infatti essere condotta individualmente tra un venditore e un acquirente, ma può anche svolgersi con modalità competitive tra più acquirenti. In tal caso, il regolamento di *due diligence* deve avere cura di disciplinare i tempi e i modi di accesso alle informazioni sulla *target*, sì da garantire la parità di trattamento tra gli interessati. In simili ipotesi, maggiormente che in altre, è lo stesso venditore a predisporre un regolamento generale di *due diligence*, rivolto in modo indifferenziato a tutti gli interessati e a mettere a disposizione di questi le informazioni individuate nella *check list* che esso stesso ha elaborato.

In tutti i casi l'accesso alle informazioni potrà avvenire con modalità tradizionali, oppure sfruttando le moderne tecnologie, dunque in luoghi virtuali (le nuvole o "clouds") accessibili senza doversi recare fisicamente presso gli spazi della società *target*. Diversamente, la società *target* provvede ad adibire un locale, usualmente presso la propria sede per facilitare il reperimento della documentazione, all'interno del quale deposita, in vario formato, i documenti contenenti le informazioni che dovranno essere analizzate con la *due diligence* (*data room*, in contrapposizione alla *virtual room*).

In ogni caso, quale che sia la modalità pratica con la quale le informazioni vengono messe a disposizione dell'acquirente o degli acquirenti, occorre regolamentare l'accesso e individuare i soggetti che, per le parti coinvolte nelle operazioni, fungano da coordinatori dell'attività e da reciproci referenti. A tal fine, è bene tenere presente che l'indagine può prendere in considerazione oltre alle informazioni documentali anche le risultanze di appositi colloqui col *management*, i dipendenti e i

3. Due diligence legale

professionisti del *target*. Si rende così necessario disciplinare il coinvolgimento di simili soggetti nelle operazioni di *due diligence*, anche al fine di autorizzarli al rilascio di informazioni altrimenti riservate, se non segrete.

Un aspetto problematico che si presenta con frequenza nella prassi attiene all'insorgere dell'esigenza di richiedere *informazioni supplementari* rispetto a quelle elencate nella originaria *check list*. In effetti, proprio dalle informazioni comprese nella *check list*, o meglio dal loro esame critico, può discendere la necessità di svolgere ulteriori approfondimenti, che richiedano l'acquisizione e l'analisi di informazioni che in origine non erano state elencate. La *due diligence*, del resto, ci appare nel suo complesso come un'attività dinamica e suscettibile di evoluzione: man mano che gli esecutori assumono ed elaborano informazioni, è naturale – se non addirittura auspicabile in punto di metodo – che si ingenerino nuovi dubbi e si presentino nuove questioni da verificare e, conseguentemente, documenti ed informazioni da acquisire.

Questo profilo, tuttavia, è assai delicato. In linea generale, infatti, gli approfondimenti potrebbero non essere mai bastevoli, ma ciò andrebbe a confliggere con l'esigenza pratica del limitare i tempi e i costi della *due diligence*; sarà perciò utile disciplinare anche questo aspetto nel regolamento, ad esempio ponendo limiti temporali o di altra natura alle richieste di integrazione.

Ove, poi, si tratti di procedure di acquisizione competitiva, è indispensabile assicurare la parità di trattamento tra i soggetti coinvolti. In questi ultimi casi, il regolamento di *due diligence* potrà optare per precludere in radice simili richieste di integrazione, oppure prevedere che le nuove informazioni, ove messe a disposizione di un potenziale acquirente, debbano essere consegnate anche agli altri in parità di condizioni.

3.1.5. Il report e l'*executive summary*

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

Il primo documento ha carattere analitico e costituisce il frutto dell'intera attività di acquisizione ed elaborazione delle informazioni assunte durante la fase investigativa della *due diligence*. È generalmente composto da una prima parte introduttiva, assai rilevante se la *due diligence* sia posta in essere da parte di professionisti incaricati dal potenziale acquirente. In tal caso, infatti, questa è la sede ove sono precisati i termini dell'incarico loro conferito, lo scopo e quindi i limiti dell'indagine effettuata, esplicitandone il perimetro e il regolamento.

In particolare, i professionisti dovranno aver cura di indicare in questa parte del *report* l'ambito delle verifiche svolte, dando evidenza alle informazioni raccolte e, in generale, a quanto abbiano potuto (o anche non siano riusciti ad) apprendere durante l'attività di indagine, peraltro indicando anche il periodo in cui essa ha avuto

luogo. Ciò, all'evidenza, per favorire una corretta lettura del *report* e per scongiurare responsabilità in ordine alla diligenza dovuta nell'esecuzione dell'incarico.

Il *report*, in genere, si articola in tanti capitoli quanti sono i settori presi in considerazione dalla *due diligence* (generalmente contabile, fiscale e legale), a loro volta suddivisi in paragrafi e sotto paragrafi. Questa partizione del lavoro usualmente ricalca l'elenco di informazioni richiesto con la *check list*.

L'*executive summary* può costituire un documento a sé stante, oppure trovare spazio nell'ambito del *report*. In tale ultimo caso, generalmente segue la parte introduttiva. L'*executive summary* è un prospetto di sintesi, all'interno del quale vengono inserite unicamente le informazioni rilevanti per l'operazione da porre in essere e i principali fattori di rischio ai quali essa può andare incontro. Nel caso di *pre-acquisition due diligence*, dunque, sarà il documento più utile nell'orientare le scelte strategiche e tecniche del compratore e così in particolare nella predisposizione del contratto di acquisizione.

3.1.6. Oltre la partizione tra *due diligence* contabile, fiscale e legale

Ho più volte avuto modo di dire che i macro-settori di cui si compone, comunemente, un'attività di *full due diligence* sono costituiti dal comparto contabile, da quello fiscale e da quello legale.

Se questo è vero in linea generale, questa tripartizione merita di essere approfondita e in un certo senso aggiornata.

La suddivisione in contabile, fiscale e legale poteva forse risultare convincente agli esordi della attività di *due diligence* nel nostro ordinamento, ma oggi essa ci appare ad un tempo *troppo schematica* e *troppo generica*.

Troppo schematica, perché, come ho già ricordato introduttivamente, è difficile immaginare una *due diligence* legale che prescindendo dalle risultanze contabili o dai rischi e benefici ipotizzabili dal punto di vista tributario. Solo per fare un esempio di questa interazione, si pensi al documento contabile, per quanto di sintesi, per eccellenza, ovvero al bilancio di esercizio con la nota integrativa. Proprio da esso si dovranno trarre le prime informazioni indispensabili sotto il profilo delle partecipazioni e dei rapporti di gruppo, delle operazioni societarie straordinarie e dei principali rapporti rappresentati dalle poste dell'attivo e del passivo ed illustrati nella nota integrativa, dei finanziamenti soci e dei rapporti di tesoreria infragruppo (*cash pooling*), delle garanzie rappresentate nei conti d'ordine, dei rischi appostati negli appositi fondi; in breve riguardo alla gran parte degli ambiti di indagine della *due diligence* legale.

Troppo generica, perché la molteplicità e complessità delle fattispecie riconducibili a ciascuno dei predetti macro-settori, nonché la specificità delle competenze tecniche occorrenti per la valutazione dei dati acquisiti, rende opportuno individuare

3. Due diligence legale

ambiti di indagine più ristretti o specialistici, i quali, proprio in ragione della loro peculiarità, possono e devono assumere la rilevanza di autonomi oggetti dell'attività di *due diligence*.

L'esigenza di segmentazione dei macro-settori in ambiti specialistici si avverte, forse più che altrove, con riferimento all'attività di *due diligence* legale. La proliferazione delle fattispecie settoriali, rilevanti in tale macroscopico ambito, nonché la frammentazione delle fonti comunitarie o internazionali, rendono impossibile continuare a considerare unitariamente l'ambito della *due diligence* legale. Basti pensare alla relativamente recente attenzione che il legislatore ha prestato al tema della tutela dell'ambiente, con le rilevanti novità normative che ciò ha comportato.

Oppure, si pensi all'autonomia che ormai, nel ragionamento giuridico e nell'organizzazione d'impresa, ha assunto la materia del diritto del lavoro. Lo stesso può dirsi con riferimento alle tematiche di rilevanza penale, nonché per le ipotesi di *due diligence* aventi uno scopo predeterminato dalla legge, come per quella volta alla quotazione sui mercati regolamentati.

Parlare di *due diligence* legale in senso generico appare, dunque, sempre più anacronistico: più corretto sarebbe parlare di *due diligence* condotta nei vari ambiti di indagine che, nel loro insieme, contribuiscono a formare il macro-settore legale.

In questo contesto si colloca, con una propria relativa autonomia, la *due diligence* civile e contrattuale.

Gli ambiti nei quali essa si addentra possono individuarsi seguendo anzitutto un percorso classico, scomponendone l'oggetto in singole aree di indagine, individuate sulla base della loro pertinenza ad una materia. Avremo quindi la parte relativa alle informazioni societarie, quella relativa ai contratti, quella sul contenzioso, e così via.

Un approccio alternativo, e forse metodologicamente più convincente – tenendo presente la strumentalità della *due diligence* rispetto all'operazione acquisitiva – potrebbe condurre a individuare i singoli campi di indagine in funzione della loro propedeuticità rispetto ai contenuti contrattuali: avremmo quindi, la parte di *due diligence* dedicata all'oggetto del contratto di acquisizione, quella relativa alle *garanzie legali* ed infine quella relativa alle *garanzie commerciali*.

Questo diverso modo di procedere comporta, tuttavia, l'inconveniente operativo di alterare una prassi consolidata, sicché è forse preferibile attenersi al metodo tradizionale nella acquisizione dei dati, e utilizzare invece questa diversa chiave funzionale nella fase di esame critico dei medesimi, strumentalmente ai (cioè pensando ai conseguenti) contenuti contrattuali.

DUE DILIGENCE

In un contesto economico caratterizzato da dinamiche sempre più complesse e articolate, la capacità di assumere decisioni consapevoli è strettamente legata alla possibilità di disporre di informazioni attendibili. La due diligence costituisce un processo di indagine attraverso il quale sono raccolte informazioni su un'impresa, nell'ottica di accertarne lo "stato di salute" e, in particolare, per valutare le **opportunità** e le **criticità**.

Nel presente volume è offerta una guideline che si pone l'obiettivo di condurre l'analista attraverso i principali ambiti di approfondimento, che spaziano da quello **contabile**, a quello **legale, fiscale, giuslavoristico, penale e ambientale**. Uno specifico focus è dedicato alle due diligence delle banche e delle società che intendono quotarsi al Mercato Alternativo del Capitale (AIM Italia), il mercato borsistico di Borsa italiana dedicato alle piccole e medie imprese.

La presente edizione è aggiornata con riferimento alla normativa più recente ed è arricchita con un capitolo sulla due diligence della **compliance** al **D.Lgs. 231/2001**.

Il volume è principalmente rivolto a **professionisti, consulenti e dirigenti** che intendono approfondire in chiave operativa e fruibile il tema della due diligence aziendale, nelle varie prospettive che le pertengono.

Ti potrebbero interessare anche i volumi:

ANALISI DI BILANCIO - di M. Fazzini

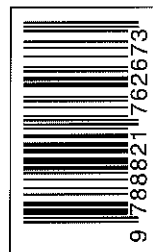
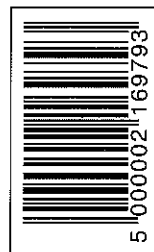
VALUTAZIONE D'AZIENDA - di S. Pozzoli

ORGANISMO DI VIGILANZA - di A. Pesenato, E. Pesenato

MANUALE DEL REVISORE LEGALE - di A. Pesenato

LA MIA BIBLIOTECA

Acquistando il volume avrai diritto
a consultarlo gratuitamente su
www.lamiabiblioteca.com



€ 35,00 I.V.A. INCLUSA

www.ipsoa.it