

INDICE

Prefazione , di <i>Lorenzo Caprio</i>	pag. 9
1. 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	» 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	
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