

Luca Viarengo

LE CLAUSOLE DI EARNOUT
NELLE OPERAZIONI
DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

FrancoAngeli

BANCA, FINANZA E PMI

La Collana ospita scritti inerenti le tematiche dell'economia degli intermediari e dei mercati finanziari, nonché temi legati alla finanza e ai rapporti banca-impresa, provenienti da soggetti afferenti a qualsiasi scuola, dipartimento o ente di ricerca, sia nazionale che internazionale.

Nella Collana possono essere pubblicati esclusivamente lavori scientifici, ossia in grado di offrire un contributo all'avanzamento della conoscenza. La Collana accoglie volumi soggetti ad un processo di double blind review.

Editor in Chief

Prof. Lorenzo Gai, Università di Firenze

L'Editor in Chief è responsabile della politica editoriale, verifica l'andamento del processo di referaggio e coordina le attività dello Scientific Committee e dell'Editorial Board, assicurando l'indipendenza dei giudizi e l'applicazione delle procedure previste dal regolamento della Collana.

L'accettazione della monografia da parte dell'Editor in Chief è condizione necessaria per l'inserimento di una pubblicazione nella Collana.

Scientific Committee

Prof.ssa Marina Brogi, Università La Sapienza di Roma

Prof.ssa Giuliana Birindelli, Università di Chieti-Pescara

Prof.ssa Marina Damilano, Università di Torino

Prof. Marco Di Antonio, Università di Genova

Prof. Franco Fiordelisi, Università di Roma Tre

Prof. Loris Nadotti, Università di Perugia

Prof. Antonio Proto, Università Ca' Foscari di Venezia

Prof. Giulio Tagliavini, Università di Parma

Lo Scientific Committee è composto da accademici/studiosi di consolidata reputazione, affiliati a un numero sufficientemente ampio di università/istituti di ricerca.

Ha funzioni di indirizzo e supervisione della politica editoriale e promuove iniziative utili allo sviluppo della Collana.

Editorial Board

Prof.ssa Antonella Capiello, Università di Pisa

Prof.ssa Claudia Curi, Università di Bolzano

Prof.ssa Federica Ielasi, Università di Firenze

Prof.ssa Francesca Querci, Università di Genova

Prof.ssa Beatrice Ronchini, Università di Parma

Prof.ssa Monica Rossolini, Università di Milano Bicocca

L'Editorial Board attua la politica editoriale della Collana, esamina gli scritti pervenuti e seleziona i referees cui rivolgersi al fine di ottenere una valutazione complessiva del lavoro ed eventuali suggerimenti specifici, garantendo la professionalità e la terzietà della procedura di referaggio. Infine, supervisiona la valutazione di merito delle monografie effettuata dai referees.

La Collana è accreditata Aidea



Luca Viarengo

LE CLAUSOLE DI EARNOUT
NELLE OPERAZIONI
DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

Prefazione di Lorenzo Caprio

FrancoAngeli

BANCA, FINANZA E PMI

ISBN: 9788835181897

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore.
Sono riservati i diritti per Text and Data Mining (TDM), AI training e tutte le tecnologie simili.
L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza
d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Prefazione , di <i>Lorenzo Caprio</i>	pag. 9
1. Le operazioni di M&A, determinazione del prezzo e modalità di pagamento	» 11
1.1. Le operazioni di M&A come percorso di crescita delle imprese	» 11
1.2. Il processo di M&A	» 14
1.3. La scelta dei metodi di pagamento delle operazioni di M&A nell'ipotesi in cui le parti trovino un accordo sul valore della target	» 17
1.3.1. La struttura proprietaria della bidder e della target	» 19
1.3.2. Le possibilità di accesso al credito da parte della bidder e la convenienza finanziaria delle diverse modalità di finanziamento del deal	» 20
1.3.3. La dimensione relativa della target rispetto alla bidder	» 20
1.3.4. La rilevanza delle opportunità di crescita	» 21
1.3.5. Asimmetrie informative e problematiche di agenzia	» 21
1.3.6. I costi di rinegoziazione	» 22
1.3.7. Il contesto giuridico	» 23
1.3.8. Ragioni fiscali	» 24
1.4. Le clausole di earnout come strumento per gestire differenze valutative, ripartire i rischi dell'operazione e per trattenere i manager della società target	» 24
1.5. Il crescente utilizzo delle clausole di earnout e outline del volume	» 29
2. Struttura delle clausole di earnout ed utilizzo di queste nella gestione di problemi di asimmetria informativa e rischio di valutazione	» 31
2.1. La struttura delle clausole di earnout	» 31

2.1.1. I parametri su cui sono misurate le performance della target	pag. 31
2.1.2. Il periodo di riferimento	» 33
2.1.3. La funzione di payoff	» 34
2.1.4. Metodo di pagamento e valuta	» 36
2.1.5. Earnout composti	» 37
2.1.6. Trasferibilità degli earnout	» 37
2.1.7. Il peso relativo dell'earnout rispetto al corrispettivo complessivo del deal	» 37
2.2. Modelli teorici relativi all'uso delle clausole di earnout	» 38
2.3. Evidenza empirica circa l'uso degli earnout	» 40
2.3.1. I settori nei quali gli earnout sono maggiormente utilizzati	» 40
2.3.2. Caratteristiche di bidder e target	» 41
2.3.3. Caratteristiche del deal	» 43
2.3.4. Gli earnout come strumenti di incentivazione del management della target	» 45
2.3.5. Competenze aziendali, aspetti culturali e uso degli earnout	» 48
2.3.6. Earnout ed incertezza economica	» 50
3. Gli earnout come possibile soluzione ai vincoli finanziari della bidder	» 53
3.1. Vincoli finanziari e decisioni di investimento	» 53
3.2. Vincoli finanziari e modalità di finanziamento delle acquisizioni	» 57
3.3. Le clausole di earnout come fonte di finanziamento dell'acquisizione	» 61
4. Criticità emergenti dall'inclusione di earnout in operazioni di acquisizione	» 65
4.1. Criticità legate all'uso di earnout	» 65
4.1.1. Complessità nella definizione della clausola di earnout	» 66
4.1.2. Post-merger integration	» 70
4.1.3. Verificabilità dei risultati ex post e rischio contenzioso	» 71
4.2. Evidenza empirica circa la rilevanza del rischio di manipolazione dei risultati	» 74
4.3. Evidenza empirica circa la rilevanza del rischio di contenzioso	» 76
5. Valutazione degli earnout	» 81
5.1. I modelli di valutazione contemplati dalla letteratura maggiormente in uso nella pratica	» 81

5.1.1. Complessità legate all'individuazione della distribuzione del parametro di riferimento dell'earnout	pag. 83
5.1.2. La volatilità del parametro di riferimento e del payoff dell'earnout	» 86
5.1.3. Rischio diversificabile e non diversificabile	» 87
5.1.4. Stima del costo del capitale da utilizzare nella valutazione	» 88
5.1.5. La valutazione per scenari	» 89
5.1.6. Il metodo option pricing	» 90
5.2. La valutazione degli earnout come opzioni ordinarie: profili di criticità e possibili soluzioni	» 91
5.2.1. Il rischio di default della bidder	» 92
5.2.2. Il rischio di contenzioso	» 94
6. Aspetti contabili delle clausole di earnout	» 97
6.1. Le prescrizioni dei principi contabili IFRS e US GAAP	» 97
6.2. Gli effetti del mutamento dei principi contabili sulle scelte di utilizzare gli earnout	» 102
6.3. Scelte opportunistiche nella contabilizzazione degli earnout	» 104
7. Clausole di earnout e creazione di valore per le parti coinvolte nel deal	» 109
7.1. I metodi comunemente utilizzati in letteratura per misurare i benefici di un'acquisizione per le parti coinvolte nel deal	» 109
7.1.1. Event studies	» 109
7.1.2. Acquisition premium	» 114
7.1.3. Analisi dei rendimenti di lungo termine	» 115
7.1.4. Redditività delle imprese coinvolte	» 116
7.2. La relazione tra le modalità di pagamento dell'upfront ed i benefici per le parti coinvolte nel deal	» 117
7.3. La relazione tra uso degli earnout ed i benefici per le parti coinvolte nel deal	» 119
8. L'utilizzo degli earnout in Italia	» 123
8.1. Introduzione all'analisi empirica	» 123
8.2. Sviluppo delle ipotesi	» 127
8.3. Individuazione del campione e statistiche descrittive	» 129
8.4. Fattori che influenzano l'uso degli earnout in Italia	» 140
8.5. L'entità dei corrispettivi contingenti sul totale	» 144
8.6. Test di robustezza e discussione dei risultati	» 148
8.7. Considerazioni conclusive	» 151
9. Conclusioni	» 155
Bibliografia	» 159

PREFAZIONE

Lorenzo Caprio*

Gli *earnout*, clausole contrattuali utilizzate in ambito M&A che vincolano parte del corrispettivo alle performance post closing della società *target*, negli ultimi decenni sono passate dall'essere clausole marginali negoziate soltanto in acquisizioni afflitte da un significativo grado di incertezza ad essere un elemento di comune utilizzo in un ampio ventaglio di *deal*. Si tratta di clausole che offrono una soluzione pragmatica al disallineamento valutativo tra acquirente e venditore, e consentono così di giungere al *closing* anche nel caso in cui non si riesca a individuare una valutazione della società *target* condivisa tra le parti. Ciò è reso possibile dal fatto che gli *earnout* consentono di passare da una prospettiva di valutazione *ex ante* delle attese di crescita della società oggetto di acquisizione, ad una misurazione *ex post* di queste.

La crescente rilevanza degli *earnout* ha suscitato l'interesse sia del mondo accademico, in particolare nell'ambito della finanza aziendale e dell'*accounting*, che dei *practitioners*, in particolare dei professionisti che operano nel mercato M&A. Per entrambe le categorie, seppure con prospettive e finalità diverse, l'interesse per gli *earnout* è dovuto al fatto che si configurano come strumenti contrattuali atti a mitigare le inefficienze generate da profonde asimmetrie informative fra acquirente e venditore: essi riducono, da un lato, il rischio di *mispricing* e di selezione avversa legato alla non perfetta osservabilità della qualità e delle prospettive della *target*; dall'altro, attenuano taluni potenziali fenomeni di azzardo morale post-*closing*, in quanto subordinano una quota del corrispettivo all'effettivo conseguimento di risultati economico-finanziari predeterminati. Al contempo, la corresponsione differita del prezzo funge da meccanismo di incentivazione e di *retention* per gli azionisti/manager della società oggetto di acquisizione, i quali sono indotti a permanere nella compagine gestionale e a promuovere le strategie di crescita

* Dipartimento di Scienze dell'economia e della gestione aziendale, Università Cattolica del Sacro Cuore.

necessarie al conseguimento degli obiettivi concordati, salvaguardando così la creazione di valore di lungo periodo per tutte le parti coinvolte.

Gli *earnout*, dovendo raggiungere attraverso il *wording* di una clausola contrattuale i molteplici obiettivi anzidetti, presentano un grado significativo di complessità tecnico-giuridica. È per questo che essi, se da un lato hanno il potenziale di attenuare divergenze tra le parti del *deal* e facilitare il raggiungimento del *closing*, dall'altro lato introducono nuove fonti di attrito, quali la possibilità di divergenze sui principi contabili da adottare nella misurazione del parametro di riferimento oppure nuovi e differenti problemi di azzardo morale, che possono condurre scelte strategiche intese ad influenzare in modo opportunistico tali parametri, così da favore di una delle parti. Nei casi peggiori, tali problematiche possono originare lunghi e costosi contenziosi tra acquirenti e venditori. La redazione di un *earnout* esige quindi una raffinata combinazione di modellizzazione finanziaria e attenzione agli aspetti giuridici, e deve essere preceduta da una attenta ponderazione, anche in ottica strategica e manageriale, dei pro e dei contro dell'uso di tali clausole. La definizione di una clausola di *earnout* dunque richiede competenze che devono essere individuate in diverse figure professionali.

Anche la valutazione di tali clausole non si presenta come un esercizio banale. Avendo queste una struttura di *payoff* simile ad opzioni, richiedono l'impiego di modelli valutativi idonei a tenere debito conto di questo. Gli *earnout* sono inoltre afflitti da due ulteriori fonti di rischio che rendono complessa la determinazione del loro valore: il rischio di credito del loro sottoscrittore, ossia la società acquirente, ed il rischio di manipolazione dei risultati (o rischio di contenzioso). La necessità, imposta dai principi contabili internazionali, di valutare tali clausole a *fair value* ai fini della contabilizzazione delle acquisizioni, rende tale esercizio valutativo non evitabile.

Il lavoro di Luca Viarengo ambisce ad essere un compendio di ciò che è utile conoscere per comprendere pienamente tali clausole. Nel testo vengo-no approfondite le diverse tematiche precedentemente rappresentate. Esso descrive i casi d'uso degli *earnout*, la loro struttura, le modalità di contabilizzazione e valutazione, le complessità giuridiche emergenti da tali clausole e la loro capacità di creare valore, in particolare per la società acquirente. Il volume offre anche un approfondimento dell'uso degli *earnout* nel contesto italiano, economia che gli approfondimenti empirici di matrice accademica, sia internazionale che nazionale, non avevano in precedenza considerato.

La monografia di Viarengo, pur partendo da una prospettiva accademica, basata sull'approfondimento della letteratura relativa ad M&A, ed in particolare di quella che si è dedicata allo studio degli *earnout*, offre preziose indicazioni di rilievo pratico in merito alla redazione, contabilizzazione e valutazione di tali clausole. Il volume a vostre mani può trovare utile collocazione, dunque, sia nella libreria di un docente universitario interessato ad M&A, sia di un consulente che offra la sua competenza professionale in tale ambito.

I.

LE OPERAZIONI DI M&A, DETERMINAZIONE DEL PREZZO E MODALITÀ DI PAGAMENTO

1.1. Le operazioni di M&A come percorso di crescita delle imprese

La crescita è un obiettivo fondamentale per la maggior parte delle imprese, originato, a titolo esemplificativo, dal desiderio di incrementare la propria quota di mercato, di migliorare la propria redditività oppure di raggiungere o mantenere una posizione di *leadership* di mercato rispetto ad un dato prodotto o servizio. La crescita delle imprese può seguire diversi percorsi, tipicamente classificati in due categorie principali: la crescita interna, o organica, e la crescita esterna, da realizzarsi tramite operazioni di fusione o acquisizione (nel seguito anche “M&A”) o forme diverse di partnership con altre imprese.

La crescita interna si fonda sulle risorse, competenze, ed in generale sui fattori produttivi, che l’impresa già possiede. In questo processo, l’impresa acquisisce dall’esterno solamente beni, servizi o risorse umane che non costituiscono complessi aziendali già strutturati e che possano essere integrati nell’azienda o organizzati in modo complementare così da costituire un nuovo ramo d’azienda, o un’espansione di quelli esistenti. Questo percorso si può declinare in diversi modi, non mutualmente esclusivi, tra cui, a titolo esemplificativo, l’incremento della capacità produttiva dei beni o servizi già offerti, il miglioramento dell’efficienza dei processi produttivi, lo sviluppo di nuovi prodotti o servizi, l’espansione in nuovi mercati, l’incremento degli sforzi di marketing. La crescita interna sovente richiede investimenti in ricerca e sviluppo per migliorare la qualità o la funzionalità dei prodotti offerti o per svilupparne di nuovi.

La crescita per linee esterne avviene invece acquisendo altre aziende o rami d’azienda (sia direttamente sia attraverso l’acquisizione di partecipazioni societarie) oppure ponendo in essere partnership strategiche strutturate (quali ad esempio le *joint ventures*) con altre imprese. La crescita per linee

esterne consente di realizzare un'espansione tendenzialmente più rapida rispetto ad un percorso di crescita organica. Le imprese che pongono in essere operazioni di M&A possono incrementare rapidamente la *target* quota di mercato, il portafoglio di prodotti o servizi offerti, la loro presenza geografica. La crescita per linee esterne tuttavia è spesso considerata significativamente più rischiosa rispetto alla crescita per linee interne per diverse ragioni. La crescita per linee esterne comporta un investimento significativo in un singolo bene complesso (un'azienda o un ramo d'azienda per l'appunto) che, da un lato, può essere afflitto da problemi significativi di asimmetria informativa tra cedente e cessionario, che rendono difficile la determinazione del valore dell'azienda acquisita e dunque la definizione di un prezzo di acquisto, e, dall'altro lato, richiede ingenti risorse finanziarie per essere realizzato, il reperimento delle quali può mutare notevolmente la struttura finanziaria dell'impresa acquirente.

Le ragioni per cui le imprese scelgono di porre in essere operazioni di M&A sono molteplici, e sono state oggetto di approfondimento da parte della letteratura accademica. Tra i principali motivi che determinano l'interesse delle imprese ad acquisirne altre vi è la generazione di sinergie (a titolo esemplificativo: Bradley, Desai e Kim, 1988; Tirole, 1988; Farrell e Shapiro, 1990; Farrell e Shapiro, 2000; Gupta e Gerchak, 2002; Gaughan, 2010; Barraclough, Robinson, Smith e Whaley, 2013; Feldman e Hernandez, 2022). Le sinergie possono essere legate alla realizzazione di economie di scala o di scopo, alla capacità di realizzare risparmi di costo, alla possibilità di creare mercati dei capitali interni. Le imprese potrebbero decidere di porre in essere operazioni di M&A anche per incrementare la loro quota di mercato, ridurre la pressione della concorrenza o entrare in nuovi mercati (Comanor, 1967; Stillman, 1983; Caves, 1989; Borenstein, 1990; Rhoades, 1993, Hankir, Rauch e Umber, 2011; Mueller e Yurtoglu, 2013; Calvano e Polo, 2021), ottenere benefici in termini di riduzione di rischio grazie alla diversificazione delle loro attività (Lang e Stulz, 1994; Berger e Ofek, 1995; Comment e Jarrell, 1995; Thijssen, 2008; Custodio, 2014), oppure porre in essere un riallineamento strategico o una ristrutturazione, finalizzata ad adattarsi a cambiamenti delle condizioni di mercato, cambiamenti tecnologici o cambiamenti normativi (Weston e Chung, 1990; Kaplan e Weisbach, 1992; Markides, 1992; Hotchkiss, e Mooradian, 1998). In parte connessi con le ragioni già esposte vi sono anche i motivi finanziari e fiscali, legati all'ottimizzazione della struttura finanziaria, l'ottenimento di benefici o scudi fiscali, la riduzione di problemi di agenzia legati alla gestione dei flussi di cassa (Jensen, 1986; Auerbach e Reishus, 1988; Opler e Titman, 1993; Harford, 1999; Devos, Kadapakkam e Krishnamurthy, 2009; Uysal, 2011; Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew e Shevlin, 2014; Levine e Wu, 2021). L'acquisizione di capitale umano può rappresentare un ulteriore motivo sottostante

alle operazioni di M&A: le imprese possono acquisirne altre per reclutarne i dipendenti e assimilare la loro competenza ed il loro *know how*, in particolare nell'ambito di acquisizioni di società operanti in industrie a maggior grado di innovazione (Hitt, Bierman, Shimizu e Kochhar, 2001; Kapoor e Lim, 2007; Castro-Casal, Neira-Fontela, e Álvarez-Pérez, 2013; Lee, Mauer e Xu, 2018). Occorre infine ricordare che, tra i motivi sottostanti alle scelte di porre in essere le operazioni in discorso ve ne sono anche alcuni che si discostano dalla ricerca di opportunità che creino valore per gli azionisti, e che invece si inseriscono nell'ambito dei conflitti di agenzia, quali il desiderio dei manager di essere a capo di un'impresa di grandi dimensioni (c.d. *empire building*), eventualmente sottovalutando la complessità di gestione di un'impresa conglomerata, oppure di ridurre il rischio del loro lavoro e dei compensi a questo legati, riducendo il rischio della società che essi guidano (Mueller, 1969; Amihud e Lev, 1981; Jensen, 1986; Roll, 1986). Le ragioni che inducono le imprese a effettuare le operazioni straordinarie in parola peraltro possono rientrare in più d'una delle categorie precedentemente indicate. I confini tra tali categorie, peraltro, non sono netti.

La prospettiva accademica ora delineata circa le ragioni che inducono a porre in essere operazioni di M&A si integra con quella di taglio maggiormente pratico presentata da Franceschi (2007), che esamina il tema sia dal punto di vista del cedente che del cessionario. Avuto riguardo alla prospettiva del cessionario, Franceschi (2007) individua motivazioni nella sostanza coincidenti a quelle analizzate dalla letteratura accademica. Avuto riguardo alla prospettiva del cedente, Franceschi (2007) considera due casi. Nel caso in cui questi decida di cedere uno o più rami d'azienda, continuando l'attività in altre aree produttive, le motivazioni alla base di detta decisione tendono ad essere legate ad un desiderio di riorganizzazione, volto a rendere la società maggiormente specializzata in alcune aree, o a interrompere l'esercizio di attività reputate non più profittevoli o eccessivamente rischiose, oppure a rendere la società stessa più snella e meglio governabile. Nel caso in cui, invece, questi decida di cedere la propria azienda nel suo complesso, l'autore evidenzia come le motivazioni alla base di tale scelta possano essere differenti, e comprendere, a titolo esemplificativo, casi in cui giunga un'offerta non rifiutabile, tale da rappresentare un valore maggiore rispetto ai flussi reddituali o finanziari ottenibili dall'azienda medesima, oppure il venir meno di figure in grado di gestire l'azienda, caso che si incontra di sovente in *family firms* che non riescono o non possono gestire un passaggio generazionale, oppure ancora la perdita di profittabilità dell'azienda accompagnata dalla preferenza di lasciare a terzi interventi di *turnaround*. Quest'ultimo punto peraltro appare nella sostanza in linea con il concetto di *market for corporate control* proposta da Manne (1965), il quale evidenziava che le società i cui dirigenti utilizzano le risorse aziendali in modo inefficiente tendono ad avere

valore basso e, di conseguenza, una maggior probabilità di essere oggetto di acquisizione.

La crescita per linee esterne può essere complessa da realizzare, e richiede di strutturare un processo di acquisizione di informazioni circa la società da acquisire, di valutazione di questa, di negoziazione dei termini di un possibile contratto di acquisizione, tutto questo senza avere la garanzia di giungere ad un accordo soddisfacente per entrambe le parti, e dunque ad un esito positivo del processo in parola. Per inquadrare tali complessità, nel prosieguo del capitolo verrà descritto il processo nel quale si dipana un'operazione di M&A e verranno descritti i principali metodi di pagamento utilizzati dalle parti in contropartita all'azienda o alle partecipazioni cedute, discutendo anche di quanto questi si adattino a gestire le problematiche che possono emergere in un'operazione di acquisizione.

1.2. Il processo di M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione, come detto, possono consentire alle imprese di porre in essere una crescita rapida, integrando all'interno della propria organizzazione un'azienda prima gestita da terzi. La scelta di compiere tale passo richiede di comprendere nel dettaglio, tra le altre cose, l'organizzazione, i profili di rischio, la redditività attesa della società oggetto di possibile acquisizione (nel prosieguo anche “*target*”), e di determinarne il valore, al fine di giungere alla formulazione, da parte della società offerente (nel prosieguo anche “*bidder*”), di una proposta di acquisto. Lo svolgimento di tali attività richiede di superare, per quanto possibile, il problema di asimmetria informativa che separa la *bidder* e la *target* (oltre ai soci ed al management di questa), e ciò comporta la necessità di porre in essere un processo volto a condividere informazioni private relative alla *target*, ad assicurare la riservatezza delle informazioni condivise, oltre che determinare modalità, limiti e – eventualmente – scansione temporale della loro messa a disposizione e garantire il giusto tempo per l'esame e la valutazione di queste (si veda in proposito Coates, 2016).

Il processo di M&A vede in genere, in una prima fase, interazioni preliminari ed informali tra potenziali acquirenti e venditori, eventualmente intermedie da *advisor* che possono assistere la *bidder* nel trovare possibili *target* o, al contrario, una società che sta cercando possibili investitori esterni; in questa fase, l'oggetto dell'interesse è normalmente trasfuso in presentazioni anonimizzate (*blind teaser* o *blind deck*) che illustrano sinteticamente la proposta e i fondamentali economici e commerciali di riferimento, sì da poter sondare il mercato senza dare immediata evidenza sullo stesso del fatto che una determinata realtà potrebbe essere in tempi brevi soggetta a mutamenti

dell'assetto proprietario. Senza contare che ove il mercato sapesse che una società è in vendita e la stessa permanesse in tale condizione a lungo, senza trovare acquirenti o investitori, ciò potrebbe essere letto come evidenza del fatto che esistano dei problemi all'interno della medesima tali da scoraggiare ogni possibile acquirente. Queste interazioni, normalmente governate da Non Disclosure Agreements (NDA o Accordi di Non Divulgazione) a tutela della riservatezza delle informazioni condivise dalla *target*, sono generalmente esplorative e focalizzate sulla valutazione della bontà del *match* tra *bidder* e *target* e della astratta fattibilità dell'operazione, e non prevedono che le parti definiscano in alcun modo la struttura di un possibile accordo.

Qualora le interazioni preliminari si rivelino positive, in una seconda fase (e sempre sotto la protezione del NDA stipulato) vengono scambiati documenti ed informazioni che possano consentire alla *bidder* di acquisire una migliore comprensione dell'attività svolta dalla *target*, sia da un punto di vista organizzativo che finanziario¹. È in questa seconda fase che si svolge un primo approfondimento delle condizioni della *target* da un punto di vista legale, contabile, finanziario e organizzativo, che è possibile considerare come una prima *due diligence*, che da un lato mira a superare l'asimmetria informativa di cui si è detto *supra* e a contenere il rischio che possano emergere in modo imprevisto problematiche atte a minare la percezione delle parti circa l'opportunità dell'operazione, e dall'altro consente di acquisire le informazioni utili per valutare la società *target*. Questa viene tendenzialmente valutata sia in ottica *stand alone*, sia in ottica strategica, ossia considerando le opportunità ed i costi che potrebbero determinarsi a seguito dell'integrazione della *target* con la *bidder* (Arzac, 2004; Sudarsanam, 2003; Franceschi, 2006; DePamphilis, 2019). La valutazione operata dalla *bidder* consente a questa di determinare un *range* di valori che, nella prospettiva di tale entità, siano atti ad ottenere adeguati rendimenti dall'investimento nella *target*, e che dunque possano essere tradotti in un'offerta economica.

La terza fase dell'operazione si verifica qualora la *bidder*, alla luce delle informazioni ottenute nella fase precedente, decida di formulare effettivamente una prima offerta. Ciò solitamente avviene attraverso la formulazione di documenti non vincolanti per le parti², che possono essere denominati lettera d'intenti (*letter of intent* o LOI) o Non Binding Offer (NBO), che specificano gli aspetti significativi dell'accordo, quali, a titolo esemplificativo, i criteri di determinazione del prezzo di cessione, o più direttamente il prezzo offerto, le condizioni e le modalità di pagamento (in danaro, in azioni

¹ Interessante rispetto al tema delle procedure di acquisizione l'analisi di Boone e Mulherin (2007).

² Rectius, vincolanti solo parzialmente, segnatamente con riferimento alle clausole di legge applicabile, foro competente, esclusività delle trattative per un determinato periodo e migliore definizione degli obblighi di riservatezza.

della *bidder*, o un mix di questi) ed ulteriori elementi quali garanzie, accordi in tema di governance, clausole volte a vincolare, a limitare o a favorire la trasferibilità delle partecipazioni (come clausole di prelazione, *tag along e drag along*) ed eventuali diritti di esclusività (Mock, Csach e Havel, 2018; DePamphilis, 2019; Maynard, 2021). In questa fase il prezzo offerto dalla *bidder* deve essere confrontato con il prezzo di riserva dei potenziali cedenti. La prosecuzione delle trattative dipende dalla circostanza che l'offerta della *bidder* si riveli pari o superiore a tale prezzo di riserva (Franceschi, 2007).

Solo qualora venga soddisfatta la condizione di cui sopra è possibile entrare nella fase finale, ossia quella che porta alla chiusura dell'accordo. Tale fase può essere ulteriormente distinta nel periodo *pre-signing*, nel corso del quale cedente e cessionari, guidati dai loro consulenti, negoziano i termini dei contratti definitivi. I termini concordati nella LOI o NBO possono essere rivalutati e aggiustati in base ad approfondimenti ottenuti durante l'attività di *due diligence*, che viene contestualmente completata. Nel corso di tale attività, vengono ulteriormente approfonditi i documenti societari, i contratti chiave, il portafoglio di *asset* e l'esposizione finanziaria della società *target*. A conclusione di questa fase, è possibile che i termini sopra rappresentati vengano tradotti in un'offerta vincolante da sottoporre ai cedenti.

Una volta che le parti concordano sui termini dell'acquisizione, questi vengono rappresentati in un contratto, solitamente chiamato Sale and Purchase Agreement (SPA), ed in eventuali accordi ancillari, che vengono firmati dalle parti stesse (si giunge dunque al *signing*). La chiusura della transazione (c.d. *closing*), che comporta la conseguente efficacia dell'operazione, può avvenire simultaneamente al *signing* o in una data successiva, ad esempio qualora occorra verificare l'avveramento di talune condizioni o attendere il concludersi di processi autorizzativi.

Successivamente al *closing* del *deal* si apre una fase nuova, detta *post merger integration*. In questa fase occorre fare in modo che le attività della società *target* si integrino in quelle della *bidder*, al fine di realizzare le sinergie previste nell'ambito delle trattative (Bodner e Capron, 2018; Brueller, Carmeli e Markman, 2018). È in questa fase che la *bidder* ha modo di verificare l'effettiva capacità di reddito della società *target*, e dunque la bontà del proprio investimento. Di particolare importanza per la *bidder* è anche la ritenzione di figure chiave della *target*, per competenze tecniche o manageriali, la cui perdita potrebbe incidere negativamente sul valore della società acquisita, oppure l'individuazione di nuove figure che possano gestire la società *target* nel suo percorso di sviluppo futuro e di integrazione con la *bidder*. Ed è sempre in questa fase dunque che la *bidder* deve assicurarsi che il management della *target* sia adeguatamente incentivato a realizzare il percorso di crescita di questa società, percorso che ne aveva determinato la valorizzazione nell'ambito delle fasi precedenti. Una buona gestione della

fase di *post merger integration* contribuisce dunque a porre in essere le condizioni per l'ottenimento dei rendimenti attesi dall'operazione.

Il breve excursus sul processo di M&A fatto nel presente paragrafo consente di comprendere la delicatezza delle trattative che portano a chiudere un'operazione di acquisizione, e le complessità che possono seguire a questa. In particolare, per giungere al *closing*, è necessario che le parti trovino un accordo in merito al valore della società *target*. Problematiche di asimmetria informativa da un lato, e differenti opinioni in merito alla capacità della *target* di realizzare un percorso di crescita della propria redditività dall'altro, potrebbero portare la *bidder* a non essere in grado di formulare un'offerta che i potenziali cedenti possano reputare sufficiente. In tal caso, è possibile che il *deal* non venga posto in essere. Il presente lavoro è finalizzato a descrivere talune clausole contrattuali, dette *earnout*, che consentono di giungere al *signing* pur in presenza di divergenze di opinioni tra potenziali cedenti e la *bidder* circa il valore della *target*. Tali contratti consentono di introdurre, nella struttura del corrispettivo di cessione, pagamenti successivi al *closing*, condizionati alle performance della *target* stessa (Kohers e Ang, 2000; Datar, Frankel e Wolfson, 2001). Legando il corrispettivo complessivo alle performance effettive della *target*, tali clausole permettono di ridurre il rischio di valutazione e gli effetti avversi delle asimmetrie informative che allontanano le prospettive delle parti. Inoltre, questi contratti possono consentire di allineare gli interessi dei manager ed (ex) soci della *target* con quelli della *bidder*, assicurando il loro impegno per la realizzazione del percorso di crescita della *target* discusso nell'ambito delle trattative.

Prima di passare ad approfondire questi contratti, tuttavia, nel paragrafo seguente verranno descritti i metodi di pagamento comunemente utilizzati nell'ambito di operazioni di M&A nell'ipotesi in cui le parti trovino un accordo sul valore della *target* che non richieda di prevedere particolari meccanismi di verifica ex post delle performance di tale società dopo il *closing*, anche per contrapporli ai metodi di pagamento che invece includono *earnout*.

1.3. La scelta dei metodi di pagamento delle operazioni di M&A nell'ipotesi in cui le parti trovino un accordo sul valore della target

Le operazioni di M&A in relazione alle quali le parti convengono in merito al valore della *target*, e dunque riescono ad individuare un corrispettivo che sia determinato al *closing* e non condizionato ad eventi futuri ad esso, vedono come metodi di pagamento principale il danaro, lo scambio di partecipazioni, oppure un mix tra questi³.

³ È possibile che le parti si accordino per utilizzare altri metodi di pagamento, quali lo

La forma di pagamento generalmente preferita dagli azionisti della società *target* è il denaro. Tale forma di pagamento interrompe l'esposizione di tali soggetti al rischio d'impresa della società ceduta, non espone al rischio della società acquirente (come invece avverrebbe se il metodo di pagamento fosse lo scambio di partecipazioni) ed ha il vantaggio dell'immediata liquidità. Tale metodo di pagamento tuttavia può comportare per i cedenti la necessità di pagare imposte sulla plusvalenza emergente dal confronto tra il corrispettivo ricevuto ed il valore di carico fiscale della loro partecipazione. Per il cessionario invece questo metodo di pagamento comporta la necessità di impegnare (ed eventualmente dover ottenere sul mercato) risorse finanziarie per realizzare l'acquisizione, tanto più ingenti tanto maggiore è la dimensione della società *target*. Per contro, il pagamento in denaro consente di evitare l'ingresso dei cedenti nell'azionariato della *bidder*, così da non alterarne l'assetto proprietario e non condividere i benefici delle sinergie emergenti dal *deal* eccedenti rispetto a quelli rappresentati nel prezzo di cessione.

Quando l'operazione avviene mediante scambio di partecipazioni, gli azionisti della *target* ottengono azioni della *bidder* in cambio di quelle della società ceduta. Nel caso in esame, gli azionisti della *target* rimangono esposti al rischio d'impresa che caratterizza la *bidder* e la stessa *target*, nella misura in cui questa influenza i risultati della prima. Inoltre i cedenti acquisiscono partecipazioni che possono essere illiquide, sia con riferimento al singolo titolo (si pensi al caso di una *bidder* non quotata), oppure con riferimento al pacchetto azionario del quale entrano in possesso (si pensi alla difficoltà e al costo di cedere una partecipazione corrispondente ad una frazione significativa del capitale della *bidder*, anche nel caso in cui questa fosse quotata). Con riferimento al tema fiscale, è possibile, in base alla normativa nazionale che disciplina la cessione nella prospettiva dei cedenti, che questi non debbano pagare imposte in relazione allo scambio di partecipazioni, e che dunque possano differire il momento in cui essi subiranno una tassazione sulla plusvalenza realizzata, oppure che, in senso più ampio, possano avvantaggiarsi di un trattamento fiscale di favore rispetto al caso in cui il corrispettivo venga pagato in denaro. Dal lato dell'acquirente, tale metodo di pagamento consente di ridurre significativamente le necessità di finanziamento dell'operazione, a fronte dell'impatto di questa sulla struttura proprietaria della stessa *bidder*, che vedrà l'ingresso di nuovi soci.

Il terzo metodo di pagamento, ossia la scelta di un mix di danaro e partecipazioni, comporta la possibilità di contemperare i vantaggi e gli svantaggi, per cedenti e cessionario, dei due metodi di pagamento precedentemente esposti.

scambio di *asset* o l'emissione da parte della *bidder* di obbligazioni, in alcuni casi convertibili, da concedere in sottoscrizione agli ex azionisti della *target*. Tali metodi di pagamento sono infrequenti, ed una loro disamina non è funzionale alle finalità del presente scritto.

La letteratura accademica ha dedicato ampio spazio all'approfondimento delle determinanti della scelta dei metodi di pagamento utilizzati nell'ambito di operazioni di M&A. I seguenti paragrafi sintetizzano gli studi in parola.

1.3.1. La struttura proprietaria della bidder e della target

Un fattore che determina la scelta del metodo di pagamento di un'operazione di M&A è legato all'impatto che tale scelta ha sulla struttura proprietaria della *bidder*. La scelta di effettuare un'operazione di acquisizione attraverso lo scambio di partecipazioni può avere effetti diluitivi per gli azionisti dell'acquirente, e dunque il pagamento in denaro può essere preferito quando tali soggetti desiderano evitare tali conseguenze. La rilevanza di tale tema è stata mostrata da Stulz (1988), il quale ha evidenziato che, nei casi in cui i manager delle società acquirente detengano una partecipazione rilevante nella *bidder*, le acquisizioni avvengono più frequentemente con pagamento in denaro, e ciò in ragione dei timori di detti manager di perdere il controllo, o l'influenza che essi hanno, sulla *bidder*. A simili conclusioni giungono Amihud, Lev e Travlos (1990) e Grullon, Michaely e Swary (1997), questi ultimi con riferimento al settore bancario.

Martin (1996) ha invece evidenziato, sempre studiando il caso di società nelle quali i manager detengono quote di partecipazione nella *bidder*, come esista una relazione non lineare tra l'entità della partecipazione azionaria di detti manager e la scelta del metodo di pagamento nel deal. Nei casi in cui il management della società abbia un'interessenza nella *bidder* compresa tra il 5% ed il 25%, la probabilità di adozione di una modalità di pagamento basata su azioni appare significativamente maggiore che in altri casi. Per percentuali di partecipazione comprese tra il 5% ed il 25% infatti, in particolare nel mercato statunitense, una diluizione della partecipazione può comportare la perdita del controllo, invece è possibile che tali considerazioni non siano rilevanti per percentuali di partecipazione più basse della soglia del 5%, che difficilmente attribuiscono ai manager il controllo dell'impresa, o maggiori della soglia del 25%, che rendono meno probabile perderlo.

Ghosh e Ruland (1998), oltre a confermare nella sostanza i risultati sopra descritti, hanno approfondito le preferenze in termini di metodo di pagamento dei manager delle società *target*. Questi ultimi, in particolare quando in relazione alla loro percentuale di partecipazione nella loro società e alla dimensione relativa di *target* e *bidder* hanno modo di ottenere una posizione di influenza sulla società emergente dall'operazione, preferiranno che il *deal* avvenga con scambio di partecipazioni. Gli autori inoltre offrono evidenza del fatto che tale scelta favorisca il mantenimento del posto di lavoro dei manager della *target*.