

LA DUE DILIGENCE REPUTAZIONALE

“IL MONDO DELLE IMPRESE DEDICA UN’ATTENZIONE CRESCENTE ALLE PIÙ DIVERSE SITUAZIONI DI RISCHIO, SOPRATTUTTO ALLA LUCE DELLE DIFFICILI CONDIZIONI ECONOMICHE MONDIALI”

di Nicoletta Grilli e Sergio Sergi *

La due diligence reputazionale su società e soggetti fisici nei periodi di crisi

Dopo due anni di dura recessione economica che sta affliggendo l'intero globo, anche il settore della consulenza direzionale su problematiche di affidabilità e di risk management sta attraversando una fase di pieno sconvolgimento. Le aziende pretendono, ora più che mai, trasparenza, rapidità e allo stesso tempo massimi risultati dai propri consulenti in materia di rischi.

Gli amministratori e i dirigenti di fondi di investimento e delle grandi società non si possono più permettere di investire liberamente e di lanciarsi in operazioni rischiose. Concetti quali “responsabilità, trasparenza, autenticità, affidabilità, certezza, competenza, sostenibilità e sobrietà”, stanno facendo il loro ingresso nei mercati e iniziano a essere visti come una necessità per infondere nuova fiducia tra gli operatori economici.

Infatti, nel tempo della globalizzazione e ancora più in periodi di crisi economica, la corretta gestione dei rischi è alla base del successo delle imprese e degli investitori sia privati che istituzionali.

Secondo la ricerca annuale 2009 “Business Risk Report” di Ernst & Young, “il mondo delle imprese dedica un’attenzione crescente alle più diverse situazioni di rischio, soprattutto alla luce delle difficili condizioni economiche mondiali conseguenti alla recente stretta creditizia”.

Non sorprende, pertanto, che il rischio connesso con la valutazione della reputazione dei soggetti e delle imprese sia, secondo lo stesso report, balzato dal 22° al 10° posto rispetto al 2008.

In Italia, tuttavia, sembra esserci ancora poca attenzione sulla gestione dei rischi correlati ad operazioni di natura strategica quali partnership, fusioni e acquisizioni oppure ad attività di assunzione di manager di alto livello.

Tali rischi possono essere legati a reati di natura economica – corruzione, frode, concorrenza sleale – oppure a fattori negativi di natura “umana” – mancanza di integrità, poca trasparenza nel *modus operandi*, cattiva repu-

tazione o contiguità con soggetti controversi. A differenza dell'Italia, nel mondo anglosassone la “due diligence” sulla reputazione, affiancata alle attività di due diligence tradizionali (finanziaria, legale ed economica) è da molti considerata parte integrante del processo decisionale nelle attività di investimento.

L'attuale crisi economica ha aumentato la percezione dei rischi contribuendo alla diffusione di una forte sensazione di incertezza da parte degli investitori istituzionali, delle aziende e delle società di private equity nei confronti di soggetti terzi. E questo non solo nei confronti di particolari soggetti poco conosciuti ma anche nei confronti di operatori con i quali i rapporti professionali sono in corso da tempo. L'analisi di affidabilità, infatti, non è più un'attività discrezionale e soggettiva, appannaggio del singolo manager o decisore, ma diventa sempre più una procedura scientifica, da affidare a specialisti che siano in grado di valutare in maniera obiettiva tutte le variabili in campo e nel contempo di effettuare le giuste valutazioni in merito all'affidamento.

In un mondo ormai senza frontiere, le valutazioni sulla reputazione dei player operanti sul mercato diventano sempre più impor-

* Managing Director di Corporate Risk Watch s.r.l.

tanti ma aumenta, nel contempo, anche la percezione del rischio connesso con tali procedure senza un'adeguata gestione manageriale delle stesse.

La due diligence reputazionale

Questa particolare tipologia di due diligence è un'attività di "business intelligence" finalizzata a individuare fattori di criticità che possono avere un impatto negativo sulle imprese dal punto di vista economico, finanziario, dell'immagine e della loro reputazione sul mercato. Si tratta di una metodologia d'indagine societaria e sulle persone fisiche apicali della stessa, finalizzata a individuare aree nascoste relative a soggetti terzi con i quali si pensa di instaurare rapporti economici e/o professionali. Nei casi in cui è stato previsto lo svolgimento di una due diligence tradizionale (strategica, commerciale, finanziaria/creditizia, ambientale, contabile e fiscale), quest'ultima rappresenta un punto di partenza per la successiva due diligence reputazionale.

La due diligence reputazionale va a integrare

i dati ottenuti dalle due diligence tradizionali con attività di analisi approfondite sull'affidabilità, *modus operandi* e integrità dei soggetti target (manager, consulenti, agenti) come anche sull'affidabilità economico-finanziaria delle società di interesse (potenziali partner, fornitori, clienti) nelle specifiche aree geografiche di riferimento.

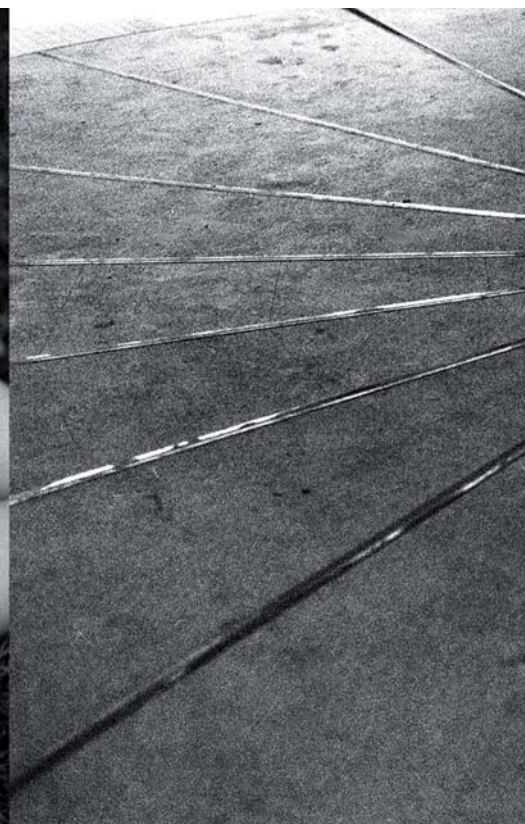
L'obiettivo primario è quello di accertare, attraverso una raccolta mirata e analitica di informazioni, se vi siano le effettive condizioni di fattibilità dell'operazione programmata ovvero se sussistano elementi e profili di criticità che possano comprometterne il buon esito, costruendo al contempo una solida base per l'eventuale negoziazione delle condizioni contrattuali dell'operazione.

L'attività viene svolta attraverso l'incrocio di molteplici dati provenienti dalle più diverse fonti pubbliche e da una complessa azione di "human intelligence" mirata a ottenere il quadro più dettagliato possibile dei soggetti e delle società target.

Inoltre, l'analisi del rischio derivante dai soggetti e dalle società viene combinata con le valutazioni di rischio intrinseche ad un de-

terminato scenario economico e politico in cui i soggetti stessi si trovano a operare (ad esempio la diversa situazione di affidabilità finanziaria tra le imprese ubicate al Nord Italia rispetto a quelle che si trovano nel Sud Italia, e analogamente, la diversa collocazione in Paesi del Nord Europa rispetto a quella in Paesi del Sud oppure dell'Est Europa).

Per quanto riguarda le due diligence reputazionali aventi come oggetto le società, l'obiettivo primario è quello di fornire, nel quadro delle considerazioni relative all'efficienza strategico-finanziaria e fiscale di una determinata operazione, indicazioni utili in merito agli strumenti giuridici, fiscali, economici, organizzativi e di governance più idonei a perfezionare il "deal" con il target. Attraverso la due diligence reputazionale si ottiene una "fotografia" della società target che permette una valutazione concreta e attuale su tutti i rischi impliciti ed espliciti che si andranno ad assumere al compimento dell'operazione. Sulla base di tale fotografia il committente ha la possibilità di modulare la sua strategia in funzione della natura, del peso e delle conseguenze che,



nel tempo, comportano i rischi di una specifica operazione.

Metodologie di svolgimento della due diligence reputazionale

Per alcuni aspetti l'approccio iniziale di una due diligence reputazionale ricalca le procedure seguite nelle due diligence tradizionali. Le due attività si differenziano nella fase centrale del lavoro allorché nella seconda prevalgono gli aspetti meramente investigativi.

Si parte da un'analisi dei dati messi a disposizione dal committente sul target dell'indagine a cui seguono delle interviste esplorative (*de-briefing*) con il management dell'azienda che sta assegnando l'incarico per esplorare tutti gli aspetti e le problematiche su cui verterà l'indagine.

Si procede poi, come secondo step, con un'accurata raccolta, revisione e analisi dei dati provenienti dalle fonti pubbliche ed ufficiali. Questa fase consente un'analisi preliminare delle evidenze relative al mercato e al contesto competitivo che poi saranno validate tramite

interviste confidenziali esterne presso soggetti che, per vari motivi, sono in contatto o a conoscenza di notizie sul target dell'indagine.

L'analisi preliminare viene condotta consultando numerose fonti, tra cui: riviste specializzate di settore, report e newsletter delle associazioni di categoria, database di informazioni di mercato online, bilanci aziendali, broker report, ecc.

In questa fase è importante effettuare un'analisi dettagliata e approfondita delle informazioni e dei dati raccolti attraverso le numerose autorevoli fonti di informazione a disposizione. Il terzo step consiste nell'attività mirata di "human intelligence" basata essenzialmente su interviste confidenziali esterne con expert, consulenti, clienti, concorrenti, fornitori, distributori e altri player rilevanti nella catena del valore.

La tecnica utilizzata per lo svolgimento di tali interviste consiste nell'utilizzo di metodiche particolari di approccio che, pur mantenendo l'anonimato, consentono di intercettare in maniera confidenziale il parere, sia di quadri intermedi in possesso di notizie particolari, che di profili senior in grado di fare valutazioni ampie e di contestualizzarle nello scenario di riferimento.

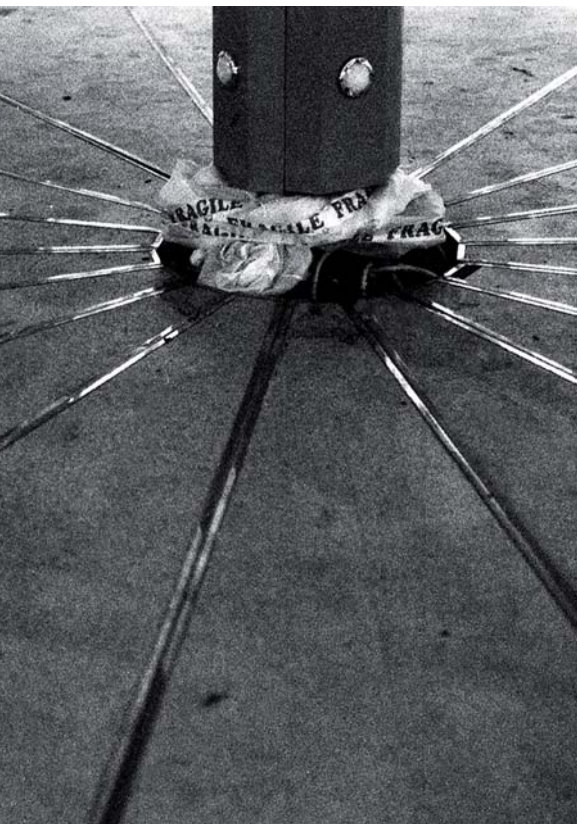
Solo in questo modo è possibile ottenere informazioni, pareri e punti di vista imparziali che permettono di ricostruire il background dei soggetti target, le loro relazioni, le motivazioni per cui sono state prese certe posizioni, il contesto in cui si muovono e l'eventuale esistenza di aree grigie che necessitano di ulteriori approfondimenti.

Le tematiche che vengono affrontate nel corso delle attività di "human intelligence" aventi come target le aziende includono, anche, le aree più tradizionali della business intelligence come: dinamiche di mercato, i driver sottostanti i trend di mercato, i fattori critici di successo di un'azienda, il suo posizionamento competitivo (punti di forza e di debolezza), opportunità e minacce per la crescita, plausibilità del modello di business. Nel caso di una due diligence reputazionale su una società gli elementi critici che vengono analizzati e sottoposti a processo di investigazione approfondita sono i seguenti:

a) **Struttura e organizzazione societaria del target:** oltre a reperire i dati identificativi quali denominazione, sede legale, iscrizione al registro delle imprese e codice fiscale ed ai documenti costitutivi è importante da subito orientare l'indagine

verso la composizione societaria e ricostruire con chiarezza il quadro dei possibili rapporti tra i soci, indagando l'esistenza, i termini e le condizioni di eventuali patti parasociali. È indispensabile, inoltre, accertare il sistema amministrativo e di controllo utilizzato, individuare i componenti degli organi collegiali per acquisire debita cognizione dell'attività degli organi stessi. È importante, inoltre, con riguardo ai profili di gestione e organizzazione, fotografare la struttura (organigramma e disposizioni organizzative) della società target, con relativo sistema di poteri/procure/deleghe.

- b) **Patrimonio della società target:** per quanto riguarda i beni immobili al fine di individuare in modo esatto i singoli beni, nonché di accertare la situazione proprietaria degli stessi, è opportuno procedere ad accertamenti presso le competenti conservatorie dei registri immobiliari al fine di investigare con attenzione l'eventuale esistenza di ipoteche o altri diritti reali e/o di altri vincoli od oneri gravanti sugli immobili stessi. Per quanto concerne i beni mobili, sul piano della produzione, vanno presi in particolare considerazione i principali macchinari e attrezzature, con indicazione di eventuali vincoli di natura giuridica (quali ad esempio privilegi a favore di finanziatori) e dello stato di fatto in cui si trovano.
- c) **Contrattualistica:** nell'attività di due diligence si dovrà dedicare attenzione ad alcune tipologie di contratti, la cui esistenza e continuità sia determinante per un'appropriata e proficua gestione della società target. Gli obiettivi delle analisi di due diligence in questo ambito saranno focalizzati a verificare la legittimità dei singoli contratti e nell'acquisire dettagliate informazioni sulle specifiche obbligazioni conseguentemente assunte dalla società target e sul loro adempimento. Sarà opportuno anche accertare l'eventuale esistenza di clausole che possano influenzare il buon esito della programmata acquisizione: clausole che prevedono rinnovi taciti o automatici del contratto, clausole che attribuiscono diritti di esclusiva, diritto di recesso, clausole penali, clausole di non concorrenza particolarmente gravose.
- d) **Concessioni, autorizzazioni, situazione ambientale, rapporti con la pubblica amministrazione:** il processo di due diligence deve curarsi di verificare se l'attività specifica svolta dalla società



target sia soggetta a regime concessorio, ovvero necessiti di autorizzazioni. Si pensi ad esempio all'acquisizione di progetti industriali il cui sviluppo è condizionato al rilascio di autorizzazioni, licenze e/o permessi di natura amministrativa, quali la Valutazione di Impatto Ambientale.

Occorre verificare che non esistano provvedimenti della pubblica amministrazione di accertamento e contestazione di infrazioni alla normativa e/o di mancato rispetto delle condizioni e/o limitazioni previste dalle licenze, permessi o altre autorizzazioni rilasciate in favore della società target.

L'esame degli aspetti amministrativi non deve essere limitato alla evidenza documentale relativa a concessioni e autorizzazioni, ma deve essere ampliato all'esame ad ampio spettro dei rapporti tra azienda ed autorità pubblica.

- e) **Rapporti finanziari e garanzie:** i rapporti finanziari variano a seconda della natura dei soggetti che hanno erogato fondi alla società target (banche e istituti finanziari, autorità pubbliche nazionali o comunitarie e soci o società cui fa capo il target ovvero soggetti terzi). In quest'ambito è necessario esaminare tutti i rapporti tra le parti al fine d'accertare eventuali criticità.

Particolare attenzione dovrà poi essere prestata alle garanzie, di qualsiasi natura, rilasciate a favore di terzi. L'indagine deve identificare non soltanto i valori economici, ma anche i contenuti e la portata delle garanzie.

- f) **Proprietà intellettuale e industriale:** l'analisi nell'area della proprietà intellettuale e industriale deve essere principalmente orientata alla verifica della situazione brevettuale, alle eventuali licenze, ovvero ai modelli industriali di cui il target faccia uso, accertando se tale utilizzo sia consentito e, in caso affermativo, se ciò avvenga in quanto il target ne sia titolare esclusivo ovvero in virtù di contratti di licenza d'uso. Per quanto riguarda i marchi, le analisi saranno indirizzate primariamente a verificare se il marchio utilizzato dalla società target sia stato o meno sottoposto a registrazione (nazionale o internazionale). Strettamente legati alla proprietà industriale sono poi i contratti di licenza, sub-licenza, sfruttamento brevetti e simili.

- g) **Concorrenza – Antitrust:** con riferi-

mento all'area antitrust le attività di due diligence saranno volte principalmente ad accertare i rapporti intercorsi nel tempo tra la società target e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato italiano ovvero con gli omologhi organi di controllo a livello europeo o extraeuropeo.

- h) **Contenzioso:** i contenziosi possono rappresentare i principali rischi di un "deal". Si tratta del cosiddetto contenzioso "passivo", comprendente i giudizi (di natura civilistica, lavoristica, tributaria e amministrativa) nei quali la società è coinvolta e dai quali possano derivare passività a carico della società. La due diligence deve perciò curarsi di rappresentare un quadro completo ed esauriente delle informazioni utili in relazione a tutte le controversie giudiziali pendenti. Dal punto di vista operativo si provvederà a fornire un prospetto riassuntivo nel quale siano indicati tutti i contenziosi di cui la società target sia parte e nel quale siano specificati tutti gli elementi informativi principali unitamente a una breve relazione informativa su ciascuna delle controversie ed eventualmente un giudizio di massima sulle probabilità di esito favorevole da parte dei professionisti incaricati della controversia dalla società target.

Nel caso di una due diligence reputazionale su soggetti apicali della società target o nel caso di manager, consulenti e professionisti con cui si vuole entrare in relazione, gli elementi critici che vengono analizzati e sottoposti a processo di investigazione approfondita sono, a grandi linee, gli stessi che per le società, con un particolare riguardo al profilo personale del soggetto, alla sua affidabilità e integrità e a tutti quegli aspetti dei curricula che appariranno dirimenti al fine della decisione di intraprendere o meno l'eventuale partnership.

In questo caso è necessario verificare, in maniera ancora più severa e rigorosa rispetto alle due diligence su società, tutti gli aspetti relativi alla tutela della riservatezza dei dati in quanto questo può rappresentare un elemento di effettiva criticità che caratterizza questo tipo di processi sotto diversi profili. In effetti, poiché esecutore e committente della due diligence vengono a conoscenza dei dati dei terzi entrambi, in ragione l'uno del contenuto della lettera di incarico e del segreto professionale, l'altro degli impegni di natura convenzionale contenuti nelle lettere di intenti o negli eventuali *non disclosure*

agreement previamente sottoscritti con il potenziale partner, saranno tenuti a rispettare un obbligo di assoluta riservatezza.

Per ottemperare all'attuale disciplina in vigore in Italia in materia di privacy, la strada maestra da seguire sarebbe sicuramente quella della semplice richiesta del consenso degli interessati. Tali procedure, però, nel caso di una due diligence reputazionale appare, per ovvie ragioni, impercorribile. Nel caso in cui i dati, siano ritenuti "sensibili" ai sensi del codice della privacy, oppure siano vincolati da specifici accordi con soggetti terzi, la soluzione meno "rischiosa" adottabile potrebbe essere quella di predisporre copie dei documenti ove siano cancellati i nomi e i riferimenti delle controparti, così come gli altri dati che abbiano natura segreta, o comunque non liberamente comunicabili a soggetti terzi.

La due diligence reputazionale. Casi elettivi in cui utilizzare la due diligence reputazionale e suoi benefici

Acquisizioni, Joint Venture

Un soggetto estero che intende acquisire delle società ubicate in Italia (o un soggetto italiano che intende fare delle acquisizioni all'estero) oppure che vuole compiere un'operazione di Joint Venture, si chiederà sempre quali siano i sistemi e gli strumenti operativi per limitare i rischi in capo all'acquirente o al soggetto promotore dell'operazione. La due diligence reputazionale e competitiva è l'unico strumento concreto che può fornirgli uno scenario esaustivo dei punti di forza e di debolezza, con particolare attenzione allo status fiscale, economico, finanziario e competitivo delle società oggetto di acquisizione. Uno dei problemi principali del potenziale acquirente del business è la valutazione corretta dei rischi che egli si accolla con l'operazione di acquisizione. I rischi possono essere di natura economica (reddituale, patrimoniale), di natura finanziaria (incapacità del business a rifinanziare nel medio lungo periodo l'esborso sostenuto per l'acquisizione della società target), di natura strategica, di natura ambientale o di natura fiscale. In questo caso la due diligence reputazionale porta i seguenti benefici all'azienda committente:

- la possibilità di avere un servizio personalizzato secondo le proprie specifiche necessità;
- un notevole vantaggio competitivo, rispetto ai concorrenti, attraverso la conoscenza diretta di tutte le problematiche critiche del soggetto target;
- la disponibilità di un'ampia tipologia di informazioni a costi decisamente più bassi rispetto a quelli sostenuti per la due diligence interna a carattere fiscale, legale o economico-finanziario;
- la notevole riduzione del rischio economico e finanziario grazie all'acquisizione di informazioni finanziarie, anche a carattere "riservato" in una fase molto antecedente all'apertura ufficiale del "deal";
- la riduzione dei propri rischi reputazionali e di immagine perché si riescono a fare valutazioni preventive senza entrare in contatto, in maniera troppo ravvicinata, con l'azienda target.

Assunzione di manager

Le attività che hanno più rilevanza nella fase di assunzione di una risorsa umana strategica per un'impresa sono l'analisi delle potenzialità, delle doti, dei difetti e delle motivazioni di una persona, per capire se colui che è stato un vincente fino a ieri possa esserlo anche in futuro. Per fare questo occorre capire se è grazie a un determinato manager che l'azienda ha raggiunto certi risultati, in forza di quali motivazioni economiche, di conoscenze, politiche, clientelari questi risultati sono stati raggiunti e, soprattutto, se sarà possibile ripeterli o incrementarli anche in un contesto organizzativo e societario diverso.

I fattori da considerare riguardo il management sono sia oggettivi che soggettivi, inoltre è anche necessario avere la ragionevole certezza che l'azione del management sia in linea con quanto stabilito dall'azionariato/dal gruppo di controllo. Vi è poi un secondo gruppo di questioni da analizzare in merito al background delle persone che attengono allo sfondo politico e sociale nel quale si muovono, al rapporto che questo può avere con il futuro andamento degli affari, al perché una determinata azienda si è sempre garantita sufficienti commesse da determinati clienti, al che cosa può comportare l'eventuale allontanamento di una figura chiave dell'azienda.

La risposta a queste domande così come a tutta la complessa problematica inerente la gestione del personale sta nelle attività di "human

intelligence" connesse con le due diligence reputazionali. Tale attività consentono infatti di ottenere precisi output informativi riguardo ad items in gioco nei processi di assunzione e/o partnership con persone fisiche come:

- a) ricostruzione di tutte le principali esperienze e attività professionali;
- b) veridicità e/o la presenza di eventuali discrepanze nelle informazioni riportate sui curricula;
- c) competenze dei soggetti e loro reputazione professionale negli ambienti di riferimento;
- d) esistenza di relazioni con soggetti terzi sui quali sono stati individuate aree di criticità;
- e) esistenza di altre aree di criticità o di "red flags" legate alle attività svolte;
- f) eventuali passati procedimenti legali e/o contenziosi con enti pubblici/aziende o soggetti privati.

Compliance

Una delle ragioni che hanno spinto società, operatori istituzionali, investitori privati internazionali tipicamente coinvolti in operazioni commerciali ad alto rischio come, ad esempio, società di private equity ad avvalersi del servizio due diligence reputazionale è la necessità di dover ottemperare a leggi e regolamenti anti-corruzione emanati dalle autorità statali quali, ad esempio, lo *US Foreign Corrupt Practice Act* (FCPA 1977, approfondito nel 1998).

La normativa FCPA, che è molto dettagliata, proibisce alle società statunitensi di corrompere funzionari, anche stranieri, con la finalità di ottenere o mantenere affari, con riferimento, in modo specifico, alle transazioni commerciali e alle assegnazioni di contratti. La particolarità dell'FCPA sta nel fatto che tale normativa riguarda anche entità giuridiche e individui non statunitensi che siano, in qualche modo, collegati con gli USA, a volte sulla base di un legame molto tenue. Per esempio, una società straniera che non ha rapporti con il mercato statunitense può essere penalmente responsabile per un atto illecito compiuto da un proprio dipendente, anche straniero, sul territorio statunitense. Allo stesso modo, transazioni illegali compiute da società affiliate, da partner, da joint-venture ma, anche, da agenti e/o consulenti, possono risultare inglobate nella responsabilità civile e penale in capo alla società, con sanzioni fino a 2 milioni di dollari per ogni singola violazione.

Nel 1996 la SEC – la Consob statunitense – indagò su Montedison s.p.a. nonostante non esistesse alcun legame tra la società e il mercato statunitense se non per la vendita da parte di Montedison di un prodotto finanziario a Wall Street. In quel caso, le autorità statunitensi decisero poi di non procedere con la denuncia per presunte tangenti ma, altri casi simili portarono a condanne di società straniere negli USA.

Guardando alla situazione italiana, oltre alla approvazione da parte del Parlamento italiano della convenzione OECD sulla corruzione di funzionari stranieri nelle transazioni internazionali del 29 settembre 2000, la normativa più vicina alla FCPA è rappresentata dalla legge 231 che, per la prima volta nel nostro ordinamento, prevede una responsabilità personale e diretta (penale e civile) dell'ente collettivo – società, associazione o ente pubblico – per la commissione di reati come la corruzione, frode o la concussione, da parte delle persone a esso legate (dipendenti, rappresentanti, agenti, consulenti, ecc.) nel caso in cui questi abbiano agito nell'interesse o a vantaggio dell'ente collettivo. Vi è poi la delibera della Banca d'Italia numero 895 del 23 dicembre 2009 sull'anticiclaggio che richiede agli istituti finanziari così come agenti e intermediari finanziari di raccogliere una serie di informazioni approfondite per avere una conoscenza dettagliata sul cliente sulla base di parametri predefiniti e un approccio basato sul rischio (terza direttiva EU sull'anticiclaggio), compresa l'identificazione del beneficiario effettivo.

Le due diligence reputazionali condotte su potenziali partner, clienti, fornitori o dipendenti sono finalizzate a ottemperare tali normative e perseguono obiettivi come l'individuazione dei collegamenti diretti o indiretti, attuali o pregressi, con funzionari governativi dei Paesi in cui i soggetti operano; del beneficiario effettivo delle attività commerciali delle società target. Inoltre consentono di trovare indicazioni o riscontri di possibili coinvolgimenti in attività criminali, eticamente non corrette o illegali nonché possibili correlazioni con entità giuridiche o soggetti terzi controversi. Infine è possibile verificare se i soggetti fanno o no parte di eventuali "black list" statunitensi o internazionali.

Pertanto la due diligence reputazionale rappresenta lo strumento essenziale per una politica aziendale di corretta gestione dei rischi d'impresa in un mercato sempre più competitivo e globalizzato.