

I tre pilastri dell'adeguato assetto organizzativo  
Il Merger Leveraged Buy-Out

# LA FASE DI DUE DILIGENCE

**VINCENZO DEPETRO**

17 marzo 2023

## Agenda

- La Due Diligence: definizioni e obiettivi
- I soggetti di una operazione di M&A
- I processi di M&A
- La Due Diligence finanziaria:
  - Perimetro ed obiettivi
  - Una panoramica sulle aree di analisi
  - L'esercizio di normalizzazione

# La Due Diligence – Definizioni e obiettivi

## Cos'è una Due Diligence?

Processo finalizzato alla riduzione delle asimmetrie informative in un contesto di M&A



- Complesso di attività svolte da un soggetto o dai suoi consulenti al fine di:
- Agevolare l'assunzione di decisioni informate circa un'opportunità di investimento (acquisizione, cessione, JV, etc..)
  - Rendere più trasparente una possibile transazione a uno o a più soggetti terzi
  - Indagare ed accertare i contenuti di un'attività di impresa allo scopo di permettere una valutazione finale analizzando lo stato dell'azienda, compresi i rischi di eventuale fallimento dell'operazione e delle sue potenzialità future

# La Due Diligence – Definizioni e obiettivi

## Su quali aree la due diligence può influire?



# La Due Diligence – Definizioni e obiettivi

## Principali complessità e core skills

### Criticità

- Elevata **sofisticazione del contesto** economico nel quale la transazione si inserisce
- **Tempestività** nell'identificazione di *deal breaker* (passività o rischi che potrebbero compromettere il buon esito dell'operazione)
- Comprensione del **business** e "bontà dell'affare": strategia e posizionamento, ricavi e margini storici, *business plan* e sue assunzioni
- Saper guardare lontano: **prevedere e risolvere** già in fase contrattuale eventuali problemi e controversie che potrebbero comportare costi futuri
- **Contratti** (SPA) particolareggiati ed articolati
- **Flessibilità** necessaria: nessuna due diligence è uguale ad un'altra (scope, accesso alla target, investitore strategico o istituzionale, business della target, etc..)

### Core skills

- Elevate competenze **tecniche** (strategiche, finanziarie, legali, fiscali, etc..)
- **Scetticismo** e spirito critico
- **Organizzazione**: tempi stretti e scadenze imposte dall'esterno (*binding offer*, *bid process*, etc.)
- Efficace **interlocuzione** con molti attori diversi al fine di evitare dispersione di tempo e risorse che potrebbe anche compromettere il buon esito dell'operazione
- **Riservatezza**: "Non c'è nulla di peggio che leggere sui giornali una notizia confidenziale sulla transazione sulla quale stai lavorando"
- **"Creatività"**: capacità di adattare il proprio *know how* alle necessità del singolo caso. La due diligence non è un'attività procedurale

# La Due Diligence – Definizioni e obiettivi

## Un'attività specialistica

La due diligence non può essere improvvisata  
Competenze specialistiche e visione strategica sono i fattori critici di successo

*Quali i principali tipi di due diligence presenti nella prassi?*



**Finanziaria (contabile)**



**Commerciale (Business)**



**Fiscale**



**Gestionale (operation)**



**Legale**



**Ambientale**



**Giuslavoristica**



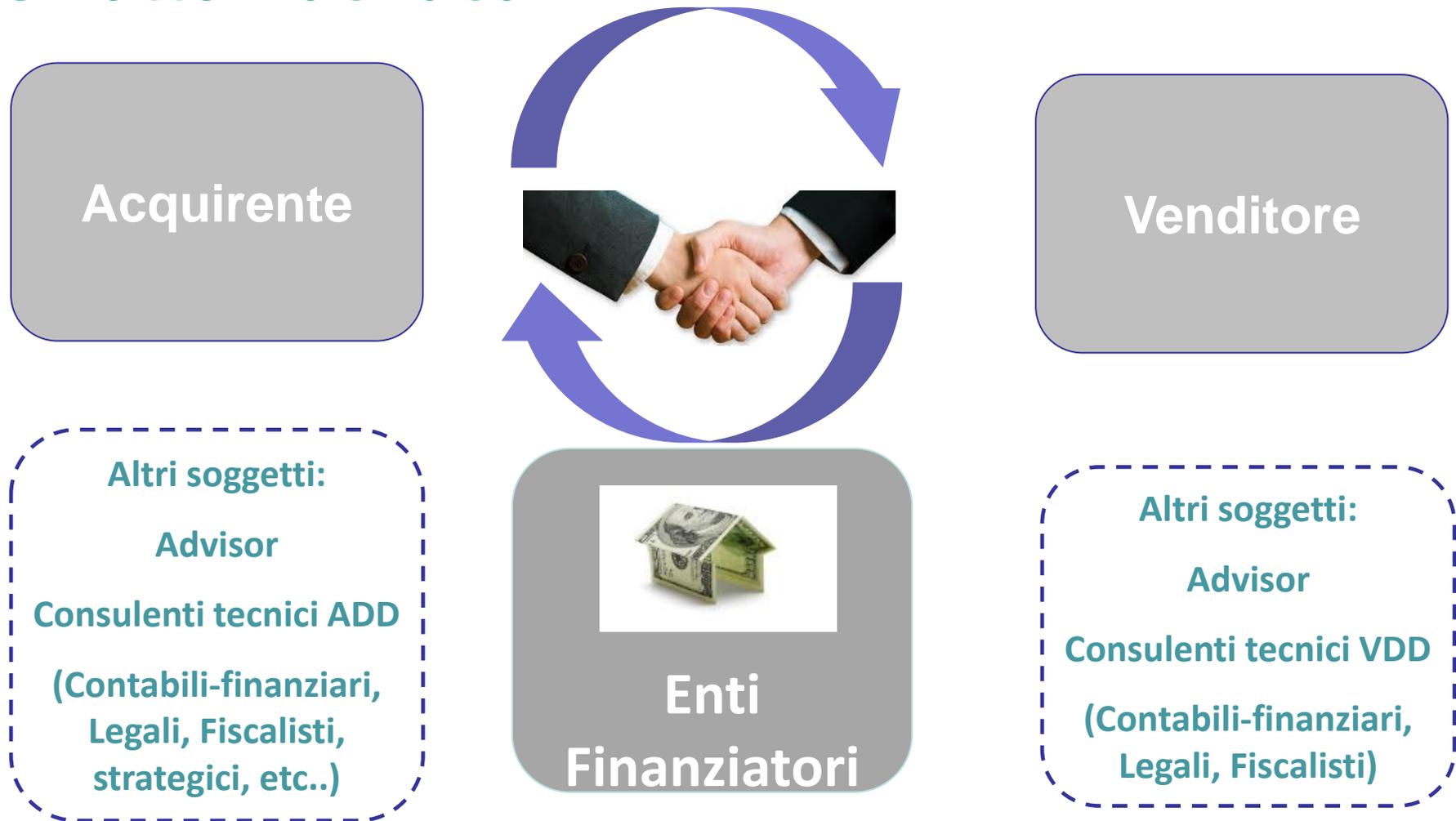
**Assicurativa**

## Agenda

- La Due Diligence: definizioni e obiettivi
- I soggetti di una operazione di M&A
- I processi di M&A
- La Due Diligence finanziaria:
  - Perimetro ed obiettivi
  - Una panoramica sulle aree di analisi
  - L'esercizio di normalizzazione

# I soggetti di un'operazione M&A

## Gli attori del deal



# I soggetti di un'operazione M&A

## Il profilo dell'investitore: obiettivi

### Investitore Finanziario

### Investitore Industriale



### Obiettivi:

- ❖ Incremento del valore dell'investimento finalizzato a:
  - Remunerazione degli azionisti
  - Exit Gain
  - Generazione di flussi di cassa necessari al rimborso del capitale investito e delle leva finanziaria utilizzata
  - Premi per il Management

- ❖ Obiettivi strategici tipicamente finalizzati a:
  - Incremento della capacità produttiva
  - Piani di sviluppo su altri mercati
  - Piani di sviluppo per ampliamento della gamma di prodotti, servizi
  - Acquisto di tecnologie o brevetti
  - Integrazione verticale od orizzontale
  - Ricerca di economie di scala e sinergie

# I soggetti di un'operazione M&A

## Il profilo dell'investitore: orizzonte temporale

### Investitore Finanziario

### Investitore Industriale



### Obiettivi:



- ❖ Orizzonte temporale di medio / breve periodo (3-5 anni).
- ❖ Dilatazione dell'orizzonte temporale dell'investimento è probabilmente un indicatore di insuccesso dell'operazione

- ❖ Molto Ampio o anche indefinito
- ❖ Dilatazione dell'orizzonte temporale dell'investimento è probabilmente un indicatore di successo dell'operazione

# I soggetti di un'operazione M&A

## Il profilo dell'investitore: Governance

### Investitore Finanziario

### Investitore Industriale



### Obiettivi:

- ❖ Entrata come socio di minoranza 20-40% compatibile con finalità di investitore finanziario (way-out, quotazione)
- ❖ Entrata come socio di maggioranza ma mantenimento di una minoranza operativa (management o venditore)
- ❖ Mantenimento Management esistente
- ❖ Partecipazione all'andamento della gestione aziendale: presenza in CDA ed analisi della reportistica

- ❖ Maggioranza qualificata o totalitaria considerati gli obiettivi dell'acquisizione
- ❖ Controllo societario e operativo
- ❖ Management proprio

# I soggetti di un'operazione M&A

## Richieste tipiche di un investitore finanziario



La piccola/media azienda italiana è generalmente poco strutturata e non dispone di informazioni gestionali di carattere finanziario articolate, anche se opera in business molto profittevoli.



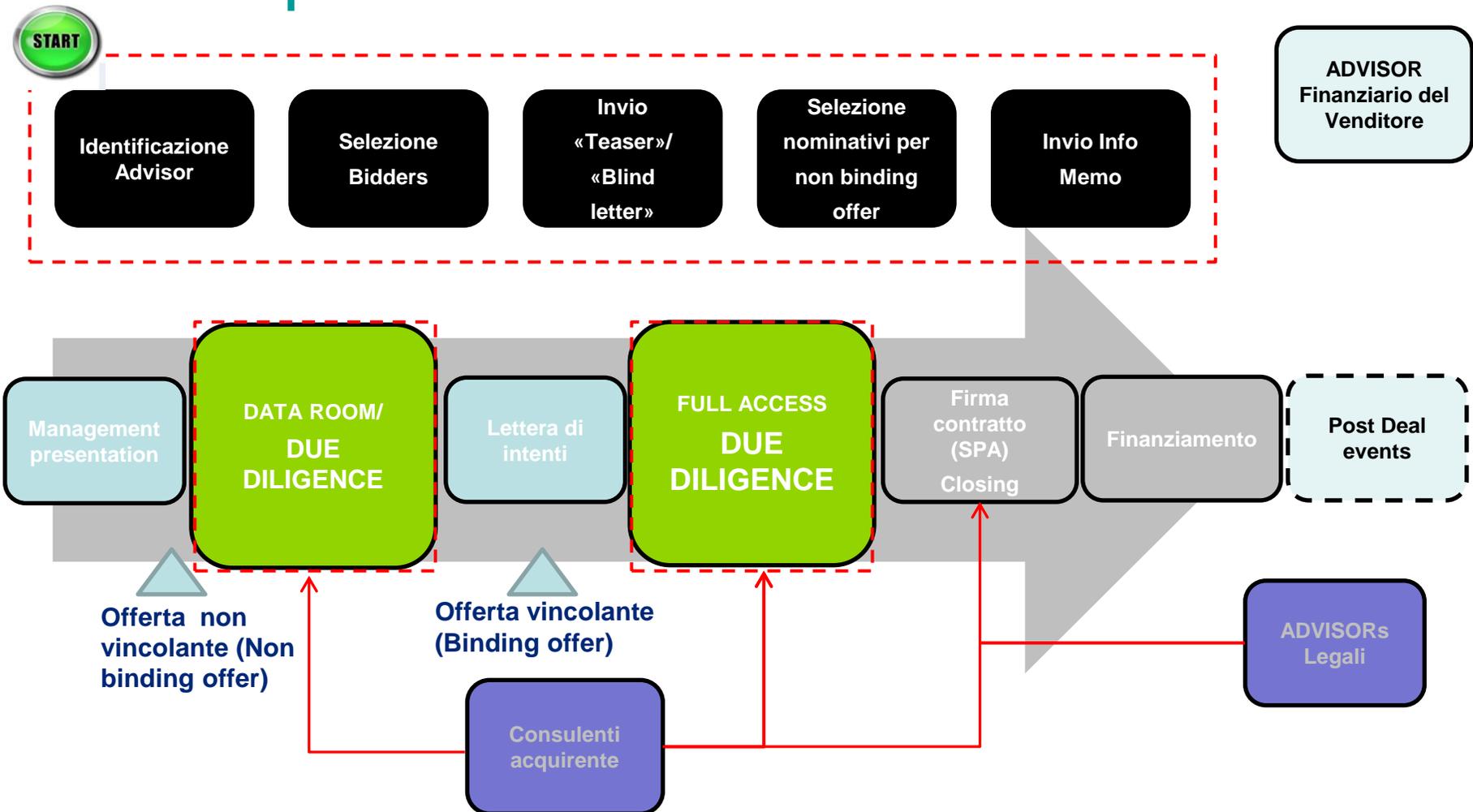
È fondamentale trovare il giusto equilibrio fra quello che comunicano i numeri e la bontà del business in cui opera la Target.

## Agenda

- La Due Diligence: definizioni e obiettivi
- I soggetti di una operazione di M&A
- I processi di M&A
- La Due Diligence finanziaria:
  - Perimetro ed obiettivi
  - Una panoramica sulle aree di analisi
  - L'esercizio di normalizzazione

# I processi di M&A

## Le fasi tipiche di un deal



*Diverse fasi e tempistiche del processo in larga parte dipendenti dagli attori coinvolti e dal contesto di mercato.*

# I processi di M&A

## Cos'è il deal structuring?

Attività di progettazione e coordinamento di tutte quelle soluzioni tecniche, societarie e finanziarie utili all'implementazione di un'operazione sul capitale di una società



- **Identificare il "perimetro ottimale" dell'operazione**
- **Identificare e qualificare il sistema ideale di capital structure**
- **Massimizzare l'efficienza per il compratore ed il venditore al closing dell'operazione**

**Deal structuring cruciale anche in considerazione di:**

- **Contenimento della valutazione della Target (es. bassi multipli di mercato)**
- **Coinvolgimento del venditore nel sistema dell'acquirente (Vendor's loan, earn-out)**
- **Condizionamenti più stringenti imposti dagli enti finanziatori (i.e. costo del debito, covenants, etc.)**

## Agenda

- La Due Diligence: definizioni e obiettivi
- I soggetti di una operazione di M&A
- I processi di M&A
- La Due Diligence finanziaria:
  - Perimetro ed obiettivi
  - Una panoramica sulle aree di analisi
  - L'esercizio di normalizzazione

# La Due Diligence finanziaria

## Perimetro e obiettivi

- **Non è** una revisione di Bilancio
- **Non è** un valutazione di azienda
- **Cosa è?** Analisi di dati economico-finanziari, patrimoniali, gestionali e statistici
- **Quali informazioni analizza?** Condotta sia su dati di Bilancio (Co.Ge) ma anche su dati analitici gestionali (Co.An)
- **Quale orizzonte temporale copre?** Definito insieme al committente. Può essere basata su dati presenti, passati ma anche prospettici (Budget o Business Plan).
- **Obiettivi:** Analisi finalizzata a supportare l'Investitore nella corretta valutazione del Target:
  - Normalizzare KPI che fungono da determinanti per la definizione del valore della transazione
  - Definire ed ottimizzare la struttura finanziaria dell'operazione (Leva Finanziaria): importo, durata e modalità
  - Ottenere indicazioni utili per la struttura dello SPA

# La Due Diligence finanziaria

## Aree di analisi

### Business Overview

- Prodotti, clienti, fornitori, aree geografiche, n. occupati.
- Principali eventi storici ed operazioni straordinarie.
- Parti correlate.

### Analisi Patrimoniale/ Finanziaria

- Immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie (capitalizzazioni).
- Valutazione del magazzino ed obsolescenza.
- Scaduto clienti.
- Scaduto fornitori.
- Altri crediti e debiti.
- Fondi rischi.
- PFN a breve, medio e lungo termine.

### Normalizzazioni

- Presentazione dell'EBITDA normalizzato;
- Presentazione della posizione finanziaria netta normalizzata.

### Analisi reddituali

- Dati gestionali/civilistici.
- Ricavi e margini per cliente, per prodotto, per paese (annuali/trimestrali/mensili).
- Effetti prezzo, volume e mix su ricavi e margini.
- Struttura dei costi.
- Ecc.

### Flussi di cassa

- OCF e FCF.
- Andamento CCN e PFN, DSO, DPO, DOI
- Capex

### Dati prospettici

- Forecast e outturn (YTD/YTG)
- Assunzioni alla base dei dati prospettici
- Analisi di sensitività sui dati prospettici;

# La Due Diligence finanziaria

## L'esercizio di normalizzazione - EBITDA

EBITDA (Earning before interest, tax, depreciation and amortization)

Esprime la capacità di una società di produrre reddito al servizio del debito.  
Parametro alla base della stima dell'EV nelle operazioni di M&A.



- Non esistono riferimenti normativi che definiscano in modo univoco l'EBITDA. Si tratta di un indicatore convenzionale di redditività e la sua determinazione implica una componente di soggettività.
- In alcuni casi la definizione di EBITDA viene definita tra le parti (i.e. lettera di intenti).

# La Due Diligence finanziaria

## L'esercizio di normalizzazione - EBITDA

Normalizzare L'EBITDA di un'azienda significa determinare la redditività aziendale realizzabile in condizioni "normali", depurata da accadimenti eccezionali o estranei alla gestione aziendale caratteristica, distorsivi del risultato d'esercizio.



L'analisi di normalizzazione si pone i seguenti obiettivi:

- determinare il reddito "sostenibile" dell'azienda: livello reddituale che l'impresa è in grado di mantenere nel tempo, indipendentemente da:
  - fenomeni di natura eccezionale, straordinaria, non ricorrente;
  - eventi estranei alla gestione caratteristica dell'azienda;
  - politiche di bilancio.
- Fungere da parametro di riferimento per la negoziazione del prezzo della transazione
- Ragionare su redditività del Target ed sulla sua capacità di generare cassa al fine del ripagamento del debito

# La Due Diligence finanziaria

## L'esercizio di normalizzazione - PFN

Crediti Commerciali	Debiti operativi	Posizione finanziaria netta
Scorte	T.F.R.	
	Patrimonio Netto	
Immobilizzazioni	Debiti finanziari	
Cassa+ banche attive+ titoli+ crediti finanziari		

La Posizione Finanziaria Netta è determinata come differenza tra l'ammontare dei debiti finanziari e quello delle disponibilità liquide e rappresenta l'insieme delle componenti finanziarie in essere, capaci di produrre interessi attivi e passivi (impliciti o espliciti). Se negativa, indica che l'impresa è debitrice netta sul mercato del debito, ovvero che raccoglie risorse a titolo di debito che, insieme con il patrimonio netto, coprono l'investimento in attività operative (anche Capitale Investito Netto).

L'importanza di tale parametro in un'operazione di M&A deriva:

- dalla necessità di comprendere la struttura patrimonialmente dell'azienda
- dalla necessità di valutare il capitale economico:
  - Il Purchase Price in una transazione di M&A è in genere determinato come segue: **Equity Value = Enterprise Value (multipli, DCF, Eva) ± Posizione finanziaria netta.**

*Ai fini della scelta della Posizione Finanziaria Netta da considerare per il prezzo (al closing, media, al signing, etc.) è fondamentale osservare la presenza di eventuali fenomeni di stagionalità del business.*

# Contatti

## Vincenzo Depetro

### Senior Director - Transaction Advisory Group



#### Personal contact information



[vincenzo.depetro@libero.it](mailto:vincenzo.depetro@libero.it)



[www.linkedin.com/in/vincenzo-depetro](http://www.linkedin.com/in/vincenzo-depetro)

#### Business contact information



+39 3440273896



[vdepetro@alvarezandmarsal.com](mailto:vdepetro@alvarezandmarsal.com)



[AlvarezandMarsal.com](http://AlvarezandMarsal.com)



#### Career summary

- Vincenzo Depetro is a Senior Director with Alvarez & Marsal European Transaction Advisory Group in Milan, with over 15 years of experience in providing financial due diligence and transaction advisory services to domestic and international private equity and corporate clients in relation to both acquisitions, disposals, price adjustments, agreed upon procedures, SPA assistance and post-deal advisory.
- Prior to joining A&M, Vincenzo spent 15 years within the financial advisory department of Deloitte, where he worked on several domestic and cross-border transactions (both sell-side and buy-side), gaining a significant experience in various sectors (manufacturing, luxury goods, fashion and clothing, retail, Life Science, logistics, food & wine, waste, entertainment, etc.).
- Vincenzo gained also experience in independent audit services at PwC (2005-2007) and he also acted as temporary CFO of an Italian Headquartered Group operating in the Fashion Industry for approx. one year between 2016 and 2017.
- Vincenzo earned a bachelor degree in economics from Bocconi University and an Executive MBA from Bologna Business School. He is a Certified Accountant and Public Auditor in Italy ("Dottore Commercialista e Revisore Legale").



Grazie