

Università degli Studi di Bergamo

Corso di ***Audit e Governance***

Due Diligence

Esercitazioni

Dott.ssa Patrizia Scicchitano

Anno Accademico: 2025/2026
20/11/2025

Definizione

Definizione

Il processo di “investigazione” effettuato generalmente da un soggetto terzo indipendente (società di revisione, studio legale ecc.) per un altro soggetto interessato ad una transazione commerciale (p.es. acquisizione) con lo scopo di fornire informazioni per la valutazione delle opportunità e dei rischi legati alla transazione

Obiettivi

- Aiutare il potenziale acquirente a raccogliere in un unico documento ed in modo strutturato una serie di informazioni finanziarie, patrimoniali, economiche e gestionali sul target oggetto della transazione, al fine di permettergli di ottenere una buona comprensione del business e di valutare al meglio la sua decisione d'investimento (“**buy side assistance**”).
- Aiutare il venditore nella raccolta e nell'organizzazione di informazioni finanziarie-legali-fiscali da rendere pubbliche ai potenziali acquirenti (“**vendor assistance**”) oppure preparare un documento che illustri la performance storica della società oggetto di cessione ma con l'ottica di un terzo indipendente (“**vendor Due Diligence**”).

Obiettivi

- Identificazione business opportunities
- Sostenibilità della profittabilità del business (EBITDA, EBIT)
- Valutazione critica della posizione finanziaria e della “qualità” degli utili (normalizzazione)
- Quantificazione-qualificazione sinergie
- Conoscere management
- Analisi del mercato in cui opera la società e dei concorrenti
- Identificazione di contingent liabilities
- Review indipendente del business plan predisposto dalla società
- Identificazione di punti critici nella predisposizione del contratto di compravendita (definizioni per le procedure di aggiustamento prezzo, garanzie, indennità)

Aumentare il “comfort” dell’acquirente

Due diligence

Esempio contenuti

Executive summary	Analisi delle relazioni con i clienti — Analisi dei principali clienti — Analisi dei giorni medi di incasso da clienti	Analisi dei dati storici — Analisi principali variazioni voci di conto economico — Analisi dei ricavi / costi straordinari / non ricorrenti — Analisi dei margini di prodotto / linea di business — Analisi delle principali variazioni delle voci di stato patrimoniale — Analisi del criterio di valutazione e del trend delle immobilizzazioni — Analisi della composizione dei crediti/debiti e del relativo trend — Analisi del trend del magazzino e dei criteri di valutazione	
Key issues — Aggiustamenti patrimoniali — Utili normalizzati — Carve out issues — Elementi contrattuali — Deal breakers	Analisi delle relazioni con i fornitori — Analisi dei principali fornitori — Analisi dei giorni medi di pagamento a fornitori	— Analisi del trend degli investimenti — Analisi del trend del capitale circolante — Analisi del cash flow — Analisi della posizione finanziaria netta (Crediti/debiti finanziari, cash/debt like items e off balance sheet items) — Analisi delle passività potenziali (es. fondi rischi)	
Business overview — Descrizione del business — Analisi delle relazioni con le parti correlate	Risorse umane — Profilo dei dipendenti — Struttura remunerativa (incluso share options) — Piani pensioni ed altri benefit similari		
	Analisi dei dati prospettici — Analisi della plausibilità dei forecast e delle ipotesi utilizzate nelle proiezioni finanziarie preparate dalla società		

Esempio di un indice di report per illustrare le principali aree analizzate

Le domande dell'acquirente

- Quali sono le domande che si pone l'acquirente?
- Il livello di profittabilità del business è sostenibile nel futuro?
- Quali sono i driver del profitto e della cassa?
- Quale è il livello di indebitamento della società?
- Il business ha una certa stagionalità? Quale è un livello normale di capitale circolante netto per gestire l'attività?
- QoE, Quality of earnings: normalizzazione dell'EBITDA
- Analisi PFN: identificazione cash/debt - like items

Queste domande sono diverse in ogni transazione!

Le domande dell'acquirente

Business issue	Implicazione	Oggetto di analisi
Il livello di profittabilità è sostenibile in futuro? Quali sono i driver del profitto e della cassa?	Il prezzo della transazione indicato nella lettera di intenti è calcolato sulla base dell'EBITDA Se l'EBITDA non è sostenibile il nostro cliente rischia di pagare un prezzo troppo elevato	— Identificare e normalizzare costi e/o proventi non ricorrenti e/o straordinari — Considerare aggiustamenti "run-rate" — Analizzare ed interpretare i trend storici

Due diligence

Le domande dell'acquirente

Business issue	Implicazione	Oggetto di analisi
Qual è la PFN della società?	Il prezzo è determinato sulla base di un moltiplicatore dell'EBITDA – PFN Una erronea rappresentazione della PFN può comportare che il cliente paghi un prezzo troppo elevato	— PFN in tutti i suoi dettagli — Eventuali altri elementi assimilabili al debito (p.es. TFR, ratei per interessi, leasing finanziario, ecc.) — Esame approfondito dello stato patrimoniale del target

Due diligence

Le domande dell'acquirente

Business issue	Implicazione	Oggetto di analisi
Quale è il CCN normale del business?	Il capitale circolante netto potrebbe oscillare sulla base della stagionalità del business Se il livello di CCN è basso nel momento dell'acquisizione l'acquirente potrebbe dover finanziare l'incremento del CCN per gestire il business	— Stagionalità, principali driver, livello normale del CCN — Impatto sulla determinazione del prezzo — Esame approfondito dello stato patrimoniale del target

Le attività da svolgere

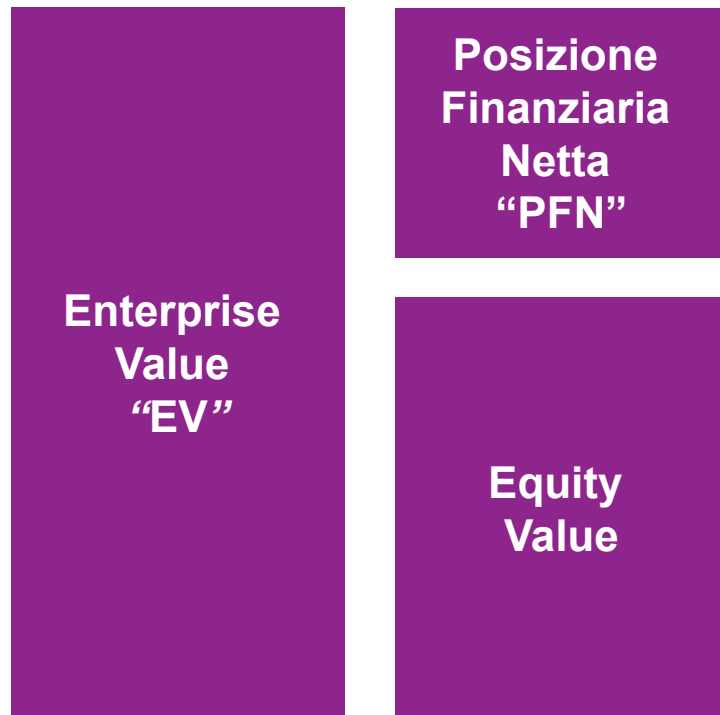
Attività specifiche in una Due Diligence finanziaria

- Raccolta di informazioni generali sulla società
- Analisi di conto economico
- Analisi di stato patrimoniale
- Analisi dei flussi di cassa
- Analisi del business plan



Rilevanza di EBITDA e PFN

Valore di una società



$$\text{Equity Value} = \text{EV} - \text{PFN}$$

Attenzione

1. Il valore non coincide con il prezzo
2. Non necessariamente EV e PFN + DLI (Debt-like items) hanno impatto sul prezzo (per esempio nel caso di aste)

Due diligence

Normalizzazione EBITDA



EBITDA: Definizione

EBITDA:

- Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation

Nel bilancio civilistico italiano si identifica come:

- $(A - B) + \text{ammortamenti}$

Nei bilanci classificati in modo diverso (IFRS o altri PP. CC.), se non è già identificato, il metodo più agevole di determinare l'EBITDA è a partire dal risultato netto:

- Risultato netto:
 - (+) Tasse
 - (-) Proventi finanziari
 - (+) Oneri finanziari

EBIT

- (+) Ammortamenti

EBITDA

La normalizzazione

- L'EBITDA (o un altro parametro) normalizzato è la base per la valutazione d'azienda (nel metodo dei multipli di mercato l'EBITDA normalizzato determina l'Enterprise value)
- In sede di Due Diligence l'analisi di normalizzazione è uno degli elementi negoziali più importanti, per cui di norma viene sempre richiesta
- In sede di “completion” viene talvolta richiesta per la determinazione di:
 - 1) aggiustamenti prezzo
 - 2) earn – out
 - 3) way – out

La normalizzazione

Di cosa si tratta?

Il termine “normalizzare” significa individuare il livello “normale” di un determinato flusso economico o finanziario (un flusso di reddito, un flusso di cassa, etc.) depurandolo da accadimenti eccezionali od estranei alla gestione aziendale

La normalizzazione consente quindi di individuare un indicatore del livello “sostenibile” di tale flusso economico / finanziario, vale a dire quel livello che l’impresa è in grado di mantenere nel tempo, indipendentemente da:

1. fenomeni di natura eccezionale, straordinaria, non ricorrente
2. eventi estranei alla gestione caratteristica dell’azienda
3. politiche di bilancio

La normalizzazione

- Identificazione tra gli elementi dell'EBITDA o dell'EBIT dei componenti di reddito (sia positivi che negativi) che siano riconducibili alle seguenti fattispecie:

a) Elementi one – off / non ricorrenti / straordinari:

1. elementi reddituali che si manifestano in modo non frequente (“una tantum items”) e con probabilità remota di ripetersi nel tempo. Per la loro identificazione può essere utile analizzare i dati economici di più esercizi al fine di comprendere con quale frequenza si manifestano
2. elementi che erano ricorrenti in passato, ma che non dovrebbero più manifestarsi in futuro (es: a seguito di variazioni dei principi contabili)
3. effetti di operazioni straordinarie: si tratta degli effetti economici di tutte le operazioni straordinarie subite dal target, tra queste anche le cessioni di fabbricati, impianti ed altre immobilizzazioni non classificate tra le voci di natura straordinaria ma rilevanti dal punto di vista economico

La normalizzazione

b) “Anomalie” di bilancio:

1. movimenti anomali nei fondi: si tratta di rilasci o di accantonamenti di fondi estranei alla gestione ordinaria della società (es: fondo rischi)
2. politiche di bilancio: si tratta degli effetti economici delle politiche di bilancio (spinta sul “sell-in”, capitalizzazioni, ammortamenti, effetti fiscali, etc.) posti in essere dal management del target per migliorare gli indicatori di performance della società
3. errori: si tratta degli errori di contabilizzazione (adjustments) rilevati nell’ambito del lavoro di analisi del conto economico e dello stato patrimoniale del target

c) Altri elementi:

1. classificazione di costi e ricavi: si tratta dell’inclusione nell’EBITDA di costi e ricavi non operativi o, viceversa, di una esclusione dall’EBITDA di costi e ricavi operativi. Non sempre si tratta di errori

Esercizio normalizzazione EBITDA



Esercitazione EBITDA

La società Beta produce e commercializza cappe da cucina e piani cottura. Il Vostro cliente è un fondo di PE. L'acquirente e il venditore hanno sottoscritto una lettera di intenti in cui stabiliscono il prezzo come un multiplo dell'EBITDA 2024. Siete stati incaricati di effettuare una Due Diligence e di fornire preliminarmente una normalizzazione dell'EBITDA ai fini della determinazione finale del prezzo

Materiale distribuito:

Bilancio civilistico al 31 dicembre 2024

Ulteriori informazioni

- La società non accantona alcun fondo obsolescenza magazzino, effettua periodiche rottamazioni, ma non su base sistematica. Viene fornita la serie storica delle distruzioni di merce in magazzino (2019 – 2024)
- In marzo 2024 la società ha subito un furto in magazzino in cui è stato sottratto materiale per un valore di €197 mila. In novembre 2024 la compagnia di assicurazione ha liquidato il danno
- La società effettua un accantonamento al fondo svalutazione e rileva direttamente a conto economico perdite su crediti non precedentemente svalutati. Viene fornita la serie storica delle perdite su crediti e delle movimentazioni del FSC (2019 - 2024)

Esercitazione EBITDA

- Al 31 dicembre 2022 è scaduto il contratto nazionale di categoria. Nel marzo 2024 è stato rinnovato. Nel giugno 2024 è stata liquidata la "vacatio" dal 1 gennaio 2023 al 31 dicembre 2023, pari a 205 mila. A settembre 2024 è stata liquidata la "vacatio" relativa ai primi 3 mesi del 2024, pari a €52 mila. Entrambi i costi sono stati contabilizzati all'interno della voce "salari e stipendi"
- L'immobile in cui ha sede la società è in affitto. Il contratto scadrà alla fine del 2026 e stabilisce un canone di €91 mila all'anno. I prezzi di mercato attesterebbero l'affitto a circa €150 mila
- Nel corso dell'esercizio è stata pagata una buonuscita ad un amministratore della società per €100 mila. Il costo è stato registrato all'interno della voce "emolumenti"
- Nel corso dell'anno la società ha vinto una causa in corso con un cliente per cui erano stati accantonati €161 mila negli esercizi precedenti. A conseguenza di ciò la società ha rilasciato l'intera riserva accantonata
- I beni ammortizzabili di valore inferiore a €516 sono relativi ad apparecchi o parti di essi che raramente hanno una vita utile superiore a 1 anno
- Alla fine di ogni anno, la società effettua l'accantonamento per fatture da ricevere. Viene fornito il riepilogo degli accantonamenti per fatture da ricevere 2019 – 2024 e le fatture effettivamente ricevute nel periodo successivo alla chiusura di bilancio relative al periodo precedente

Esercitazione EBITDA

- Nel corso del 2024 è stato ceduto un immobile non operativo per €250 mila. L'immobile era contabilizzato a bilancio per un valore netto contabile di €195 mila
- La società ha ricevuto €310 mila relativi a bonus da fornitori per il raggiungimento di target contrattuali di fatturato annuo. Una parte di tale bonus (€117 mila) era relativa agli acquisti 2023 ed è stata pertanto integralmente registrata all'interno della categoria di bilancio "sopravvenienze attive"
- La società ha in essere un contratto di leasing finanziario contabilizzato secondo i principi contabili italiani. I canoni di leasing sono pari a €1.754 mila
- La società nel 2024 ha contabilizzato negli interessi spese bancarie per €63 mila

Si richiede di:

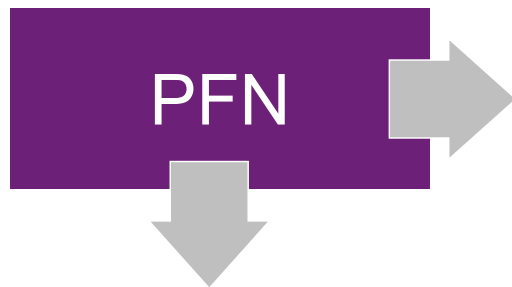
- determinare l'EBITDA 2023 e 2024
- normalizzare l'EBITDA 2024

Analisi PFN



PFN: Definizione

Qual è la definizione di “posizione finanziaria netta”?



- è un indicatore del grado di indebitamento di un'impresa
- viene calcolata come differenza tra l'ammontare dei debiti finanziari e quello delle disponibilità liquide

Definizione più comune (da bilancio):

- disponibilità liquide.

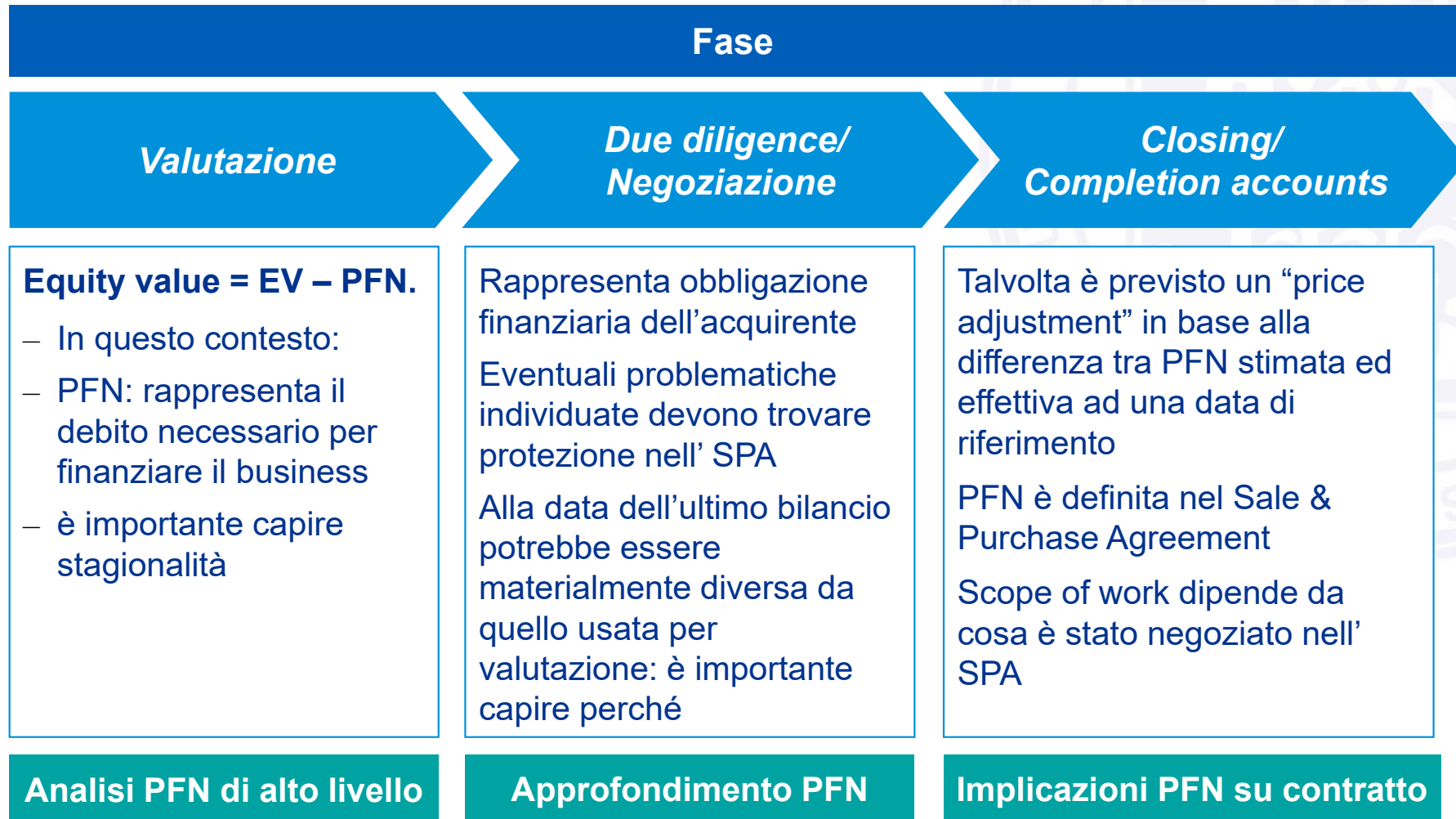
Meno:

- debiti finanziari a breve e a lungo termine (verso banche)

Nota: La PFN può essere diversa a seconda dei principi contabili utilizzati.

Rilevanza della PFN

Nel corso di un'acquisizione la PFN ha rilevanza diversa:



Due diligence

Debt-like items

“Off balance sheet” financing

- leasing
- sale and lease-back
- factoring
- contratti derivati
- comfort letters and promissory notes

Impegni finanziari non riflessi in bilancio che diventeranno un “cash-out” in futuro

Debiti scaduti

- fornitori “tirati” oltre il livello fisiologico
- imposte/contributi sociali non pagati alla scadenza
- stipendi non pagati

Mancato pagamento nei termini “normali” di debiti che hanno migliorato “artificiosamente” la PFN alla data di analisi

Debt-like items

Errori di cut-off e Classificazione

- RIBA non scadute classificate come liquidità
- cut-off finanziario (errata registrazione incassi/pagamenti)
- accantonamento di interessi passivi classificati all'interno dei "ratei e risconti"
- errata classificazione di debiti finanziari in altre voci dello stato patrimoniale

Miglioramento della PFN per effetto di errate registrazioni contabili o di classificazioni di bilancio

Debt-like items

Debiti di natura finanziaria non compresi nella PFN

- debiti per acquisizioni
- Earn-out/Price adjustment/Defined price consideration su acquisizioni
- finanziamenti di altri investitori
- finanziamenti intra-gruppo o da parti correlate
- piani di rientro di fornitori
- altri

Debiti di natura finanziaria che rappresentano un cash-out post closing e che non fanno parte del capitale circolante “rolling”

Debt-like items

Non “cash” items

- depositi (rent, etc)
- titoli di investimento/azioni
- crediti finanziari
- “Restricted” cash (conti vincolati, etc...)



Attività classificate come “cassa” ma che in realtà non sono liquide

Altri “debt like” items

- debiti in società del Gruppo non consolidate o in altri veicoli (SPV)
- unfunded pension funds
- “Supplier financing”
- put/call agreements e altri impegni
- cause/passività certe/molto probabili
- debiti per dividendi

Cash-like items

Attività che non sono parte del capitale circolante “rolling” che diventeranno “cassa” dopo il closing. Ad esempio:

- immobilizzazioni non operative (es.: immobili ad uso privato)
- crediti fiscali chiesti a rimborso
- crediti “finanziari” non operativi verso parti correlate che saranno regolati al closing
- “cassa” e attività liquide di società controllate dal gruppo ma non consolidate

Trends / swings infrannuali

Perché è importante analizzare i trends e gli swings infrannuali della PFN?

- Per capire la PFN media
- Per capire se la PFN alla data di bilancio/closing è diversa da quella media
- Per aiutare gli investitori e le banche finanziatrici a pianificare il debito dell'acquisizione e le “making capital facilities”

Esercizio analisi PFN



Esercitazione PFN

La società Alfa opera nel settore della distribuzione di bevande
L'acquirente e il venditore hanno sottoscritto una lettera di intenti in cui stabiliscono il prezzo come un multiplo dell'EBITDA 2024 meno la posizione finanziaria netta (PFN) alla data del closing (31 dicembre 2024)

Siete stati incaricati di effettuare una Due Diligence e di fornire preliminarmente un'analisi al fine dell'aggiustamento della PFN per la determinazione finale del prezzo

Dalle analisi del team incaricato della financial Due Diligence sono emersi i seguenti rilievi:

- La società ha venduto a fine 2024 un immobile non strumentale per €160 mila. Peraltro tale importo non è stato ancora incassato ed è iscritto negli altri crediti. Il management ritiene di incassare tale ammontare a breve
- Nel 2024 la società ha accantonato €150 mila tra i fondi rischi e oneri per una controversia legale in essere con un cliente che ha fatto causa ad Alfa lamentandosi della fornitura di bevande contraffatte. La società è stata condannata in primo grado al risarcimento dell'importo, ma Alfa ha fatto ricorso in appello
- Il TFR è diminuito nel corso del 2024 a seguito del personale andato in pensione e di alcuni anticipi pagati ad alcuni dipendenti. Peraltro l'età media del personale è molto bassa (media 30 anni) e quindi la maggior parte dei dipendenti ha un orizzonte di circa 20 anni prima di andare in pensione. (Il TFR al 31/12/2024 era pari a €1.110 mila)
- A fine 2024 gli altri crediti (CCN) includono €250 mila di risconti attivi relativi ai premi assicurativi pagati a dicembre con valenza annuale
- A fine dicembre 2024 lo scadenzario fornitori evidenzia uno scaduto oltre 90 giorni di €320 mila mentre a fine 2023 tale scaduto era di €180 mila
- Al 31 dicembre 2024 la società presenta IVA a debito pari ad €760 mila ed un credito per pagamento imposte anni precedenti in eccesso del dovuto pari a €140 mila

Esercitazione PFN

- La società ha deliberato il pagamento di dividendi sul risultato 2024 pari a €320 mila a gennaio 2025, il pagamento è stato effettuato a febbraio 2025
- Alcuni clienti pagano Alfa tramite RIBA. La società è abituata a registrare tra le disponibilità bancarie le RIBA presentate in banca anche se non ancora incassate. Al 31 dicembre 2024, le RIBA presentate ammontavano ad €870 mila
- A fine 2024 la società ha fatto ricorso a factoring di crediti verso clienti per €3 milioni di cui: €2 milioni pro-soluto ed €1 milione pro-solvendo. Alfa ha stornato i crediti verso clienti e registrato tra le disponibilità liquide la somma (€3 milioni) incassata dal factor
- A fine 2024 vi sono debiti verso fornitori per investimenti pari ad €250 mila. Tali debiti non sono scaduti
- Alfa si è accordato con il precedente direttore commerciale per una buonuscita pari ad €150 mila. Tale ammontare è stato iscritto tra gli altri debiti inclusi nel CCN a fine 2024. Il pagamento è previsto a rate semestrali nei prossimi 4 anni
- Alfa ha in essere un contratto di leasing finanziario per l'immobile relativo alla stabilimento produttivo. Il debito residuo al 31.12.2024 ammonta a €1.500 mila. Il leasing viene contabilizzato secondo i principi contabili italiani
- Il business di Alfa è caratterizzato da una stagionalità delle vendite che determinano significative variazioni del capitale circolante netto nel corso dell'anno. I valori mensili del capitale circolante netto operativo 2024 sono forniti in allegato

Si richiede di fornire il calcolo della PFN e del capitale circolante netto operativo al 31 dicembre 2024

Si richiede di fornire una tabella di aggiustamento della PFN al 31 dicembre 2024 e di commentare le motivazioni di ogni aggiustamento