

ATTUALITÀ

# L'attività di due diligence nella fase di IPO

10 Ottobre 2022

**Vittoria Giustiniani**, Partner and Leader del FT ECM, BonelliErede

**Filippo Sani**, Collaboratore Junior, BonelliErede

**Michel Miccoli**, Legal & Tech Director, beLab



**Vittoria Giustiniani**, Partner and Leader  
del FT ECM, BonelliErede

**Filippo Sani**, Collaboratore Junior,  
BonelliErede

**Michel Miccoli**, Legal & Tech Director,  
beLab

➤ **Vittoria Giustiniani**

Vittoria Giustiniani è Partner di BonelliErede ed è Team Leader del Focus Team Equity Capital Markets. Si occupa di: societario, M&A, capital markets, ristrutturazioni/fallimentare, finanza straordinaria. Ha iniziato la sua carriera professionale maturando una significativa esperienza nel settore giudiziale e nel contenzioso di natura societaria. Ha poi maturato un'esperienza ultraventennale nell'assistenza a favore di società di capitali (quotate e non), banche e fondi di investimento.

Nel contesto di un procedimento di offerta pubblica iniziale di vendita/sottoscrizione di titoli di capitale e/o di ammissione degli stessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato italiano (l'“**IPO**”), la *due diligence* assume un ruolo centrale per il successo dell'operazione nonché quale strumento di tutela per i soggetti coinvolti nel procedimento di IPO (quali, ad esempio, amministratori, sindaci e alti dirigenti dell'emittente, azionisti venditori, intermediari responsabili del collocamento, etc.).

**1. Finalità della due diligence in una IPO**

In particolare, la *due diligence* ha la precipua finalità di ottenere un patrimonio informativo completo, dettagliato e aggiornato sull'emittente e, ove presenti, sulle altre società del gruppo allo stesso facente capo al fine di consentire:

- (i) alle competenti funzioni aziendali dell'emittente e ai propri consulenti di predisporre e aggiornare (anche sulla base delle richieste di integrazione formulate dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (“**CONSOB**”) nel contesto del procedimento istruttorio) le varie sezioni del prospetto informativo<sup>(1)</sup> da pubblicarsi, previa autorizzazione da parte di CONSOB, in conformità alle disposizioni di cui al Regolamento UE 1129/2017 del Parlamento Europeo e del Consiglio (il “**Regolamento Prospetto**”), al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il “Testo Unico della Finanza”, c.d. “**TUF**”) e ai relativi regolamenti attuativi nonché la ulteriore documentazione necessaria ai fini dell'IPO (ad esempio, il c.d. “*international offering circular*”<sup>(2)</sup>). Al riguardo, un corretto ed attento

<sup>1</sup> Il prospetto informativo è un documento che gli emittenti sono tenuti a predisporre e, previa approvazione da parte dell'autorità nazionale competente (CONSOB, per l'Italia), pubblicare ai sensi dell'artt. 1 e 3 del Regolamento Prospetto per effettuare un'offerta al pubblico di titoli nell'Unione Europea e/o per l'ammissione alle negoziazioni di titoli su un mercato regolamentato europeo. Il prospetto informativo è redatto secondo appositi schemi contenuti nel Regolamento Delegato (UE) 2019/980 della Commissione e contiene “*le informazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa: a) della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente [...]; b) dei diritti connessi ai titoli; e c) delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente*” (cfr. art. 6, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto); tali informazioni devono essere presentate “*in forma facilmente analizzabile, succinta e comprensibile*” (cfr. art. 6, paragrafo 3, del Regolamento Prospetto). Il prospetto informativo può essere pubblicato solamente dopo la sua approvazione da parte dell'autorità nazionale competente la quale, nel corso di un procedimento istruttorio, verifica che lo stesso risponda ai criteri di completezza, comprensibilità e coerenza necessari per la sua approvazione ai sensi del Regolamento Prospetto e dei relativi provvedimenti (europei e nazionali) di implementazione ed esecuzione.

<sup>2</sup> L'*international offering circular* (o, in breve “**IOC**”) è un documento informativo descrittivo di un'emittente che viene predisposto e distribuito da quest'ultimo ai fini dello svolgimento di un collocamento di titoli rivolto a determi-

svolgimento della fase di *due diligence* risulta imprescindibile per l'individuazione dei c.d. "fattori di rischio" - ossia dei principali rischi specifici dell'emittente e dei titoli oggetto dell'IPO rilevanti al fine di consentire agli investitori di assumere una decisione d'investimento informata - e per una appropriata redazione della relativa sezione da includere nel prospetto informativo. L'importanza della *due diligence* in tale ambito è stata ulteriormente accresciuta a seguito dell'entrata in vigore, nel luglio 2019, del Regolamento Prospetto che - in netta discontinuità col passato - richiede di includere nel prospetto informativo solamente i fattori di rischio più significativi e specifici e redatti in modo succinto, evitando quindi l'inserimento di un elevato numero di fattori di rischio a contenuto ampio e generico, nonché di fornire specifiche indicazioni sulla rilevanza e probabilità di accadimento degli stessi<sup>(3)</sup>;

- (ii) allo sponsor (recentemente ri-nominato "**listing agent**")<sup>(4)</sup> di accertare il rispetto dei requisiti formali e sostanziali per l'IPO e, quindi, rilasciare le dichiarazioni a Borsa Italiana di cui al regio-

---

nate categorie di investitori istituzionali e/o qualificati esteri.

<sup>3</sup> In particolare, l'art. 16 del Regolamento Prospetto (Fattori di rischio) specifica che all'interno del prospetto informativo devono essere inclusi solamente i fattori di rischio "che sono specifici dell'emittente e/o dei titoli e che sono rilevanti per assumere una decisione d'investimento informata, come avvalorato dal contenuto del documento di registrazione e della nota informativa sui titoli" e ciascun fattore di rischio deve essere "descritto adeguatamente, spiegando come incide sull'emittente o sui titoli oggetto dell'offerta o da ammettere alla negoziazione"; inoltre, l'emittente è tenuto a valutare "la rilevanza dei fattori di rischio sulla base della probabilità che si verifichino e dell'entità prevista del loro impatto negativo" e a darne informativa nel prospetto informativo anche "ricorrendo a una scala di tipo qualitativo, bassa, media o alta".

Sulla base di ciò, gli "Orientamenti in materia di fattori di rischio ai sensi del regolamento sul prospetto" dell'ESMA, del 1 ottobre 2019, specificano che l'Autorità competente, prima di approvare un prospetto informativo, (i) al fine di assicurare la specificità dei fattori di rischio sia tenuta a "[...] muovere obiezioni alle persone responsabili del prospetto qualora l'informativa su un fattore di rischio non stabilisca un nesso chiaro e diretto tra il fattore di rischio e l'emittente, il garante o i titoli, o qualora risulti che l'informativa sul fattore di rischio non è stata redatta specificamente per l'emittente/garante o i titoli [...]" (Orientamento 1) e "sollevare obiezioni in merito all'inclusione di fattori di rischio che servono soltanto come esclusione della responsabilità" (Orientamento 2); e (ii) al fine di assicurarne la rilevanza, debba "muovere obiezioni alle persone responsabili del prospetto qualora il potenziale impatto negativo del fattore di rischio sull'emittente/garante e/o sui titoli non sia oggetto di un'informativa adeguata [...]" (Orientamento 4) e "chiedere alle persone responsabili del prospetto di modificare l'informativa sui fattori di rischio al fine di rimuovere [le] formulazioni mitiganti" (Orientamento 5).

<sup>4</sup> Ai sensi dell'Articolo 2.3.4, comma 1, del Regolamento di Borsa, il *listing agent* è una banca o un'impresa di investimento nominata dall'emittente e che "collabora con l'emittente nella procedura di ammissione a quotazione e alle negoziazioni degli strumenti finanziari, ai fini di un ordinato svolgimento della stessa e rappresenta il riferimento per le interlocuzioni con Borsa Italiana nel contesto della procedura di ammissione."

lamento dei mercati gestiti da quest'ultima (il "**Regolamento di Borsa**") e con cui, *inter alia*, si fa garante della sussistenza, in capo all'emittente e al gruppo, dei requisiti per la quotazione<sup>(5)</sup>;

- (iii) ad amministratori e alti dirigenti dell'emittente nonché azionisti venditori (ove presenti) di attestare - e agli intermediari responsabili del collocamento (ove presenti) di verificare - che le informazioni contenute nel prospetto siano conformi ai fatti e non presentino omissioni tali da alterarne il senso. Tale aspetto assume particolare rilievo in quanto, ai sensi degli artt. 94 e 113 del TUF, gli amministratori e alti dirigenti dell'emittente nonché, ove presenti, gli azionisti venditori e gli intermediari responsabili del collocamento rispondono dei danni patrimoniali subiti dagli investitori che abbiano sottoscritto e/o acquistato titoli nel contesto dell'IPO sulla base di un prospetto informativo non veritiero, ingannevole o incompleto (c.d. "**responsabilità da prospetto**"), salvo che tali soggetti provino di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare (verificare, per gli intermediari) che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso. In tale circostanza, lo svolgimento di un'attività di *due diligence* completa ed esaustiva viene generalmente ritenuta un elemento centrale per dimostrare di aver tenuto una condotta diligente nella redazione del prospetto informativo e, quindi, fornire la predetta prova liberatoria (c.d. "**due diligence defence**").

## 2. Soggetti coinvolti nell'attività di *due diligence*

Alla luce delle specifiche finalità sopra illustrate, la *due diligence* (sia essa legale, contabile-finanziaria, commerciale) nel contesto di un'IPO viene generalmente condotta sia dall'emittente sia dagli intermediari responsabili del collocamento e dal *listing agent*, ciascuno col supporto dei propri consulenti specializzati e appositamente nominati. Risulta di fondamentale importanza un efficiente coordinamento dei vari attori del processo di *due diligence*, in quanto la mole di informazioni e documenti a disposizione è spesso ingente così come il numero di consulenti coinvolti: pertanto, è molto importante assicurare una proficua interazione tra tutte le parti coinvolte.

---

<sup>5</sup> In particolare, ai sensi dell'Articolo 2.3.4, comma 2, del Regolamento di Borsa, il *listing agent* è tenuto a rilasciare specifiche dichiarazioni - assumendosene la relativa responsabilità - con riferimento a, *inter alia*, la circostanza "di avere comunicato a Borsa Italiana tutti i dati e i fatti di cui egli è venuto a conoscenza nel corso della propria attività e che dovrebbero essere presi in considerazione da Borsa Italiana stessa ai fini dell'ammissione alla quotazione, oltre a quelli già resi noti dall'emittente [...]".

### 3. Tempistica per lo svolgimento dell'attività di *due diligence*

Quanto alla tempistica, la *due diligence* prende avvio (e si concentra) generalmente nella fase preliminare del procedimento di IPO, ossia contestualmente a – o immediatamente prima de – l'inizio delle attività di predisposizione del prospetto informativo, attività che – come sopra meglio illustrato – è possibile svolgere solamente sulla base delle informazioni raccolte, e delle criticità emerse, nel corso della *due diligence*. Tuttavia, l'attività di *due diligence* non si interrompe col deposito della prima versione del prospetto informativo presso la competente Autorità (e col conseguente avvio del relativo procedimento istruttorio) ma si conclude col *settlement* dell'IPO e col conseguente avvio delle negoziazioni; infatti, fino a tale data l'emittente è obbligato a includere nel prospetto informativo (o se già pubblicato, in un apposito supplemento) ogni fatto nuovo significativo che possa influire sulla valutazione dei titoli oggetto dell'IPO<sup>(6)</sup>.

### 4. Oggetto della *due diligence*

Con specifico riferimento all'oggetto della *due diligence*, essa esamina ogni aspetto necessario a ottenere un quadro informativo completo, dettagliato e aggiornato sull'emittente e, ove presenti, sulle altre società del gruppo allo stesso facente capo, tenendo in debito conto le specifiche caratteristiche e peculiarità di questi ultimi e del loro *business*. Solo con riferimento agli aspetti legali, la *due diligence* spazia dal diritto societario, a quello giuslavoristico, penale e amministrativo, dai profili contrattuali a quelli *privacy* e inerenti la proprietà intellettuale, dagli aspetti *real estate* a quelli ambientali e di tutela della sicurezza e della salute. Inoltre, la *due diligence* non deve limitarsi, quanto al perimetro di riferimento, alla sola società emittente ma deve estendersi anche alle eventuali società controllate (italiane ed estere) più rilevanti sotto il profilo quantitativo (ad esempio, in termini di ricavi, fatturato, etc) e qualitativo (ad esempio, in termini di strategicità e centralità del *business* della controllata nell'ambito del gruppo).

### 5. Conclusioni

<sup>6</sup> In particolare, ai sensi dell'art. 23, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto (Supplementi del prospetto), "qualunque fatto nuovo significativo, errore o imprecisione rilevanti relativi alle informazioni contenute nel prospetto che possano influire sulla valutazione dei titoli e che sopravvengano o siano rilevati tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui si chiude il periodo di offerta o, qualora successivo, il momento di inizio della negoziazione in un mercato regolamentato è menzionato senza indebito ritardo in un supplemento al prospetto."

Come illustrato nei paragrafi che precedono, l'attività di *due diligence* risulta essere di estrema importanza affinché un'IPO possa avere successo. Un'attenta ed oculata analisi dei documenti della società che ha intrapreso il procedimento di IPO, prodromica a intercettare i rischi e a veicolarli ai futuri investitori tramite il prospetto informativo, svolge una fondamentale funzione a tutela degli investitori stessi, ma anche del *management* della società *quotanda*. L'elevato numero di soggetti coinvolti in un procedimento di IPO, soprattutto nella fase iniziale dove la *due diligence* ha luogo, obbliga gli addetti ai lavori a cercare di organizzare il processo nel modo più efficiente ed efficace<sup>(7)</sup>; nonostante i tempi siano spesso stretti, la *due diligence* è un'attività da svolgere con la massima attenzione e che può portare un valore aggiunto nell'intero processo di IPO.

<sup>7</sup> A tal fine alcuni studi legali hanno creato delle strutture deputate alla sola gestione delle attività di *due diligence*, in modo da garantire un team dedicato *full time* e specializzato in questa delicata attività (si veda, come esempio, beLab S.p.A., l'*alternative legal service provider* di BonelliErede).

**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---

