
Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



Wolters Kluwer

7. **BUSINESS DUE DILIGENCE**

di Marco Fazzini



7.1. OGGETTO, PERIMETRO E IMPOSTAZIONE DEL LAVORO

La “business due diligence” ha ad oggetto l’esame del modello di business della *target*, con specifico riguardo ai fattori che ne sostengono la capacità di produrre risultati economici in modo durevole. In questa prospettiva, essa non si identifica con una valutazione strategica dell’impresa nel suo complesso, ma riguarda i profili rilevanti ai fini dell’operazione, considerati in funzione della loro incidenza sulla sostenibilità delle performance attese.

Su tale base, l’impostazione del lavoro richiede una preventiva definizione del perimetro di indagine, dei criteri di valutazione e del livello di attendibilità delle fonti disponibili. Il perimetro, in particolare, non coincide necessariamente con i confini societari, né con l’assetto organizzativo formalmente rappresentato, ma con l’insieme delle attività, delle relazioni e delle condizioni che concorrono alla formazione dei risultati. In questa logica, l’esame può estendersi anche a elementi esterni alla struttura giuridica della *target*, ove da essi dipenda in misura apprezzabile la continuità del business.

Coerentemente con tale impostazione, i criteri di valutazione devono risultare allineati alle finalità dell’operazione. L’attenzione si concentra, pertanto, sui fattori che incidono sulla qualità dei risultati e sulla loro tenuta prospettica, più che sulla descrizione del funzionamento generale dell’impresa. In questo contesto, l’affidabilità delle fonti assume rilievo centrale, poiché molte evidenze provengono da dati interni e da informazioni gestionali che non sempre trovano immediato riscontro in fonti indipendenti o in indicatori standardizzati.

Alla luce di quanto precede, i paragrafi che seguono sviluppano tali profili, soffermandosi sulla funzione di queste verifiche nel processo di acquisizione, sui confini rispetto alle altre aree di due diligence e sulle caratteristiche delle fonti normalmente disponibili, nonché sui limiti che ne derivano.

7.1.1. Funzione della business due diligence e criteri di lettura

La business due diligence contribuisce al processo decisionale offrendo una lettura strutturata dei fattori da cui dipende la **sostenibilità delle performance attese**. Il suo esito non consiste in una descrizione del business, ma nella ricostruzione dei presupposti su cui si fonda la creazione di valore e delle condizioni che possono comprometterne la continuità.

L’analisi è quindi guidata da quesiti direttamente collegati all’investimento. Occorre verificare se i ricavi siano stabili e ricorrenti, se il posizionamento competitivo sia difendibile, se i margini risultino sostenibili e se le ipotesi del piano industriale trovino riscontro in evidenze verificabili. Le stesse informazioni possono assumere significato diverso a seconda della loro qualità. Una crescita dei ricavi sostenuta da contratti ricorrenti ha, ad esempio, un valore diverso da una crescita generata da fattori episodici o non replicabili.

In questa prospettiva, le risultanze devono essere utilizzabili nella definizione della tesi di investimento, nella determinazione del prezzo e nella scelta dei presidi negoziali. Le ipotesi che non trovano adeguato riscontro devono essere rappresentate come aree di

7. Business due diligence

7.1. Oggetto, perimetro e impostazione del lavoro

incertezza, così da consentirne una gestione consapevole nella trattativa e nella fase successiva al *closing*.

7.1.2. Confini con la due diligence finanziaria e delle Operations

La business due diligence si sovrappone, per alcuni profili, sia alla due diligence finanziaria sia a quella delle Operations. La definizione dei relativi confini è necessaria non solo per evitare duplicazioni di attività, ma anche per assicurare che ciascun profilo venga effettivamente presidiato e che le conclusioni possano essere ricondotte a una lettura coerente dell'operazione.

Il rapporto con la **due diligence finanziaria** riguarda principalmente il collegamento tra i driver economici del business e la loro rappresentazione nei dati contabili e gestionali. La business due diligence analizza la stabilità dei ricavi, la tenuta del *pricing*, la qualità delle relazioni commerciali e la sostenibilità delle ipotesi di crescita. La due diligence finanziaria verifica invece come tali dinamiche si riflettano nei risultati economici, nella normalizzazione delle componenti non ricorrenti e nella coerenza tra reporting gestionale e bilancio. Il raccordo tra le due prospettive è essenziale, perché eventuali disallineamenti possono alterare la lettura delle performance effettive e incidere sulla sostenibilità delle assunzioni recepite nella valutazione.

Il rapporto con la **due diligence delle Operations** si sviluppa invece lungo il collegamento tra sostenibilità economica del modello e capacità di esecuzione. La business due diligence individua i fattori che sorreggono l'equilibrio del business, mentre l'analisi delle Operations verifica se processi, infrastrutture produttive e *supply chain* siano effettivamente in grado di supportarli nel tempo. Vincoli produttivi, dipendenze da fornitori critici o inefficienze operative possono infatti compromettere la realizzabilità delle ipotesi economiche sottostanti. Un modello che presupponga crescita dei volumi e stabilità dei margini può, ad esempio, risultare non sostenibile qualora la capacità produttiva sia già prossima al limite o la *supply chain* non sia scalabile in modo coerente con le prospettive di sviluppo.

La distinzione tra questi ambiti non ha soltanto una funzione organizzativa. Una chiara attribuzione delle aree di presidio, accompagnata da una lettura integrata delle evidenze raccolte, consente di evitare valutazioni frammentate e di ricondurre i diversi profili a una rappresentazione unitaria della sostenibilità dell'operazione.

La Tavola 7.1. sintetizza le principali differenze tra business due diligence, due diligence finanziaria e due diligence delle Operations.

Business due diligence 7.

Oggetto, perimetro e impostazione del lavoro 7.1.

Tavola 7.1. – Ripartizione delle aree di analisi tra le tre diverse due diligence

Profilo	Business due diligence	Due diligence finanziaria	Due diligence delle Operations
Ricavi	Qualità, stabilità e sostenibilità strutturale dei flussi; analisi dei <i>driver</i> commerciali e competitivi	Corretta rappresentazione contabile dei ricavi; normalizzazione delle componenti non ricorrenti; allineamento tra reporting gestionale e bilancio	Capacità produttiva e operativa a supporto dei volumi attesi
Margini	Sostenibilità della marginalità; coerenza delle ipotesi di mix e <i>pricing</i> con il contesto competitivo	Riconciliazione tra marginalità gestionale e dati contabili; individuazione di componenti non ricorrenti o di imputazioni non corrette	Efficienza dei processi e struttura dei costi operativi che incidono sulla marginalità effettiva
Posizionamento competitivo	Analisi del mercato rilevante, dei fattori di difendibilità e della capacità di <i>pricing</i>	—	—
Relazioni con i clienti	Concentrazione, stabilità, durata economica dei rapporti e rischi di trasferibilità	Verifica della coerenza tra dinamiche commerciali e riflessi contabili; individuazione di componenti di ricavo non ripetibili	—
Piano industriale	Coerenza delle premesse commerciali e competitive; verifica delle ipotesi su volumi, prezzi e mix	Verifica delle grandezze economico-patrimoniali; normalizzazione dell'EBITDA; raccordo con i flussi di cassa	Fattibilità operativa delle ipotesi di crescita; vincoli di capacità e scalabilità
Supply chain e fornitori	Dipendenze critiche incidenti sulla continuità del modello di business	Impatti economici e finanziari di eventuali discontinuità della <i>supply chain</i>	Configurazione della catena di fornitura; dipendenze da fornitori critici; rischi di scalabilità
Processi e infrastrutture	—	—	Capacità di esecuzione; infrastrutture tecnologiche e operative; efficienza dei processi interni

7. Business due diligence

7.1. Oggetto, perimetro e impostazione del lavoro

Profilo	Business due diligence	Due diligence finanziaria	Due diligence delle Operations
Raccordo e sintesi	Coordina la lettura dei <i>driver</i> commerciali con le evidenze finanziarie e operative	Riconcilia le dinamiche economiche con la loro rappresentazione contabile	Verifica la traduzione delle condizioni economiche in capacità effettiva di esecuzione

7.1.3. Fonti informative, qualità dei dati e limiti

Le evidenze utilizzate nella business due diligence derivano da **fonti eterogenee**, che si distinguono per origine, grado di indipendenza e livello di affidabilità.

Da un lato si collocano i **dati interni**, prodotti o controllati dal management, tra cui reporting, sistemi CRM, analisi commissionate dalla società e assunzioni del piano industriale; dall'altro si trovano **fonti esterne**, quali ricerche di settore, dati pubblici su mercato e concorrenti e riscontri raccolti presso operatori indipendenti. Le prime offrono maggiore dettaglio, ma riflettono una prospettiva interessata; le seconde forniscono un punto di vista autonomo, ma presentano limiti di copertura e comparabilità. Questa distinzione assume rilievo metodologico, poiché le informazioni interne possono riflettere criteri di selezione e rappresentazione non neutrali. I dati commerciali tendono a valorizzare le relazioni più stabili, mentre le situazioni di maggiore criticità possono risultare meno evidenti. Analogamente, le analisi predisposte su incarico della società possono risentire dell'impostazione definita dal committente, e le proiezioni incorporare aspettative che non sempre trovano pieno riscontro nelle evidenze disponibili. Si pensi, ad esempio, a previsioni di crescita fondate su rinnovi impliciti di contratti non formalizzati, che trovano riscontro nei piani, ma non in impegni giuridicamente vincolanti.

Anche le fonti esterne presentano vincoli che devono essere valutati esplicitamente. Le ricerche di mercato raramente coincidono con il perimetro specifico del business analizzato e richiedono adattamenti che introducono margini di approssimazione. Le interviste con clienti, fornitori o altri operatori possono fornire indicazioni sulla qualità percepita del business e sulla solidità delle relazioni, ma la loro attendibilità dipende dalla rappresentatività del campione e dal contesto in cui vengono raccolte. In presenza di un processo di vendita, gli interlocutori possono modulare le proprie risposte in funzione degli interessi percepiti, influenzando il contenuto delle informazioni raccolte. Ad esempio, un cliente rilevante può enfatizzare la stabilità del rapporto in fase esplorativa, salvo poi evidenziare condizioni di rinnovo più incerte in un contesto negoziale.

Un profilo particolarmente rilevante riguarda la **formazione dei dati gestionali**. A differenza delle grandezze contabili, disciplinate da criteri di rappresentazione definiti da standard, le metriche operative e commerciali riflettono scelte metodologiche interne, che variano tra imprese e che possono evolvere nel tempo. Indicatori quali il numero di clienti attivi, i tassi di abbandono, la marginalità per segmento o la distribu-

zione dei ricavi per canale dipendono da criteri di definizione che incidono direttamente sul loro significato economico e sulla loro comparabilità. Ad esempio, la nozione di “cliente attivo” può includere soggetti con fatturato minimo in un caso e richiedere una soglia significativa in un altro, rendendo fuorviante il confronto tra dati apparentemente omogenei. Apparenti analogie con *benchmark* di mercato possono, pertanto, risultare ingannevoli quando le grandezze confrontate sono costruite secondo logiche non uniformi.

Le implicazioni di tali elementi incidono sulla **leggibilità dei risultati**. Analisi costruite su informazioni non pienamente verificate o su grandezze non comparabili possono offrire una rappresentazione solo parziale delle condizioni economiche del business. In questi casi, occorre valutare in quale misura tali limiti condizionino la solidità delle conclusioni e se siano necessari ulteriori riscontri per ricondurre l’esame a un livello di affidabilità coerente con le esigenze dell’operazione. Ad esempio, in presenza di indicatori gestionali non riconciliati con dati contabili o *benchmark* esterni, può rendersi necessario un approfondimento mirato prima di trarre conclusioni sulla sostenibilità delle performance.

Nella Tavola 7.2. una sintesi delle principali fonti interne e esterne.

Tavola 7.2. – Fonti informative nella business due diligence: natura, attendibilità e limiti

Tipo di fonte	Esempi principali	Caratteristiche	Limiti principali
Reporting gestionale (interna)	Report periodici, <i>dashboard</i> , KPI interni	Elevato dettaglio; disponibilità immediata	Riflettono criteri di selezione non neutrali; tendono a valorizzare le relazioni più stabili e a rendere meno visibili le criticità
Sistemi CRM (interna)	Dati su clienti, pipeline, tassi di conversione, storico acquisti	Granularità elevata per cliente e segmento	Le definizioni (es. “cliente attivo”) variano tra imprese e nel tempo; comparabilità con <i>benchmark</i> esterni non garantita
Analisi commissionate (interna)	Ricerche di mercato interne, analisi di posizionamento	Adattate al perimetro specifico dell’impresa	Possono risentire dell’impostazione del committente; conclusioni orientate a supportare le tesi del management
Piano industriale (interna)	Proiezioni di ricavi, margini, volumi per periodo	Sintesi delle ipotesi operative del management	Possono incorporare aspettative non supportate da evidenze; frequente ricorso a rinnovi impliciti non formalizzati

7. Business due diligence

7.2. Modello di business, mercato e posizionamento competitivo

Tipo di fonte	Esempi principali	Caratteristiche	Limiti principali
Ricerche di settore (esterna)	Report di analisti, studi di mercato, dati di associazioni di categoria	Prospettiva indipendente; confrontabilità con il settore	Perimetro raramente coincide con il business analizzato; richiedono adattamenti che introducono margini di approssimazione
Dati pubblici (esterna)	Bilanci di concorrenti, registri pubblici, banche dati camerali	Verificabilità; indipendenza dalla <i>target</i>	Copertura parziale; aggiornamento non sempre tempestivo; non sempre comparabili con metriche gestionali interne
Interviste (esterna)	Colloqui con clienti, fornitori, distributori, ex dipendenti	Indicazioni qualitative su percezione e solidità delle relazioni	Attendibilità dipende dalla rappresentatività del campione; in presenza di un processo di vendita, gli interlocutori possono modulare le risposte in funzione degli interessi percepiti
Dati gestionali non standardizzati	Metriche operative, tassi di abbandono, marginalità per segmento	Potenzialmente informativi sul funzionamento del business	Definizioni soggette a scelte metodologiche interne; non disciplinate da standard; variano tra imprese e nel tempo; confronti con <i>benchmark</i> di mercato possono risultare fuorvianti

7.2. MODELLO DI BUSINESS, MERCATO E POSIZIONAMENTO COMPETITIVO

L'esame del modello di business non può essere isolato dal contesto in cui l'impresa opera. La tenuta economica della *target* dipende, infatti, dall'equilibrio tra proposta al mercato, condizioni competitive, struttura dei costi e capacità di esecuzione. Tali componenti interagiscono in modo dinamico: un'offerta efficace può perdere rilevanza in presenza di mutamenti tecnologici o regolatori; un posizionamento consolidato può essere progressivamente eroso da nuovi entranti o da cambiamenti nelle modalità di accesso al mercato; risultati economici positivi possono, infine, riflettere condizioni contingenti, più che la solidità sottostante del modello.

In questa prospettiva, la lettura è significativa solo se ricondotta alle condizioni che ne determinano la sostenibilità nel tempo. L'analisi del contesto competitivo, delle modalità di creazione del valore e della capacità di difesa delle posizioni acquisite deve quindi tradursi in una valutazione integrata, nella quale le performance osservate sono interpretate alla luce delle dinamiche che le generano.

I paragrafi che seguono sviluppano tali profili, esaminando la proposta di valore e le modalità con cui essa si traduce in risultati economici, le caratteristiche del contesto

competitivo, i fattori di discontinuità, nonché la solidità del posizionamento e dei vantaggi difendibili nel tempo.

7.2.1. Proposta di valore, segmenti e logica economica

La proposta di valore costituisce il **primo livello di esame**, in quanto esprime il fondamento economico della relazione tra impresa e mercato. Essa non può essere desunta da enunciazioni del management, ma deve emergere da riscontri osservabili nei comportamenti della clientela, nella persistenza delle relazioni e nella capacità dell'impresa di mantenere volumi e condizioni economiche anche in presenza di pressioni competitive. L'obiettivo è quello di accertare se i caratteri distintivi della *target* si traducano in un vantaggio effettivamente riconosciuto e sostenibile. Ad esempio, la capacità di mantenere livelli di prezzo superiori alla media di mercato, senza effetti rilevanti sui volumi, può indicare l'esistenza di uno stabile valore percepito.

La **segmentazione della clientela** consente di disaggregare tale relazione e di ricondurre le performance alle rispettive determinanti. Ai fini dell'esame, una segmentazione efficace deve permettere di isolare le eterogeneità rilevanti in termini di profilo economico, stabilità della domanda, elasticità al prezzo e modalità di accesso al mercato. Una classificazione non coerente può alterare la lettura del modello, sia occultando concentrazioni di rischio, sia sovrastimando la diversificazione del portafoglio, con effetti sulla valutazione complessiva. Ad esempio, l'aggregazione di clienti con contratti pluriennali e clienti a elevata volatilità può restituire un quadro artificiosamente stabile, non rappresentativo del rischio effettivo. Il livello di granularità deve quindi essere calibrato sulla capacità di evidenziare le componenti che incidono sulla qualità e sulla prevedibilità dei risultati, evitando aggregazioni fuorvianti e frammentazioni prive di contenuto informativo.

La **logica economica** del modello riguarda il modo in cui l'impresa converte la propria capacità di generare domanda in margini effettivi, tenendo conto della struttura dei prezzi, delle condizioni contrattuali, dei meccanismi di sconto, della visibilità dei ricavi e dell'assorbimento di risorse operative necessario a sostenere le relazioni con la clientela. Due imprese con un'offerta analoga possono presentare profili economici molto diversi, a seconda della disciplina con cui gestiscono le condizioni commerciali e della capacità di trattenere nel conto economico una quota adeguata del valore riconosciuto dal mercato.

7.2.2. Mercato rilevante, dinamiche competitive e fattori di discontinuità

La definizione di **mercato rilevante** costituisce un passaggio preliminare che condiziona le valutazioni successive. Il perimetro competitivo non coincide necessariamente con la classificazione merceologica del prodotto o del servizio, ma con l'insieme delle alternative effettivamente disponibili per il cliente nel soddisfare uno specifico bisogno. Una delimitazione non coerente può alterare in modo significativo la lettura del posizionamento, sovrastimando o sottostimando la pressione competitiva.

7. Business due diligence

7.2. Modello di business, mercato e posizionamento competitivo

In tale contesto, le **dinamiche del settore** devono essere esaminate distinguendo tra tendenze strutturali e condizioni contingenti. Le prime riguardano l'evoluzione della domanda, i fattori tecnologici, i vincoli regolatori e le trasformazioni nei modelli di consumo; le seconde riflettono la fase ciclica, le dinamiche di prezzo e la distribuzione della crescita tra operatori e segmenti. La sovrapposizione tra questi due livelli può generare letture distorte, attribuendo carattere permanente a fenomeni temporanei o, viceversa, sottovalutando cambiamenti destinati a consolidarsi. Ad esempio, un incremento dei volumi legato a condizioni eccezionali di mercato può essere interpretato come crescita strutturale, con effetti ingannevoli sulle aspettative di sviluppo.

La **struttura competitiva** deve, inoltre, essere interpretata in chiave prospettica. Le condizioni che hanno consentito all'impresa di affermarsi possono non mantenersi nell'orizzonte dell'investimento, soprattutto in presenza di innovazioni tecnologiche, evoluzioni regolatorie o cambiamenti nelle modalità di accesso al mercato. In questo quadro, assume rilievo la capacità del management di interpretare tali dinamiche e di adattare il modello operativo in modo coerente. Ad esempio, l'ingresso di nuovi operatori abilitati da tecnologie digitali può ridurre barriere all'entrata precedentemente considerate stabili, modificando gli equilibri competitivi.

I **fattori di discontinuità** rappresentano il profilo più critico dell'esame. Innovazioni tecnologiche, mutamenti normativi o cambiamenti nelle preferenze della domanda possono alterare l'equilibrio del settore, incidendo sulla rilevanza dell'offerta e sulla difendibilità delle posizioni acquisite. La loro valutazione richiede l'identificazione degli elementi idonei a modificare le condizioni del business e una verifica della coerenza delle assunzioni del piano rispetto a tali scenari. Ad esempio, l'introduzione di una nuova regolamentazione può rendere non replicabili modelli economici fondati su condizioni precedentemente consentite, con impatti sulla sostenibilità delle performance.

7.2.3. Posizionamento, pricing e fattori di difendibilità

Il **posizionamento competitivo** si riflette nella capacità dell'impresa di mantenere una posizione riconoscibile nel mercato e di tradurla in performance coerenti nel tempo. Tale posizione non può essere desunta da affermazioni qualitative, ma deve emergere da indicatori osservabili, quali la stabilità delle quote, la capacità di attrarre e mantenere clienti nei segmenti rilevanti e la tenuta dei margini in presenza di discontinuità del contesto. Ad esempio, la capacità di preservare volumi e livelli di marginalità in uno scenario di aumento dei prezzi delle materie prime può indicare un posizionamento solido e riconosciuto dal mercato.

La **capacità di pricing** rappresenta una manifestazione concreta di tale posizione, ma deve essere valutata in termini sostanziali e non formali. L'esame deve considerare i prezzi effettivamente realizzati, tenendo conto delle condizioni commerciali applicate, della struttura degli sconti e della differenziazione tra segmenti. Una lettura basata sui listini nominali rischia di fornire un'indicazione non rappresentativa della reale capacità dell'impresa di trattenere il valore economico delle proprie offerte. Ad esempio, un li-

stino elevato accompagnato da sconti sistematici può riflettere una limitata capacità negoziale, non immediatamente evidente dai prezzi ufficiali.

I **fattori di difendibilità** riguardano gli elementi che rendono difficile la replicazione del modello da parte dei concorrenti o la sostituzione da parte della clientela. Essi possono derivare da caratteristiche strutturali del settore, vincoli regolatori, oppure da elementi specifici dell'impresa, quali integrazione nei processi dei clienti, disponibilità di dati, competenze distintive o reti relazionali consolidate. La loro rilevanza dipende non solo dalla presenza attuale, ma anche dalla traiettoria evolutiva: vantaggi apparentemente solidi possono perdere efficacia in presenza di mutamenti tecnologici, normativi o competitivi. Ad esempio, un'integrazione tecnica con i sistemi del cliente può costituire una barriera all'uscita nel breve periodo, ma risultare meno rilevante qualora emergano soluzioni standardizzate più facilmente sostituibili.

La valutazione complessiva deve quindi considerare se il posizionamento attuale sia coerente con le dinamiche del contesto e se i fattori che lo sostengono siano destinati a mantenersi, rafforzarsi o indebolirsi nell'orizzonte dell'investimento.

7.3. QUALITÀ DEI RICAVI E RISCHI COMMERCIALI

La solidità di un modello di business non dipende soltanto dal livello dei ricavi generati, ma dalla loro capacità di mantenersi nel tempo al variare delle condizioni di mercato. In ottica acquisitiva, la qualità dei ricavi esprime quindi il grado di stabilità, prevedibilità e difendibilità dei flussi su cui si fondano la valutazione e il piano *post-closing*.

Il dato aggregato può risultare fuorviante quando combina componenti eterogenee. Ricavi sostenuti da relazioni stabili, canali presidiati e condizioni commerciali coerenti hanno un profilo diverso rispetto a risultati alimentati da rinnovi incerti, intermediazioni fragili, scontistica crescente o segmenti a marginalità disomogenea. Per questa ragione, l'analisi deve ricondurre i flussi osservati ai meccanismi che ne determinano formazione, continuità e redditività effettiva.

I paragrafi che seguono esaminano i principali profili rilevanti per tale valutazione, con particolare attenzione alla concentrazione della base clienti, alla stabilità delle relazioni commerciali, ai canali di accesso al mercato, alle condizioni economiche applicate, alla trasferibilità dei rapporti chiave e alla redditività per segmento e canale.

7.3.1. Concentrazione, stabilità e relazioni con i clienti

La **concentrazione della base clienti** costituisce uno dei profili di rischio più immediati da identificare, ma la sua rilevanza non può essere misurata attraverso soglie percentuali applicate in modo meccanico. Un'impresa che genera il 60% del fatturato da tre controparti può presentare un profilo molto diverso, a seconda della natura dei rapporti: clienti storici, regolati da contratti pluriennali, integrati nei processi aziendali e caratterizzati da elevati costi di sostituzione configurano una concentrazione strutturale già incorporata nei comportamenti di mercato; al contrario, controparti acquisite di recente, con accordi annuali rinnovabili e alternative competitive facilmente accessi-

7. Business due diligence

7.3. Qualità dei ricavi e rischi commerciali

bili trasformano la medesima configurazione in una vulnerabilità suscettibile di emergere più facilmente. La distinzione tra queste due situazioni risulta più rilevante della soglia numerica in sé e richiede un esame della natura dei legami commerciali, non solo della loro distribuzione.

La **stabilità dei rapporti** si misura mediante evidenze concrete che vanno oltre l'anzianità del legame. Tra gli indicatori più significativi rientrano la continuità degli acquisti nel tempo, l'evoluzione della quota di spesa, la frequenza e le condizioni dei rinnovi contrattuali, nonché la presenza di episodi di riduzione o interruzione del rapporto. Un legame commerciale di lunga data che abbia registrato negli ultimi anni una progressiva contrazione dei volumi segnala una fragilità che la sola anzianità non sarebbe in grado di evidenziare.

La **durata economica dei rapporti** esprime l'orizzonte temporale entro il quale è ragionevole attendersi che un cliente continui a generare flussi, tenendo conto delle condizioni contrattuali, delle dinamiche di rinnovo osservate e dei fattori idonei ad accelerare o ritardare la cessazione del rapporto. Essa non coincide con la scadenza contrattuale residua, che rappresenta un limite minimo, ma incorpora una valutazione sul comportamento atteso del cliente oltre tale soglia. In ottica acquisitiva, questo parametro costituisce uno degli input più rilevanti per la costruzione delle proiezioni.

Il **tasso di abbandono** della clientela in un determinato periodo rappresenta la misura sintetica attraverso cui viene apprezzata la stabilità della base clienti. La sua analisi richiede una verifica preliminare della metodologia di calcolo adottata dal management, poiché le modalità utilizzate variano tra imprese e possono generare valori non comparabili con i riferimenti di settore. La definizione di soglie di inattività particolarmente ampie, l'esclusione dal perimetro di clienti con volumi marginali o la selezione di periodi di osservazione più favorevoli costituiscono modalità che tendono a comprimere artificialmente il dato. La ridefinizione dell'indicatore secondo criteri più conservativi rappresenta, pertanto, un passaggio metodologico preliminare rispetto a qualsiasi valutazione.

7.3.2. Canali, intermediari e rischi di accesso al mercato

La struttura distributiva attraverso cui l'impresa raggiunge il mercato condiziona la qualità dei flussi generati e la capacità di presidiare il posizionamento nel tempo. La dipendenza da canali indiretti introduce variabili che una lettura aggregata dei risultati non consente di cogliere e che richiedono un esame distinto per canale.

Un primo profilo riguarda il grado di controllo esercitato sugli **intermediari**. Quando una quota significativa dei flussi transita attraverso distributori, agenti o altre forme di intermediazione, occorre valutare l'equilibrio di potere negoziale sviluppatosi nel tempo e le condizioni economiche che disciplinano tali rapporti. L'analisi della marginalità per canale consente di individuare eventuali contributi ai volumi associati a livelli di redditività non coerenti e di verificare se tali squilibri siano destinati a permanere o ad accentruarsi nell'orizzonte successivo all'acquisizione.

Un secondo profilo attiene alla **trasferibilità** dei rapporti con gli intermediari chiave. Talvolta, tali rapporti si fondano su relazioni personali che non sempre trovano adeguata formalizzazione contrattuale. È quindi necessario accertare se le intese con i soggetti più rilevanti presentino un adeguato grado di stabilità giuridica, se i vincoli che li legano all'impresa siano proporzionati al contributo fornito e se sussista il rischio che il legame sia, in sostanza, personale piuttosto che istituzionale.

Un ulteriore ambito di verifica riguarda i **rischi contrattuali e strutturali** che possono incidere sull'accesso alla domanda. Occorre esaminare l'esistenza di clausole di esclusiva o di preferenza a tutela della posizione dell'impresa, la loro durata e le condizioni di modifica o cessazione. Parallelamente, va valutato se la configurazione distributiva esponga l'impresa a rischi di concentrazione analoghi a quelli già rilevati con riferimento alla base clienti, con la differenza che, in questo caso, la dipendenza riguarda l'accesso al mercato, piuttosto che la domanda finale.

7.3.3. **Termini commerciali, scontistica e fattori di degradazione del margine**

La qualità dei ricavi dipende anche dalle condizioni commerciali attraverso cui essi sono generati e mantenuti nel tempo. In questo ambito, i dati rappresentati nella reportistica non sempre consentono di cogliere integralmente le condizioni che hanno dato origine ai flussi. In particolare, può non essere immediatamente leggibile il contributo delle diverse leve negoziali, quali sconti concessi in fase di trattativa, deroghe applicate dalla forza vendita o meccanismi di aggiustamento differito del prezzo, che incidono in modo eterogeneo sulla redditività delle operazioni. La ricostruzione di tali componenti richiede, pertanto, un'analisi disaggregata, spesso complessa in assenza di una tracciabilità sistematica delle condizioni applicate.

Le **rettifiche al prezzo** presentano natura e implicazioni economiche differenti. Sconti di listino, concessioni commerciali e meccanismi di retroazione, quali premi di fine periodo, bonus legati al raggiungimento di soglie di acquisto o contributi promozionali, non si esauriscono in una semplice riduzione del corrispettivo, ma possono incidere sulla distribuzione temporale dei margini e sulla loro allocazione tra segmenti e canali. Una lettura non analitica di tali componenti può quindi condurre a una rappresentazione non pienamente aderente alla marginalità sottostante.

Anche i **termini di pagamento** incidono sulla qualità dei flussi in modo indiretto ma misurabile. Dilazioni sistematicamente superiori agli standard di settore, scostamenti tra condizioni contrattuali e tempi effettivi di incasso o prassi di pagamento non adeguatamente presidiate determinano un costo finanziario implicito che non emerge nelle misure economiche correnti. Occorre quindi accertare se tali dinamiche riflettano caratteristiche strutturali dei segmenti serviti o criticità nella gestione del credito commerciale.

I costi sostenuti per **acquisire o mantenere** la clientela completano il quadro dei fattori che incidono sulla tenuta del margine. Provvigioni agli intermediari, oneri di attivazione incorporati nel prezzo, garanzie e servizi post-vendita assorbiti dalla redditività delle singole commesse possono ridurre, in modo non immediatamente visibile nelle

7. Business due diligence

7.3. Qualità dei ricavi e rischi commerciali

grandezze aggregate, il contributo economico effettivo delle diverse componenti del business. La loro analisi per segmento e per canale è quindi necessaria per verificare se le assunzioni di piano riflettano una rappresentazione coerente della marginalità strutturale.

7.3.4. Dipendenze da persone chiave e trasferibilità delle relazioni commerciali

Talvolta una parte dei rapporti commerciali può essere costruita attorno a singole persone, che nel tempo hanno sviluppato un rapporto diretto con clienti, distributori o partner chiave. Questa concentrazione non è di per sé un elemento patologico, ma in ottica acquisitiva impone di comprendere in quale misura tali rapporti siano riconducibili all'impresa piuttosto che al soggetto che li presidia, nonché quali effetti possano derivare dall'eventuale venir meno della sua presenza o motivazione.

Il primo profilo da esaminare riguarda l'identificazione delle **dipendenze rilevanti**. Non tutti i legami personali costituiscono un rischio: meritano attenzione quelli che, se venissero meno, produrrebbero un impatto misurabile sui flussi o sull'accesso al mercato. Occorre quindi mappare quali clienti, distributori o partner intrattengano un rapporto prevalentemente personale con specifici soggetti dell'impresa, quale quota di fatturato sia associata a tali situazioni e quale sarebbe l'effetto di una loro discontinuità. Il secondo piano riguarda la valutazione del **rischio di trasferibilità**. Alcuni rapporti si trasferiscono naturalmente all'impresa, in quanto il cliente o il partner mantiene un interesse strutturale alla continuità, indipendentemente dall'interlocutore; altri risultano invece strettamente ancorati all'individuo, con la conseguenza che un cambiamento di ruolo, un'uscita o una riduzione della motivazione successiva al *closing* può determinare un deterioramento. Distinguere tra queste configurazioni richiede una valutazione che va oltre l'analisi dei contratti in essere e include, ove possibile, riscontri sulla natura del legame mediante interviste o altre forme di verifica indipendente.

Le **tutele contrattuali** disponibili per gestire tale esposizione includono clausole di non concorrenza e di non sollecitazione nei confronti delle figure chiave identificate, accordi di *retention* volti a incentivare la permanenza per un periodo sufficiente a consolidare la transizione e meccanismi di *earn-out* che leghino una parte del corrispettivo al mantenimento dei flussi associati ai rapporti a rischio. Occorre inoltre valutare se tali strumenti siano già in essere, se risultino adeguati rispetto all'entità dell'esposizione e se le condizioni previste siano sufficientemente solide da garantire la continuità dei rapporti nel periodo critico successivo al perfezionamento. Quando le tutele esistenti risultano insufficienti, il profilo deve essere rappresentato nella *decision map* come una questione che richiede un intervento negoziale specifico prima del *closing*.

7.3.5. Redditività per segmento e canale

L'analisi sviluppata nei paragrafi precedenti opera prevalentemente a livello aggregato o per singola relazione commerciale. Questa prospettiva è necessaria, ma non esaurisce la valutazione della sostenibilità del modello: risultati stabili e margini apparentemente

difendibili possono coesistere con una distribuzione della redditività fortemente disomogenea tra componenti del business, nella quale alcune aree generano valore, mentre altre lo erodono con altrettanta continuità. Questa disomogeneità emerge solo disaggregando le grandezze nelle loro componenti elementari e valutando la performance di ciascuna in modo separato.

La lettura della marginalità articolata per segmento e per canale consente di comprendere quali aree generano una contribuzione in misura sufficiente a giustificare le risorse assorbite, quali operano in condizioni di equilibrio precario e quali producono perdite che la compensazione con le componenti più redditizie occulta sistematicamente. Nell'ottica di un *deal*, questa distinzione incide sulla valutazione, poiché il corrispettivo che un acquirente è disposto a riconoscere dipende dalla capacità di individuare dove si concentra il valore e quali parti del portafoglio richiedono interventi correttivi o razionalizzazioni dopo il *closing*.

Il primo profilo metodologico riguarda la **qualità del segment reporting** prodotto dalla *target*. Nelle imprese di dimensione medio-piccola, i sistemi di contabilità analitica sono spesso costruiti in funzione della struttura organizzativa (es. per divisioni, funzioni o responsabilità interne), piuttosto che secondo una logica economica, ossia in base ai *driver* effettivi di generazione di ricavi e margini, quali, ad esempio, tipologia di clientela, prodotti o canali distributivi. Ne consegue che le unità rappresentate nella reportistica non coincidono necessariamente con segmenti dotati di un autonomo significato economico. Occorre quindi verificare con quale metodologia i dati siano stati costruiti, se i parametri adottati siano rimasti coerenti nel periodo esaminato e se le definizioni utilizzate per delimitare i segmenti riflettano dinamiche economiche reali o siano il prodotto di scelte organizzative contingenti. Ad esempio, un'impresa che abbia modificato la propria struttura commerciale a metà del periodo di osservazione, passando da una segmentazione per area geografica a una per tipologia di clientela, produce dati storici non comparabili, che richiedono una ricostruzione preliminare.

Il secondo profilo riguarda il trattamento dei **costi comuni**. Nelle imprese che operano attraverso più aree o reti distributive, una quota degli oneri non è attribuibile in modo diretto a una singola unità ma viene ripartita tra le diverse componenti secondo criteri che incorporano elementi di discrezionalità. Occorre verificare se la base di ripartizione adottata sia coerente con i *driver* di costo e se sia rimasta stabile nel tempo, perché variazioni nei parametri di allocazione tra esercizi alterano i confronti temporali e rendono difficile isolare le tendenze strutturali di ciascun segmento.

Il terzo profilo riguarda la scelta delle grandezze attraverso cui misurare la **redditività unitaria**. Indipendentemente dalla struttura dei ricavi, è necessario individuare indicatori che riflettano il contributo economico effettivo di ciascuna area al risultato complessivo, tenendo conto dei costi direttamente attribuibili. Non tutte le metriche utilizzate dal management sono idonee a tale scopo: alcune possono escludere componenti rilevanti o essere costruite secondo criteri non pienamente coerenti con la logica economica dell'attività. Occorre quindi verificare come tali indicatori siano definiti, se i criteri di calcolo siano rimasti stabili nel tempo e se i valori risultanti siano confrontabili con

7. Business due diligence

7.3. Qualità dei ricavi e rischi commerciali

riferimenti esterni. In assenza di tali condizioni, le misure di redditività possono fornire indicazioni alterate sulla capacità delle diverse aree di generare valore.

Il confronto tra la marginalità di contribuzione per area e le risorse che ciascuna assorbe consente di costruire una **mappa della redditività relativa**. L'obiettivo non è quello di descrivere la composizione del portafoglio, ma di valutare se essa sia coerente con le scelte del management o se nasconda criticità che una lettura sintetica non rivela. La disomogeneità diventa rilevante quando le componenti meno profittevoli assorbono risorse sproporzionate rispetto al contributo che apportano, o quando la loro presenza è giustificata da argomenti strategici che le evidenze disponibili non consentono di validare. In questi casi occorre valutare se la struttura del portafoglio rifletta una scelta consapevole supportata da una logica economica verificabile, oppure il prodotto di stratificazioni storiche mai sottoposte a revisione sistematica.

Sul piano delle decisioni del *deal*, una redditività fortemente concentrata in poche componenti richiede che le ipotesi prospettiche tengano conto della composizione dei margini e non solo del loro livello complessivo. Un EBITDA che incorpora il contributo di aree strutturalmente in perdita ha un profilo di sostenibilità diverso rispetto allo stesso risultato generato da un portafoglio più omogeneo, e questa differenza deve riflettersi nelle ipotesi di normalizzazione. Quando i profili critici siano sufficientemente definiti, le clausole contrattuali rappresentano lo strumento attraverso cui il rischio residuo può essere allocato tra le parti.

La Tavola 7.3. propone una griglia di lettura per costruire la mappa della redditività, collegando ciascuna componente del business al contributo economico effettivo, alle risorse assorbite e ai profili di rischio emersi dall'analisi commerciale.

Tavola 7.3. – Mappa della redditività per segmento e canale

Profilo di analisi	Verifica richiesta	Criticità da identificare	Rilevanza per il deal
Perimetro economico del segmento	Verificare che i segmenti riflettano unità economicamente omogenee e comparabili nel tempo	Segmentazione costruita su logiche organizzative interne o modificata nel periodo osservato	Riduce il rischio di conclusioni fondate su dati non comparabili o privi di autonomia significativa economica
Formazione dei ricavi	Analizzare origine, composizione e concentrazione dei flussi per segmento e canale	Dipendenza da clienti, prodotti o canali che sostengono in misura prevalente i risultati	Consente di individuare dove si concentra la capacità di generazione del valore

Business due diligence 7.

Processo commerciale e disciplina di execution 7.4.

Profilo di analisi	Verifica richiesta	Criticità da identificare	Rilevanza per il deal
Margine di contribuzione	Misurare il contributo economico al netto dei costi direttamente attribuibili	Crescita dei volumi accompagnata da marginalità insufficiente o deteriorata	Distingue componenti che generano valore da quelle che assorbono risorse senza adeguata redditività
Allocazione dei costi comuni	Verificare coerenza, stabilità e razionalità dei criteri di riparto	Margini alterati da allocazioni discrezionali o non coerenti con i <i>driver</i> di costo	Consente di valutare l'attendibilità della redditività rappresentata dal management
Redditività per canale	Confrontare margini, costi commerciali e dipendenza distributiva	Volumi sostenuti da canali a basso contributo o ad elevato potere negoziale	Evidenzia rischi di compressione dei margini e di perdita del controllo commerciale
Qualità economica del margine	Analizzare effetti di sconti, premi, termini di pagamento	Marginalità nominale non coerente con il contributo economico effettivo	Verifica la sostenibilità prospettica dei risultati e delle assunzioni di piano
Assorbimento di risorse	Confrontare contributo economico e risorse organizzative, commerciali e finanziarie impiegate	Segmenti che assorbono capitale o struttura senza generare ritorni coerenti	Supporta decisioni di razionalizzazione, <i>carve-out</i> o revisione del perimetro
Lettura integrata della redditività	Valutare la distribuzione della redditività tra le diverse componenti del business	EBITDA sostenuto da compensazioni tra aree profittevoli e aree strutturalmente in perdita	Incide sulle normalizzazioni, sulla sostenibilità dei margini e sulla determinazione del valore

7.4. PROCESSO COMMERCIALE E DISCIPLINA DI EXECUTION

La sostenibilità dei ricavi non dipende esclusivamente dalle caratteristiche strutturali del mercato o dal posizionamento competitivo dell'impresa, ma anche dalla qualità del processo attraverso cui le opportunità commerciali vengono generate, gestite e trasformate in flussi economici effettivi. Un business che presenti domanda stabile e relazioni consolidate può infatti evidenziare risultati non coerenti con il proprio potenziale quando il processo di acquisizione e gestione dei ricavi non risulta sufficientemente disciplinato, oppure quando la gestione delle condizioni commerciali lascia margini di discrezionalità idonei a comprimere progressivamente la marginalità o a generare rischi di condotta.

7. Business due diligence

7.4. Processo commerciale e disciplina di execution

In ottica acquisitiva, l'analisi del processo commerciale non è quindi orientata a valutare l'efficienza operativa della forza vendita in quanto tale, ma a verificare se le modalità con cui il business acquisisce, negozia e mantiene i propri ricavi risultino coerenti con le assunzioni incorporate nel piano industriale e con la sostenibilità economica prospettica dell'operazione. L'obiettivo consiste nel comprendere se la crescita attesa sia supportata da **processi replicabili e controllabili**, oppure se dipenda da pratiche commerciali scarsamente formalizzate, difficilmente scalabili o non sostenibili nel medio periodo.

In questa prospettiva, l'analisi si sviluppa lungo tre direttrici tra loro integrate. La prima riguarda la struttura della *pipeline* commerciale e la capacità dell'impresa di convertire le opportunità in contratti con livelli di continuità e prevedibilità coerenti con le proiezioni economiche. La seconda concerne la disciplina applicata nella definizione delle condizioni di vendita, con particolare attenzione ai meccanismi di approvazione delle deroghe, alla gestione delle eccezioni e alla capacità dell'organizzazione di preservare la tenuta dei margini nel tempo. La terza attiene al sistema degli incentivi e ai rischi di condotta che possono derivare da una configurazione non allineata agli obiettivi economici dell'impresa, qualora le logiche premiali inducano comportamenti orientati alla massimizzazione dei volumi o dei risultati di breve periodo, a discapito della qualità dei ricavi, della sostenibilità della marginalità o del corretto presidio dei rischi commerciali.

7.4.1. Pipeline, ciclo di vendita e tassi di conversione

La *pipeline* commerciale costituisce la rappresentazione delle opportunità di business in corso di sviluppo, classificate secondo il loro stadio di avanzamento e il valore economico potenziale associato. In ottica acquisitiva, la sua analisi non assume rilievo soltanto quale indicatore prospettico dei ricavi attesi, ma soprattutto come strumento per valutare la capacità del modello commerciale di generare flussi con continuità e di trasformare le opportunità identificate in contratti effettivamente eseguibili.

La **qualità informativa della pipeline** dipende anzitutto dai criteri utilizzati per la classificazione e l'aggiornamento delle opportunità. Occorre verificare se il processo commerciale sia supportato da regole formalizzate di revisione periodica, quali parametri governino il passaggio tra le diverse fasi del ciclo di vendita e in che misura le valorizzazioni attribuite alle singole posizioni trovino conferma nei risultati successivamente realizzati. Il confronto tra pipeline storica e ricavi effettivamente conseguiti assume particolare importanza, poiché consente di misurare l'affidabilità del sistema di reporting commerciale e di verificare se le probabilità di esito positivo incorporate nelle previsioni riflettano dati empiricamente osservabili, oppure valutazioni prevalentemente discrezionali del management.

L'analisi del **ciclo di vendita**, inteso come intervallo temporale intercorrente tra l'identificazione dell'opportunità e la conclusione del contratto, contribuisce inoltre a valutare il grado di visibilità dei flussi prospettici e la reattività del business rispetto alle variazioni della domanda. Cicli di vendita particolarmente estesi aumentano infatti la dipendenza del risultato economico da un numero limitato di opportunità in corso e riducono la capacità dell'impresa di correggere tempestivamente eventuali rallenta-

menti commerciali. Parallelamente, variazioni significative nella durata media del ciclo rispetto ai periodi precedenti possono riflettere mutamenti nelle dinamiche competitive, nei processi decisionali della clientela o nella capacità di mantenere il posizionamento commerciale, incidendo sulla sostenibilità delle ipotesi incorporate nel piano industriale.

I **tassi di conversione** completano questa analisi, misurando la capacità delle opportunità di progredire tra le diverse fasi del processo commerciale fino alla generazione del ricavo. La loro lettura per segmento, canale o tipologia di clientela consente di individuare eventuali punti di discontinuità nel percorso di acquisizione e di verificare se le ipotesi di crescita prospettica risultino coerenti con le dinamiche storicamente osservate. In questa prospettiva, un piano che preveda un incremento significativo dei ricavi, in assenza di un corrispondente ampliamento della *pipeline* o di un miglioramento dimostrabile dei tassi di conversione, richiede che le assunzioni sottostanti siano esplicitate e supportate da evidenze verificabili, poiché diversamente il differenziale atteso tra risultati storici e prospettici rappresenta un fattore di rischio che deve essere considerato nella valutazione complessiva dell'operazione.

7.4.2. **Disciplina di pricing e gestione delle deroghe**

La politica di *pricing* non rileva soltanto per il livello dei prezzi praticati, ma soprattutto per la capacità dell'impresa di applicare le proprie condizioni commerciali secondo criteri coerenti, controllabili e sostenibili nel tempo. La qualità del margine dipende infatti non solo dalla struttura dei listini, ma anche dal grado di disciplina con cui deroghe, sconti ed eccezioni vengono autorizzati, monitorati e ricondotti entro un sistema di controllo idoneo a preservare la redditività complessiva del business.

L'analisi deve pertanto verificare se il processo di determinazione delle **condizioni commerciali** sia supportato da regole formalizzate e da meccanismi di approvazione coerenti con il livello di rischio economico associato alle singole decisioni. Assume rilievo, in particolare, l'individuazione dei soggetti autorizzati a concedere deroghe rispetto ai listini o alle condizioni standard, dei limiti quantitativi entro cui tali poteri possono essere esercitati e delle modalità attraverso cui gli scostamenti vengono registrati e sottoposti a controllo successivo. Un sistema caratterizzato da ampia discrezionalità commerciale, non accompagnata da adeguati obblighi di tracciabilità e rendicontazione, tende infatti a ridurre la leggibilità delle condizioni effettivamente praticate e rende più complessa la ricostruzione della marginalità per cliente, segmento o canale distributivo. Sotto questo profilo, la rilevanza dell'analisi non riguarda tanto il contenuto delle singole eccezioni, quanto la **qualità del presidio organizzativo** che governa il processo. Un assetto nel quale deroghe e condizioni particolari risultano sistematicamente tracciate, approvate secondo livelli gerarchici coerenti e monitorate attraverso reporting periodici offre una base informativa più affidabile per valutare la sostenibilità delle politiche commerciali e la coerenza delle assunzioni incorporate nelle proiezioni economiche. Al contrario, la presenza di pratiche negoziali scarsamente formalizzate o difficilmente ricostruibili può segnalare una debolezza strutturale del sistema, suscettibile di

7. Business due diligence

7.4. Processo commerciale e disciplina di execution

incidere sulla tenuta prospettica della marginalità e, in quanto tale, rilevante ai fini della valutazione del rischio operativo successivo al *closing*.

7.4.3. Incentivi commerciali e rischi di condotte opportunistiche

Il sistema di incentivazione della forza vendita costituisce uno degli elementi che incidono più direttamente sui comportamenti commerciali e, di riflesso, sulla qualità e sostenibilità dei ricavi. In ottica acquisitiva, la sua analisi non è finalizzata a valutarne l'efficacia organizzativa in senso autonomo, ma a verificare se la **struttura degli incentivi** risulti coerente con la generazione di flussi economicamente sostenibili e con una rappresentazione attendibile delle performance dell'impresa nel tempo.

L'esame deve anzitutto chiarire quali risultati il sistema premi concretamente e quali comportamenti tenda a favorire. Modelli retributivi fondati prevalentemente sui volumi acquisiti o sul raggiungimento di obiettivi quantitativi di breve periodo, senza un adeguato collegamento alla redditività, alla qualità della clientela o alla stabilità dei rapporti commerciali, possono incentivare pratiche orientate alla massimizzazione immediata degli ordini, anche a discapito della sostenibilità economica delle operazioni concluse. In tali configurazioni, la crescita dei risultati può riflettere dinamiche commerciali non pienamente replicabili nel medio periodo, con il rischio che i flussi storici sovrastimino la reale capacità del business di generare valore.

Un profilo ulteriore riguarda le situazioni nelle quali la pressione sugli obiettivi commerciali si accompagna a modalità operative che eccedono la fisiologica **discrezionalità negoziale**. In questi casi, la qualità della rappresentazione economica può risultare compromessa da pratiche non formalizzate o scarsamente presidiate, quali l'anticipazione del riconoscimento di componenti reddituali, la presenza di accordi non integralmente riflessi nella documentazione contrattuale o una gestione delle rettifiche commerciali tale da alterarne la corretta imputazione temporale. L'individuazione di tali fenomeni richiede una lettura integrata delle evidenze disponibili, mediante il confronto tra reporting gestionale, dati contabili e dinamiche temporali di acquisizione, fatturazione e successiva rettifica delle operazioni concluse.

Il sistema di incentivazione assume inoltre rilievo con riferimento alla fase successiva al *closing*, poiché l'operazione può incidere sull'equilibrio economico e motivazionale su cui esso si fonda. La presenza di bonus differiti, meccanismi premiali legati alla permanenza o strumenti di *retention* collegati alla continuità dei rapporti commerciali richiede di verificare se tali assetti restino sostenibili e coerenti nella configurazione post-acquisizione. In questa prospettiva, il rischio non riguarda esclusivamente la permanenza delle figure chiave, ma anche la continuità dei comportamenti commerciali che hanno contribuito alla generazione dei risultati storici. Diviene pertanto necessario ricostruire l'assetto degli incentivi esistenti, valutarne il grado di allineamento con gli obiettivi prospettici dell'operazione e verificare se il mantenimento o la sostituzione dei meccanismi in essere richieda interventi negoziali o organizzativi già nella fase antecedente al *closing*.

7.5. PIANO INDUSTRIALE E VERIFICA DELLE ASSUMPTIONS

Il piano industriale rappresenta il documento in cui le evidenze sulla qualità dei ricavi, sul processo commerciale e sul posizionamento competitivo vengono proiettate in obiettivi quantitativi. In sede di business due diligence, la verifica non consiste nel sostituire le stime del management con una previsione alternativa, ma nel valutare se le assumptions su cui il piano si fonda siano coerenti con i dati storici, con i riscontri raccolti e con le condizioni del mercato in cui la *target* opera.

Questa analisi si colloca su un piano distinto rispetto alla financial due diligence, alla quale spetta la verifica delle grandezze economiche e patrimoniali, della normalizzazione dell'EBITDA e del *bridge* verso i flussi di cassa. La business due diligence si concentra invece sulla tenuta delle premesse commerciali, competitive e operative del piano, verificando se la crescita attesa, l'evoluzione dei prezzi, il mix di vendita e la sostenibilità dei margini trovino un fondamento riconoscibile nelle evidenze disponibili. I paragrafi che seguono esaminano la qualità dei dati storici come base delle proiezioni, la coerenza delle *assumptions* relative a volumi, prezzi e mix, il divario tra performance consuntiva e obiettivi prospettici e, infine, la sensibilità del piano rispetto agli scenari avversi.

7.5.1. Normalizzazione dei risultati storici

La verifica del piano industriale prende avvio dall'analisi dei risultati storici, poiché essi costituiscono la base informativa sulla quale il management costruisce le proiezioni prospettiche e giustifica le principali *assumptions* del piano. In quest'ottica, l'attenzione non è rivolta soltanto ai valori espressi dagli esercizi precedenti, ma soprattutto alla coerenza metodologica con cui tali dati vengono utilizzati come fondamento delle stime future.

Il primo profilo di analisi concerne il **rapporto tra andamento storico e risultati prospettici**. Ogni piano incorpora, in modo espresso o implicito, un'ipotesi di continuità tra le dinamiche osservate e quelle attese; la verifica consiste quindi nell'accertare quale grado di continuità sia presupposto e se esso trovi effettivo riscontro nelle caratteristiche del business e del contesto competitivo. In tale ambito assumono rilievo le componenti prive di carattere ricorrente, nella misura in cui i loro effetti vengano trasferiti, direttamente o indirettamente, nelle proiezioni, alterando la capacità del piano di rappresentare risultati sostenibili nel tempo.

Un secondo profilo riguarda la qualità del punto di partenza utilizzato nella **costruzione delle proiezioni**. I risultati storici assumono rilievo solo se coerenti con la configurazione economica e operativa che il business presenterà dopo il *closing*. Qualora i dati consuntivi incorporino componenti destinate a modificarsi, ridursi o cessare (quali rapporti infragruppo, condizioni commerciali non replicabili, assetti organizzativi transitori o contributi eccezionali), il confronto con le grandezze prospettiche rischia di fondarsi su basi non omogenee. Diviene pertanto necessario verificare se tali discontinuità siano state correttamente identificate e riflesse nelle *assumptions* del piano.

7. Business due diligence

7.5. Piano industriale e verifica delle assumptions

7.5.2. Assumptions e riscontri disponibili

Le proiezioni del piano industriale si fondano su assunzioni relative all'evoluzione dei volumi, dei prezzi e della composizione del portafoglio prodotti o clienti. La loro verifica costituisce uno dei contributi centrali della business due diligence, poiché consente di valutare se le prospettive incorporate nel piano siano coerenti con le evidenze raccolte e con le condizioni competitive in cui la *target* opera. Le componenti patrimoniali e finanziarie restano oggetto della financial due diligence, mentre in questa sede rilevano le determinanti commerciali che sostengono le stime prospettiche. L'analisi, in particolare, deve concentrarsi sulle assumptions che incidono in misura più significativa sui risultati attesi.

La valutazione dei **volumi** richiede un confronto tra dati consuntivi, capacità commerciale e condizioni del mercato. Quando il piano prevede livelli di sviluppo superiori a quelli storicamente conseguiti, è necessario accertare se tale incremento sia sostenuto da elementi verificabili, quali pipeline qualificata, accordi distributivi già attivati, ampliamento effettivo della capacità di vendita o accesso a mercati per i quali siano già presenti i presupposti autorizzativi e commerciali. In mancanza di tali riscontri, la crescita prevista incorpora un grado di incertezza che deve essere reso esplicito.

Le *assumptions* di **prezzo** richiedono una lettura altrettanto rigorosa, poiché dipendono da variabili non sempre controllabili dall'impresa. La verifica deve considerare la pressione competitiva del settore, il potere negoziale storicamente esercitato, la disciplina contrattuale applicabile e l'eventuale presenza di meccanismi di indicizzazione o revisione. Quando il piano presuppone aumenti di prezzo o capacità di trasferire incrementi di costo alla clientela, occorre accertare se tale facoltà sia compatibile con i rapporti in essere e con le prassi commerciali osservate.

La composizione del **mix di prodotto**, clientela e canale incide sulla formazione dei margini in modo spesso non evidente nei dati aggregati. A parità di ricavi complessivi, una diversa distribuzione tra linee, segmenti o canali può modificare il contributo economico del business. Quando il piano assume un'evoluzione del mix rispetto alla configurazione storica, la due diligence deve verificare se tale cambiamento sia già sostenuto da dinamiche commerciali osservabili o da iniziative concretamente avviate. In assenza di elementi idonei, la variazione prevista rappresenta una discontinuità da qualificare e supportare.

Le *assumptions* prive di riscontri adeguati devono essere rappresentate come aree di incertezza o profili condizionati, indicando il possibile effetto sulle grandezze rilevanti per la valutazione. In questo modo il committente può calibrare la propria offerta non soltanto sul valore atteso, ma anche sul grado di solidità delle premesse che lo sostengono.

7.5.3. Scostamenti tra risultati storici e obiettivi

La verifica delle *assumptions* consente di accertare se le principali determinanti delle performance prospettiche (volumi, prezzi e mix) trovino un supporto coerente nelle evidenze disponibili. Tale analisi, tuttavia, non esaurisce la valutazione del piano indu-

striale. Anche quando ciascun *driver* appare plausibile se considerato singolarmente, resta necessario verificare se la loro combinazione sia effettivamente idonea a sostenere il livello complessivo di ricavi e marginalità prospettato dal management. Per questa ragione, accanto all'esame dei singoli fattori, occorre confrontare la configurazione economica attesa con quella che emerge dai risultati storici.

Il confronto non mira a verificare se il piano riproduca le dinamiche del passato, ma a comprendere in quale misura se ne discosti e quali condizioni rendano sostenibile tale discontinuità. Attraverso questa lettura è possibile valutare se l'evoluzione prospettata trovi fondamento nelle caratteristiche del business e nelle condizioni operative della *target*, oppure presupponga cambiamenti che richiedono ulteriori elementi di supporto.

Il tema si pone anzitutto con riguardo alla **crescita dei ricavi**. Quando il piano incorpora livelli significativamente superiori a quelli storicamente conseguiti, è necessario identificare i fattori che dovrebbero consentire tale evoluzione, quali ampliamento della base clienti, rafforzamento della struttura commerciale, ingresso in nuovi mercati, modifiche del mix o altre iniziative già osservabili nel business. La rilevanza dell'analisi non dipende soltanto dall'esistenza teorica di tali leve, ma dalla possibilità di verificarne il grado di avanzamento e la concreta capacità di produrre effetti nell'orizzonte temporale considerato.

Un'analogia impostazione deve essere adottata con riferimento alla **marginalità**. Un miglioramento dei risultati economici assume rilievo solo se collegato a elementi identificabili, quali recuperi di efficienza, revisione del pricing, diversa composizione delle vendite o riduzione strutturale di determinate componenti di costo. In assenza di fattori chiaramente individuabili, l'incremento dei margini rischia di rappresentare una proiezione non sufficientemente supportata dalle caratteristiche operative del business.

Lo scostamento rispetto ai risultati storici non costituisce quindi, di per sé, un indice di criticità. Diventa rilevante quando dipende da condizioni non ancora verificabili, da iniziative prive di riscontri concreti o da circostanze sulle quali l'impresa esercita un controllo limitato. L'analisi deve pertanto distinguere tra elementi già osservabili, fattori ragionevolmente supportati dalle informazioni disponibili e componenti che restano subordinate a sviluppi futuri ancora incerti.

Una rappresentazione costruita secondo questi criteri consente di collegare gli obiettivi prospettici alle condizioni che ne renderebbero possibile il conseguimento, permettendo al committente di valutare il piano non soltanto in funzione del risultato atteso, ma anche del grado di visibilità e controllabilità delle variabili da cui esso dipende.

Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



Wolters Kluwer