

LA DUE DILIGENCE FINANZIARIA: ANALISI DEL CONTO ECONOMICO

1. INTRODUZIONE

In questo articolo si desidera esaminare il processo di due diligence, sottolineando nello specifico le tecniche e le procedure di analisi del conto economico.

La *due diligence* si realizza attraverso vari passaggi che si integrano secondo un processo articolato che, malgrado i contenuti delle diverse fasi sono caratterizzati dallo specifico oggetto / progetto, si possono presentare in termini generali con l'intento di fornire una sintesi di svolgimento di tale attività. Il processo di *due diligence* è tipicamente iterativo in quanto caratterizzato dal continuo effetto di retroazione esistente tra le fasi più avanzate del processo, in particolare quelle di indagine e analisi, e quelle relative alla definizione degli obiettivi e alla pianificazione del lavoro.

Un programma esaustivo e sistematico di *due diligence* permette di evitare che i rischi di una transazione, in una operazione di M&A, si moltiplichino in modo incontrollato, attraverso la verifica, aggiornamento, integrazione e analisi dei dati in modo efficace. Un fattore che pesa nella valutazione del rischio è il coinvolgimento e l'esposizione potenziale di coloro che forniscono le informazioni agli investitori. Investire in un'iniziativa imprenditoriale implica ottenere la proprietà e il controllo del potenziale economico e finanziario, non dei risultati storici, ne consegue che uno degli obiettivi chiave di successo del processo di *due diligence* consiste nel collegare i risultati storici con le possibili *performance* future.

La pianificazione del processo di *due diligence* è necessaria per calibrare le analisi sugli obiettivi decisi dall'investitore e mira ad identificare:

- Le principali aree da investigare
- Le procedure da adottare
- Le informazioni chiave da richiedere al management e ai consulenti
- Le risorse coinvolte
- L'impostazione nei confronti della controparte e di chi fornisce i dati
- La tempistica di tutto il processo
- Le caratteristiche standard del rapporto

Quest'ultimo punto è sostanzialmente la definizione di regole uniformi per l'articolazione di tutti gli output di analisi (formato, lingua, valuta, unità di misura).

Altrettanto importante è la *check list* di informazioni e analisi che potrebbe essere necessario costruire appositamente.

Dalla fase di pianificazione dovrebbe scaturire:

1. Un piano di lavoro tempificato (*timetable*)
2. Un elenco dei soggetti coinvolti con relativo ruolo (*list of parties*)
3. Le richieste di dati, documenti e commenti (*check list*)

2. L'INDAGINE DELL'ANDAMENTO STORICO

Di seguito verranno indicate ed esemplificate le indagini che tipicamente sono effettuate nell'analisi dei dati storici in una potenziale operazione di M&A nell'ambito della cosiddetta *due diligence finanziaria*.

La prassi contabile ha identificato con l'insieme dei tre prospetti di sintesi, conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario, l'oggetto più appropriato di rappresentazione complessiva delle *performance* economiche e finanziarie. La prima domanda da porsi di fronte a tale insieme è *quali sono i driver di analisi del target*, in altre parole qual è l'approccio con cui procedere alla segmentazione dei dati.

L'esperienza sul campo insegna che il metodo più efficace è quello anglosassone del “drill-down approach”, intermini di modalità di presentazione delle analisi, il conto economico, per esempio, è analizzati dapprima nella sua forma sintetica scalare per poi essere scomposto e verificato in ognuna delle sue voci. Analogamente lo stato patrimoniale è prima rappresentato sinteticamente per poi essere dettagliato con analisi per aree.

La definizione del numero e del grado d'aggregazione dei livelli intermedi è fondamentale per la buona riuscita della *due diligence finanziaria* e per l'efficace trasferimento delle informazioni all'interno del team. La segmentazione delle attività deve essere effettuata avendo ben chiare:

- le esigenze del cliente
- la prassi del settore
- la situazione specifica in cui opera il target di analisi

L'identificazione degli aggregati più opportuni sui quali condurre le analisi finanziarie deve passare attraverso alcune considerazioni:

1. Occorre tenere a riferimento le caratteristiche del Deal, il tipo di acquirente, le modalità di acquisto, il perimetro, la strategia futura e le modalità di valutazione nel processo di M&A;
2. L'identificazione delle *Aree Strategiche d'Affari* (ASA), collegata al business model del target per rispettare la segmentazione esistente nella gestione interna;
3. Omogeneizzare le rilevazioni con il formato delle informazioni disponibili sui competitors, sul mercato per analisi comparative efficaci.

Per una completa ed esaustiva *due diligence finanziaria*, è necessario ottenere informative che vadano oltre quella di bilancio, che in genere sono contenute nei *management account*. Tali informazioni possono anche essere redatti con criteri (es. gestionali) differenti da quelli istituzionali (es. principi contabili) obbligatori nella preparazione dei bilanci: in questi casi è necessario procedere ovvero richiedere una riconciliazione tra gestionale e civilistico per poter valutare la significatività delle differenze. Le principali differenze tra bilancio civilistico e gestionale sono:

- Riconoscimento dei ricavi
- Vita utile delle immobilizzazioni
- Valutazione del magazzino e del connesso fondo svalutazione
- Fondo svalutazione crediti
- Stanziamenti per fatture da ricevere

Una volta assicurata la coerenza e l'omogeneità dei principi e delle prassi contabili, è opportuno anche impostare una valutazione critica dei principi e delle prassi adottati per verificare la coerenza con i principi contabili di riferimento.

L'orizzonte temporale di analisi è un altro aspetto importante per la programmazione dell'intervento e il coordinamento con il più ampio processo di *due diligence*. La decisione di analizzare un più o meno ampio orizzonte temporale, dipende dalla natura del target e dal mercato in cui opera, non sempre infatti sono disponibili dati storici tipici di un'azienda che svolge la propria attività in un mercato maturo. Un ulteriore criticità può derivare dal fatto che più è lungo l'intervallo considerato, più è possibile che sistemi contabili e piano dei conti siano variati creando così la necessità di un ulteriore processo di riconciliazione. La prassi anglosassone in uso prevede che l'analisi sia svolta su un orizzonte di tre anni.

3. LE TECNICHE DI ANALISI DEL CONTO ECONOMICO

I principali metodi di riclassificazione elaborati dalla dottrina sono:

1. Remunerazione dei fattori produttivi
2. Risultati delle aree gestionali aziendali
3. Risultati delle aree gestionali con aggregazione dei costi per destinazione, società multi ASA
4. Margini di contribuzione

Lo schema a Remunerazione dei fattori produttivi (Schema 1), parte dal presupposto che obiettivo dell'attività aziendale è quello di remunerare appunto i fattori produttivi in essa impiegati. La funzione principale è di misurare le risorse a disposizione per la remunerazione dei fattori produttivi in un determinato periodo di tempo e di presentarne la suddivisione in una sorta di ordine di precedenza. I fattori produttivi principali sono individuati in:

1. il personale dipendente (salari e stipendi con eventuali bonus o compensi in natura, oneri accessori, previdenziali ed assicurativi);
2. l'attivo immobilizzato (onere finanziario di competenza di ciascun periodo);
3. il capitale di debito (onere finanziario di competenza di ciascun periodo);
4. l'erario (tutti i servizi pubblici di cui l'impresa ha usufruito indirettamente che sono remunerati dalle imposte sul reddito)
5. il capitale di rischio (attività di raccolta e combinazione di fattori produttivi in ottica imprenditoriale)

Il valore aggiunto si ottiene mettendo a confronto il valore della produzione con i costi dei fattori produttivi acquistati da economie esterne: tali costi si ottengono sommando gli acquisti di beni e servizi, i costi di godimento di terzi al netto delle variazioni di magazzino, e gli altri costi monetari operativi. Sottraendo al valore aggiunto il costo del personale dipendente e gli accantonamenti si ottiene il margine lordo operativo, questo al netto degli ammortamenti rappresenta il reddito operativo.

Il modello di riclassificazione del conto economico a Risultati delle aree gestionali aziendali (Schema 2) ha come obiettivo la raffigurazione dei risultati delle diverse aree gestionali. Tale metodo individua cinque aree:

1. Gestione caratteristica (operazioni ordinarie dello svolgimento dell'attività di impresa, i costi caratteristici sono generalmente i costi d'acquisto di beni e servizi);
2. Gestione accessoria o patrimoniale (transazioni relative alla cessione di beni e servizi estranei alla gestione caratteristica, rientrano qui le operazioni relative alla gestione di patrimoni immobiliari);
3. Gestione finanziaria (indebitamento contratto per la copertura del fabbisogno finanziario);
4. Gestione straordinaria (eventi o fenomeni passati che condizionano il risultato presente e futuro, fattori esterni ed interni non controllabili, eventi accidentali, modificazioni di principi contabili ed eventi straordinari);
5. Gestione fiscale.

La somma dei risultati delle aree permette di ottenere i reddito operativo. Nello specifico si possono riassumere i passi successivi necessari alla riclassifica corretta secondo lo schema 2:

- a) Primo passo: eliminazione delle poste relative ad attività cedute o cessate nel corso dell'esercizio, pro - formalizzazione delle attività acquistate nell'esercizio e perimetro di consolidamento
- b) Secondo passo: dal valore della produzione ai ricavi netti
- c) Terzo passo: scansione delle voci di ricavo per identificare i redditi caratteristici
- d) Quarto passo: scansione delle voci di costo per identificare i costi caratteristici ordinari
- e) Quinto passo: proventi ed oneri finanziari, rettifiche di valore delle attività finanziarie
- f) Sesto passo: individuazione di proventi ed oneri straordinari.

Lo schema di riclassifica per gestioni fornisce un'analisi dei costi della gestione caratteristica esclusivamente in base alla loro natura, di maggior valore informativo è l'aggregazione dei costi operativi per le principali funzioni aziendali (Schema 3). Questo permette la valutazione del *trend* storico , la comparazione con società concorrenti nonché l'analisi di risultati intermedi che facilità la valutazione dei processi aziendali. Il dettaglio dei costi riguarda:

- La produzione;
- La ricerca e sviluppo;
- La struttura di distribuzione e vendita;
- Le funzioni aziendali residue (G&A).

La raccolta dei costi per destinazione richiede che il sistema contabile sia opportunamente strutturato. Quando la contabilità analitica manca ovvero in caso di inefficiente informativa, il passaggio da natura a destinazione risulta complesso ed ottenibile esclusivamente attraverso metodologie di calcolo indiretto mediante applicazione di criteri di ripartizione che approssimino l'allocazione puntuale.

Lo schema a margini di contribuzione (Schema 4), ha come obiettivo identificare un margine variabile in funzione dell'attività produttiva svolta nel periodo contrapposto ad una serie di costi fissi. Questa analisi permette l'identificazione del cosiddetto *break-even point*, cioè il volume di attività necessario a coprire i costi fissi. Il margine di contribuzione si ottiene sottraendo ai ricavi di vendita i costi variabili aziendali (questi includono i coti variabili di produzione, commerciali e vendita, altri costi variabili). I costi fissi si possono distinguere in diretti ed indiretti secondo l'oggetto di misurazione: ne consegue la distinzione tra margine di contribuzione di primo livello (frutto del delta tra costi e ricavi variabili) e margine di contribuzione di secondo livello (sottrazione dal margine di primo livello costi fissi diretti).

Attraverso lo studio delle relazioni tra volumi di produzione, prezzi, coti variabili e fissi è possibile analizzare la capacità dell'impresa di migliorare o ripristinare le proprie condizioni di equilibrio economico. L'analisi della redditività basata sullo schema a margini di contribuzione passa a valutare il grado di rischio operativo della gestione mediante un primo indicatore (*leva operativa*) che quantifica la sensibilità del risultato operativo al variare delle quantità vendute, e un secondo indicatore (*margine di sicurezza*) che rappresenta la quota percentuale di vendite alla quale l'azienda può rinunciare senza soffrire perdite operative.

Quindi i principali aspetti che contraddistinguono i vari schemi di riclassifica possono essere sintetizzati come segue:

- Le informazioni contenute nel bilancio civilistico, non sono sufficienti a permettere un'accurata riclassifica per aree gestionali o per margini di contribuzione;
- La preparazione dei riclassificatori più sofisticati implica un grado crescente di discrezionalità;
- Esistono alcuni fenomeni aziendali per i quali la classificazione non è definibile a priori ma va impostata in funzione della specifica situazione;

La riclassifica del conto economico è strumentale alla comprensione e all'analisi dei risultati economici di un'azienda. La teoria della valutazione d'azienda ha identificato le seguenti metodologie di valutazione che utilizzano elementi di conto economico, o derivati dal conto economico:

1. metodo reddituale
2. metodo DCF (discounted cash flow)
3. metodo dei multipli
4. metodi reddituali misti
5. il Venture capital method

Il *metodo reddituale*, nelle sue varianti, è basato sull'ipotesi che il valore d'azienda dipende esclusivamente dai redditi che questa è in grado di produrre. Senza entrare nelle tecniche di normalizzazione, si desume che è necessaria una riclassifica gestionale che separi il risultato della gestione caratteristica dalla gestione accessoria, depurate dagli effetti eccezionali e non ricorrenti.

Il metodo dei *DCF* si basa su un valore dell'azienda funzione dei flussi di cassa futuri, i flussi di cassa stimati per una serie di esercizi futuri sono attualizzati ad un apposito tasso di sconto (*Wacc*) sono sommati ad un ipotetico “valore finale” o *terminal value* stimato. La dottrina prevalente prevede che i flussi di cassa siano basati sull'*Ebitda* atteso da cui si deduce l'esborso di cassa per imposte sul reddito per arrivare al *Nopat* (*Net Operating Profit After Tax*) che rappresenta l'utile netto derivante dalla gestione operativa in assenza della gestione finanziaria straordinaria. L'*Ebitda* così costruito deve essere rappresentazione della *performance* storica dell'impresa, da cui se ne deduce l'importanza in sede di *due diligence*, di ottenere una serie recente dei flussi dell'azienda target.

La valutazione per *multipli* pur essendo un metodo empirico, è stato tra i più diffusi metodi di valutazione per operatori di *private equity* e *investment banking*, in virtù della sua semplicità e facilità di identificazione degli input necessari. Questo metodo si basa sull'applicazione ad una grandezza di conto economico un moltiplicatore scelto per l'identificazione dell'*enterprise value*. La valutazione con i *metodi misti* prevede che al patrimonio rettificato sia aggiunta la stima dell'avviamento, calcolato come capitalizzazione del reddito medio senza inclusione di elementi straordinario o non ricorrenti.

Infine il *Ventre Capital method* si basa sull'assunto che, da un punto di vista finanziario, un investimento si caratterizza per una serie di flussi di cassa che iniziano dall'esborso iniziale del prezzo d'acquisto e da una serie di entrate ed uscite incluso il valore finale calcolato con il metodo dei *multipli*. Tale insieme di flussi viene stimato in base all'*internal rate of return*.

Lo schema di Conto Economico, generalmente utilizzato nelle analisi in ambito di operazioni di M&A, è sempre contraddistinto di seguenti risultati intermedi:

- Vendite nette (*Net sales*)
- Risultato lordo industriale (*Gross margin*)
- Risultato operativo (*Ebit*)
- Risultato prima delle imposte (*Income before taxes*)
- Risultato netto (*Net income*)

Il grado di dettaglio e le analisi dei principali risultati intermedi variano da caso a caso ma hanno in comune l'obiettivo di mettere in evidenza gli elementi più significativi dei risultati storici. Un'importante eccezione è relativa alla composizione del risultato ordinario delle gestioni accessorie: l'assunto è che qualsiasi elemento non inherente alla gestione caratteristica deve essere escluso dal reddito operativo in senso stretto, ma i risultati delle gestioni accessorie devono essere considerati nell'*Ebit* in quanto e nella misura in cui i beni che li hanno generati siano inclusi nel perimetro del *deal*. Un altro aspetto problematico di riclassifica si riferisce al trattamento degli elementi finanziari del reddito: in alcuni casi tali elementi possono essere riclassificati all'interno del risultato della gestione caratteristica.

Lo schema di conto economico riclassificato secondo la prassi M&A, è il seguente:

(in migliaia di euro)	Consuntivo 200x	Consuntivo 200x+1
Vendite	x	x
Costo del Venduto	x	x
Risultato Lordo Industriale	X	X
Spese di vendita, distribuzione e assistenza	x	x
Spese generali ed amministrative	x	x
Risultato delle gestioni accessorie	x	x
Risultato Operativo ordinario	X	X
Oneri finanziari	x	x
Componenti straordinari	x	x
Reddito ante imposte	X	X
Imposte	x	x
Reddito netto	X	X

Quando l'acquisizione ha come oggetto una divisione o società che deve essere scorporato dal gruppo del venditore, si parla di *Carve-out*, spesso queste operazioni coincidono con una ristrutturazione di un gruppo o di una società. Le problematiche relative a tali operazioni possono essere sintetizzate in:

- Dipendenza del business scorporato dall'entità scorporante
- Identificazione dell'Ebit reale di divisione

Da cui scaturiscono una serie di difficoltà pratiche nella predisposizione di conti economici separati e riclassificati a supporto dell'analisi:

1. Difficoltà di reperimento di informazioni "affidabili" e complete: questo perché non vi è coincidenza tra entità legale e target in ambito, ma nella migliore delle ipotesi coincide con una divisione strategica o di business.
2. Raffigurazione e mappatura dei servizi: in quanto spesso una business unit è strettamente dipendente dal business del gruppo quindi la separazione comporta sia una serie di voci cessanti ma anche nuovi costi nascenti a sostegno dell'indipendenza.

La redditività aziendale è frutto dell'iterazione di variabili interne ed esterne all'azienda: l'investitore ha quindi la necessità di comprendere le dinamiche che determinano e hanno determinato i risultati reddituali del target per poter identificare come valorizzare l'opportunità di investimento ed evitare i rischi.

Le leve su cui è possibile agire per migliorare la redditività aziendale sono:

1. L'incremento dei prezzi di vendita o la riduzione dei prezzi d'acquisto dei fattori produttivi;
2. Il miglioramento dei rendimenti dei fattori produttivi mediante un più efficiente / efficace impiego nel processo produttivo;

3. L'aumento del volume di vendita in modo da massimizzare l'efficienza della combinazione produttiva;
4. La scelta del mix di produzione e vendita più remunerativo;
5. La riduzione dei costi fissi.

La redditività aziendale è frutto dell'interazione di variabili interne ed esterne all'azienda: l'investitore ha la necessità di comprendere le dinamiche che hanno determinato la redditività del target in modo da valorizzare l'opportunità di investimento ed anticipare eventuali rischi e minacce che ne possono condizionare la redditività nel prossimo futuro. Le leve principali su cui agire per migliorare la redditività aziendale sono:

- L'incremento dei prezzi di vendita o la riduzione dei prezzi d'acquisto dei fattori produttivi;
- Il miglioramento dei rendimenti dei fattori produttivi mediante un più efficiente / efficace impiego;
- L'aumento del volume di vendita in modo da massimizzare l'efficienza della combinazione produttiva;
- La scelta del mix di produzione e vendita più remunerativo;
- La riduzione dei costi fissi.

Le dinamiche di tali elementi si complicano nel caso di aziende multiprodotto, ove i prodotti possono essere in competizione per l'uso della capacità produttiva (fattore limitante). In sintesi la complessità dell'analisi delle determinanti la redditività aziendale dipende dal numero delle variabili in gioco, dalle relazioni causa-effetto esistenti, dalla specificità dell'impresa analizzata.

Gli incaricati delle *due diligence* finanziaria devono ripercorrere i fattori chiave che hanno determinato la redditività del *target* e spiegarne le interazioni per raffigurare le principali caratteristiche imprenditoriali. L'analisi deve poter estrapolare gli aspetti non ricorrenti o non sostenibili dell'assetto strategico, le debolezze e i rischi operativi nella prospettiva della transazione.

Data la complessità di tale lavoro si ricorre ad un team multi-disciplinare: la *financial due diligence* si basa sull'analisi delle variabili interne determinanti la redditività aziendale in un'ottica finanziaria, l'*operational due diligence* invece affronta l'analisi in un'ottica tecnico – organizzativa, mentre la *commercial due diligence* ha come oggetto principale le variabili esterne della formula imprenditoriale.

In base all'approccio *drill down* descritto fin ora, la *financial due diligence* parte dall'analisi dell'andamento storico dei risultati del target, mediante descrizione dei principali fattori che ne hanno influenzato la redditività aziendale. La comparabilità nel tempo può essere influenzata da operazioni straordinarie (fusioni, incorporazioni e cessioni di rai d'azienda): in questi casi è necessario quantificare a livello di impatto sull'Ebit l'effetto dei maggiori / minori ricavi e costi per poter tenere evidenza del contributo alla redditività aziendale dei nuovi business.

Anche il cambiamento di principi contabili applicati può determinare un effetto significativo sul risultato aziendale, anche fino a compromettere la

comparabilità storica da un esercizio all'altro: in tali casi è opportuno isolare l'impatto di tale cambiamento a livello di reddito operativo per mantenere separato l'impatto sulle performance aziendali.

Altro evento interessante è l'impatto derivante da variazioni significative nei tassi di cambio.

Di seguito sono proposte alcune aree di esame degli accadimenti economici che generalmente sono utilizzate in sede di *due diligence*:

1. Analisi delle vendite: primo passo consiste nel riconciliare le vendite lorde con quelle nette, le informazioni da richiedere sono:
 - Il trend del volume degli ultimi 3-5 anni;
 - Le condizioni generali di vendita, termini di incasso, sconti, resi e condizioni di vendita in conto deposito;
 - Gli ordini cancellati
 - La merce resa
 - Gli accordi di licenza e la definizione delle royalties
2. Analisi della clientela: area da cui possono emergere criticità fondamentali, le informazioni fondamentali sono:
 - Le vendite per cliente e area geografica
 - La lista dei clienti più significativi
 - I termini di incasso contrattuali, effettivi e sconti speciali
 - I dettagli dei principali contratti
 - Il portafoglio clienti nuovi
 - I clienti persi
3. Analisi dei canali di vendita: comprensione dei metodi e degli strumenti utilizzati per la vendita e la distribuzione da cui è possibile verificare ad esempio un indebolimento della posizione competitiva. Le informazioni necessarie sono:
 - La descrizione del personale di vendita
 - Gli accordi con agenti e distributori (copertura territoriale, forme di remunerazione...)
 - Nominativi e onorari delle agenzie pubblicitarie e dei consulenti di marketing
 - Agenti di vendita e distributori classificati per vendite
 - Piano di marketing e budget
4. Analisi del costo del venduto: identificazione della natura, delle determinanti e delle criticità degli elementi che compongono il costo del venduto. Per investigare in questa ampia area, è necessario comprendere:
 - Le componenti del costo del venduto
 - La divisione dello stesso per business unit
 - Le condizioni di acquisto, sconti e stabilità dei prezzi
 - Materie prime utilizzate e fornitori
 - Impegni d'acquisto significativi
 - Metodi di allocazione dei costi fissi, indiretti e sistema di contabilità dei costi

- Budget dei costi di produzione
- Analisi del risultato lordo industriale: consente di identificare e comprendere i *trend* e le determinanti il RLI e consiste in:
 - Analisi della profittabilità delle nuove proposte e del potenziale sviluppo di nuovi prodotti
 - Approfondimento circa la possibilità di razionalizzare o espandere la gamma dei prodotti presenti
 - Analisi degli scostamenti del risultato lordo industriale: o *bridge analysis* scomponete la variazione totale del fatturato in delta prezzo e delta quantità.
 - Analisi dei costi di struttura: al fine di comprendere tali costi occorre comprendere le seguenti informazioni:
 - Composizione dei costi di struttura
 - Dettaglio dei principali contratti di prestazione di servizi e di fornitura
 - Budget dei costi di struttura
 - Analisi del costo del personale: data l'importanza dell'area costo del personale spesso questa è oggetto di separata analisi giuslavorista e legale.
 - Analisi degli scostamenti del risultato operativo ordinario: detta anche *Ebit bridge* sintetizza in maniera efficace i fattori che hanno determinato la variazione di anno in anno di tale grandezza.
 - Ulteriori analisi su schemi di conto economico alternativi

In conclusione, va sottolineato che nella pratica ci si può trovare di fronte a situazioni estremamente più complesse e assolutamente non lineari, sta a chi effettua la *due diligence* riuscire ad organizzare dati ed informazioni per identificare correttamente il grado di rischiosità dell'operazione.