

AMMINISTRAZIONE & FINANZA

21

QUINDICINALE DI GESTIONE,
PIANIFICAZIONE
E CONTROLLO

ANNO II/15 NOVEMBRE 1987 N. 21
DIREZIONE E REDAZIONE: L.GO AUGUSTO, 8
20122 MILANO - TEL. 824761



IPSOA SCUOLA D'IMPRESA

LA PREVISIONE NEL BREVE PERIODO

L'ANALISI PER INDICI
DELLE GESTIONI BANCARIE
GLI ACCORDI DI EARN-OUT

CESSIONI

Gli accordi di *earn-out*

di Fabio L. Sattin *

Quando un'azienda con forti prospettive di sviluppo viene ceduta, la determinazione del prezzo può creare dei problemi. Una soluzione c'è ed è già diffusa negli Stati Uniti.

Quando si effettua un'operazione di cessione parziale o totale di partecipazioni sociali, la scelta dei criteri per la determinazione del prezzo è sicuramente uno degli aspetti cruciali della negoziazione.

In particolare, quando un'azienda presenta una potenzialità di sviluppo estremamente elevata, detta valutazione tende naturalmente a essere basata sulla stima dei redditi potenzialmente raggiungibili in futuro più che sulla sua situazione patrimoniale che può essere a volte estremamente modesta se non addirittura inesistente. È quest'ultimo il caso tipico degli investimenti effettuati a titolo di *venture capital*.

In queste situazioni, la determinazione del prezzo al quale la cessione deve essere effettuata dipende quasi esclusivamente dalle previsioni che il management della società, in questi casi spesso coincidente con la proprietà della società stessa, pone come raggiungibili in un determinato periodo.

Nonostante sia compito dell'investitore valutare la concreta realizzabilità di detti obiettivi, di fatto l'opinione del management, che più di ogni altro dovrebbe avere la competenza e la capacità nel prevedere gli sviluppi dell'attività dell'impresa, è quella che maggiormente può influenzare detto giudizio.

Se poi, come abbiamo detto, il management è anche il proprietario della società, caso tipico delle imprese di medie e piccole dimensioni, detta opinione pesa moltissimo in termini di valutazione del valore della socie-

tà oggetto di possibile cessione. Tuttavia, accettare e condividere tale valutazione, non è certo semplice da parte di un potenziale acquirente in quanto richiede un atto di estrema fiducia nella valutazione fatta dalla controparte.

Se inoltre, come spesso accade, il raggiungimento degli obiettivi dipende anche dalla presenza fisica delle persone attualmente coinvolte nella gestione della società, il problema che si pone all'investitore è ancora più articolato. Infatti, anche se ci fosse una sostanziale condivisione degli obiettivi raggiungibili, la possibilità di perseguirli dipende in gran parte dalla presenza di quanti hanno gestito fino a quel momento la società, il che, nella maggior parte dei casi, implica un coinvolgimento nella gestione dell'azienda da parte dei proprietari uscenti per un certo periodo di tempo.

Una delle soluzioni a questo genere di problematiche negoziali, utilizzata prevalentemente negli Stati Uniti, va sotto il nome di accordo di *earn-out*.

In termini estremamente generali, l'accordo di *earn-out* può essere definito come una struttura di pagamento che subordina il regolamento del prezzo e/o la definizione del suo ammontare al raggiungimento di alcuni obiettivi prefissati di comune accordo tra compratore e venditore.

Il caso

Detto pagamento può essere sia di natura esclusivamente monetaria,

sia identificabile in quote di partecipazione nella società stessa oggetto di cessione. In questo secondo caso, tipico delle operazioni di *venture capital* o di *management buy-out*, le quote della futura partecipazione nella società detenute dalle parti coinvolte nell'operazione saranno determinate, o condizionate, al raggiungimento di determinati obiettivi stabiliti consensualmente. Al fine di meglio chiarire i concetti in questione, facciamo un esempio che ci seguirà nel corso del presente lavoro.

Supponiamo che la società «Sviluppo & Futuro» (S&F) fondata da soli tre anni e attualmente operante, anche se con volumi estremamente modesti, nel settore dei farmaci da banco, abbia un fatturato a fine 19XX di 5 miliardi con un utile di 205 milioni e un capitale sociale di 1.405.000 milioni di lire.

Qualora la situazione dovesse rimanere sostanzialmente stabile per i prossimi anni, o anche ipotizzando una crescita simile a quella presentata storicamente, supponiamo che la sua valutazione ai fini di una eventuale cessione sia stata stimata attorno ai due miliardi di lire.

Tuttavia, la società in questione vanta una notevole capacità di ricerca e sviluppo in quanto i proprietari della società stessa, che si occupano direttamente anche della sua gestione, sono estremamente competenti e godono nel settore di buonissima fama.

Grazie a detta capacità di ricerca, la S&F ha appena realizzato e testato una serie di prodotti estrema-

* Director della divisione Mergers and Acquisitions, Chase Investment Bank - Milano.

mente innovativi che molto probabilmente le permetteranno di sviluppare in modo straordinario le vendite, consentendo inoltre la realizzazione di margini molto più elevati rispetto a quelli attuali.

Detto sviluppo, tuttavia, richiederà notevoli investimenti da effettuare in tempi brevi. Inoltre, al fine di coprire il mercato velocemente e a livello internazionale e di creare quindi barriere all'entrata ai concorrenti (anche considerato che detti prodotti non sono brevettabili) è necessario disporre da subito di una struttura di vendite estremamente più estesa ed efficace di quanto non sia quella attualmente in possesso della società.

Fatte queste considerazioni, il management-proprietà decide di vendere una quota, se necessario anche di maggioranza, della «Sviluppo & Futuro» a un operatore multinazionale, già operante nel settore

e in grado di soddisfare detti requisiti e rendere quindi possibile il raggiungimento di così ambiziosi traguardi.

Tuttavia, in quanto convinti della possibilità da parte di un operatore dalle caratteristiche precedentemente citate di conseguire i risultati attesi, il prezzo minimo al quale la proprietà intende effettuare detta cessione è molto alto, in quanto tiene conto degli entusiasmi sviluppi futuri dell'attività e degli alti margini ottenibili attraverso la vendita dei nuovi prodotti.

Infatti, per i prossimi cinque anni, il management-proprietà della «Sviluppo & Futuro» ritiene si possano raggiungere i seguenti risultati di tab. 1.

Partendo da questo scenario e utilizzando una valutazione di tipo esclusivamente reddituale, il management-proprietà della «F&S» ha identificato un prezzo minimo di

cessione pari a 6 miliardi di lire per il 100% della società. È comunque preparato a discutere partecipazioni di diversa entità in quanto consapevole della difficoltà di fare accettare tale prezzo. Questo infatti è superiore di circa tre volte a quello basato sull'analisi della situazione attuale della società stessa.

Dopo una approfondita analisi della situazione, la direzione strategica di una multinazionale già operante nel settore dei farmaci da banco, alla quale il management-proprietà della F&S ha ritenuto di proporre l'opportunità, identifica alcune aree di problematicità nell'effettuare l'operazione e ritiene che sia il caso di formalizzare i seguenti punti alla direzione generale che sarà la responsabile ultima della decisione in oggetto:

1) i nuovi prodotti sviluppati dalla società «Sviluppo & Futuro» sono senza dubbio di estremo interesse e

INFORMAZIONE RISERVATA AI CONSULENTI E DIRIGENTI FINANZIARI DELLE AZIENDE

AUMENTO DELLE VENDITE ATTRAVERSO L'OFFERTA AI CLIENTI ESTERI DI UNA PIÙ AMPIA SCELTA DI PAGAMENTI ALTERNATIVI

La Soc. Copra International s.r.l. ha messo a punto e sperimentato due programmi di ingegneria finanziaria che consentono agli ESPORTATORI di aumentare le aree di vendita, ottenendo sempre pagamenti garantiti da **tutti i rischi**, in ogni Paese.

Programma n° 1) COUNTERTRADE FINANZIARIO

Si applica per i clienti che risiedono in Paesi deficitari di valuta convertibile - trasferibile e permette di effettuare i pagamenti utilizzando la moneta nazionale senza ricorrere ad acquisti di divise estere.

Programma n° 2) MERCI PAGATE ALL'ORDINE

È applicato dagli ESPORTATORI italiani che desiderano, incassare in **forma definitiva il prezzo** della merce che sarà successivamente esportata. Il CLIENTE ESTERO pagherà entro il termine di 18 mesi dalla data di consegna.

I programmi indicati, sono utilizzati dalle Aziende Esportatrici di IMPIANTI, MERCI, SERVIZI e nel recupero di CREDITI; nel pieno rispetto delle norme e regolamenti valutarie in vigore in Italia come negli altri Paesi Esteri.

INFORMAZIONI: *In automatico* (via computer) al MODEM N° 341063 CCITT, 1200 BUUD HALF DUPLEX
agli uffici operativi di:

MODENA - COPRA Int. s.r.l. - TEL. 059/35.60.73 - TX. 22.60.42 CET - FACS. 059/35.77.02
MILANO - CROSS FINANZ S.p.A. - TEL. 02/890.01.66 - 02/890.07.75 - FACS. 02/86.73.81

strategicamente importanti per la multinazionale, mentre di scarso interesse sono quelli attualmente prodotti;

2) il mercato potenziale dei prodotti sviluppati dalla S&F, in quanto estremamente innovativi, è di difficile stima. Conseguentemente, risulta complesso valutarne esattamente le dimensioni e la potenziale attrattività per la multinazionale stessa. Non è quindi possibile assegnare una probabilità di raggiungimento degli obiettivi prefissati dalla S&F;

3) le limitazioni di cui al punto precedente creano un ulteriore problema ritenuto dalla direzione strategica della multinazionale estremamente importante. Dalle analisi da questa condotte, risulta infatti che nessuno degli attuali manager della multinazionale è in grado di gestire con la competenza e l'esperienza necessarie l'eventuale lancio dei prodotti in oggetto. Infatti, solo l'attuale management-proprietà della S&F ne conosce tutte le particolarità e potenzialità in quanto da anni coinvolto nelle fasi di ricerca. Inoltre, la rete di contatti commerciali e di accordi, fino a questo momento creata dalla S&F al fine di preparare la strada al lancio dei prodotti, appare essere indispensabile anche se nella maggior parte dei casi si tratta di contatti di natura estremamente personalizzata. Quale soluzione al problema, la direzione strategica della multinazionale propone che qualora si decidesse di effettuare tale acquisizione, è assolutamente indispensabile trovare il modo di coinvolgere direttamente nell'iniziativa l'attuale management-proprietà della S&F per un periodo di almeno cinque anni;

4) stanti le limitazioni e incertezze di cui ai punti precedenti, la direzione strategica della multinazionale non si ritiene in grado di formulare una valutazione che si discosti troppo dall'analisi della situazione attuale della società. Estrapolando uno sviluppo coerente con i trend storicamente dimostrati si perviene infatti a una valutazione massima di circa 2.500 milioni per il 100% della società e quindi molto

lontana dalle richieste della proprietà della S&F.

La soluzione

Dopo una serie di discussioni, incentrate nei punti precedentemente menzionati, la direzione generale della multinazionale, confermando il suo estremo interesse a effettuare l'operazione, formula al management-proprietà della F&S una proposta di *earn-out* così strutturata:

a) a fronte dell'acquisto del 100% della Futuro e Sviluppo, la multinazionale si impegna a pagare i sei miliardi di lire richiesti;

b) il pagamento sarà così strutturato:

b.1) lire 2.000 milioni in contanti alla chiusura dell'accordo;

b.2) lire 4.000 milioni in cinque rate annuali di 800 milioni l'una pagabili a partire dal 19X1. Il pagamento di dette rate sarà subordinato al raggiungimento degli obiettivi prefissati dal management sia in termini di vendite sia in termini di utile netto;

b.3) qualora gli obiettivi prefissati non venissero raggiunti, tali rate verranno diminuite tramite l'applicazione di una formula di proporzionalità da definire. Se invece si raggiungeranno risultati superiori a quelli previsti, detta rata sarà aumentata di un importo anche questo da definire;

b.4) qualora i risultati consuntivi fossero inferiori del 50% o più rispetto a quelli previsti, la rata relativa all'anno in oggetto non verrà corrisposta;

b.5) la quantificazione delle rate da pagare verrà effettuata di anno in anno sulla base dei risultati consuntivi senza possibilità di recupero da un anno all'altro degli importi eventualmente dedotti o aggiunti all'importo base;

c) per tutta la durata dell'accordo - cinque anni - la gestione della so-

cietà verrà interamente affidata all'attuale management/proprietà il quale godrà di piena autonomia decisionale.

L'esempio fatto, in quanto estremamente semplificato, potrebbe fare apparire l'accordo di *earn-out* come un «toccasana» in grado di risolvere facilmente, e con mutua soddisfazione, gli interessi di entrambe le parti coinvolte in negoziazioni del genere considerato.

Tuttavia, se dal punto di vista puramente concettuale detta struttura d'acquisto gode indubbiamente di un notevole fascino, dal punto di vista pratico la sua applicabilità presenta aree di estrema complessità che spesso ne fanno ridimensionare, se non annullare totalmente, i vantaggi potenziali.

Vediamo quindi di identificare, in termini generali, i principali problemi che sorgono nella definizione degli accordi di *earn-out* tenendo però ben presente che nella pratica gli accordi in oggetto presentano caratteristiche di estrema diversità che rendono conseguentemente limitativo qualsiasi tentativo di generalizzazione.

Di seguito, cercheremo quindi di concentrarci solamente sulle problematiche relative alle caratteristiche di fondo degli accordi del genere considerato.

La definizione delle aree di competenza-responsabilità

Uno dei principali problemi degli accordi di *earn-out* è quello della definizione delle aree di competenza/responsabilità delle parti in particolare per quanto riguarda la possibilità di intervenire nelle decisioni relative alla gestione dell'azienda ceduta.

Infatti, come abbiamo visto nel nostro esempio, non si può chiedere al cedente di impegnarsi a raggiun-

TAB. 1
Previsioni S&F 19X1-19X5 in milioni di Lire

	19XX	19X1	19X2	19X3	19X4	19X5
Vendite	5.000	7.500	11.500	17.500	23.500	30.000
Utile	205	550	1.000	2.500	3.600	4.500

gere determinati obiettivi, e quindi a ricevere il pagamento di conseguenza, se questi non ha la possibilità di manovrare tutte le variabili che consentono il raggiungimento degli obiettivi stessi.

D'altro canto, è difficile immaginare una totale ininfluenza su tali decisioni da parte di chi, di fatto, è il proprietario dell'azienda.

Da questo problema deriva uno dei principali limiti degli accordi in questione. Fino a che dura l'accordo di *earn-out*, l'acquirente, anche se già in possesso della maggioranza assoluta o relativa della società oggetto di acquisizione, ha una limitata, se non addirittura inesistente capacità di influire sulle scelte e sulle politiche della società stessa. Soluzioni intermedie, che comunque risolvono solo parzialmente il problema, sono quelle che basano i termini dell'accordo sulla specifica identificazione delle variabili chiave determinanti per il raggiungimento degli obiettivi e giungono a definire una serie, spesso lunghissima, di sub-accordi riguardanti ognuna di esse.

Tipiche voci oggetto di detti sub-accordi sono, oltre alle tradizionali vendite e utile (nelle diverse sue accezioni), ammortamenti, spese da capitalizzare, investimenti, ricerca e sviluppo, pubblicità.

Non occorre scomodare le numerose opinioni espresse in tema di capacità informativa dei dati puramente contabili nel rispecchiare la realtà delle operazioni aziendali (si pensi per esempio alle problematiche tipiche del controllo di gestione per intuire i limiti e la parzialità di questo approccio).

L'unica considerazione che si può fare è che in un accordo di *earn-out* dette limitazioni dovrebbero in ultima analisi bilanciarsi con la possibilità da parte delle controparti di giungere a un accordo altrimenti non raggiungibile.

L'identificazione delle variabili e delle quantità

Un altro problema, parzialmente legato a quello precedente, è quello di identificare con ragionevole ap-

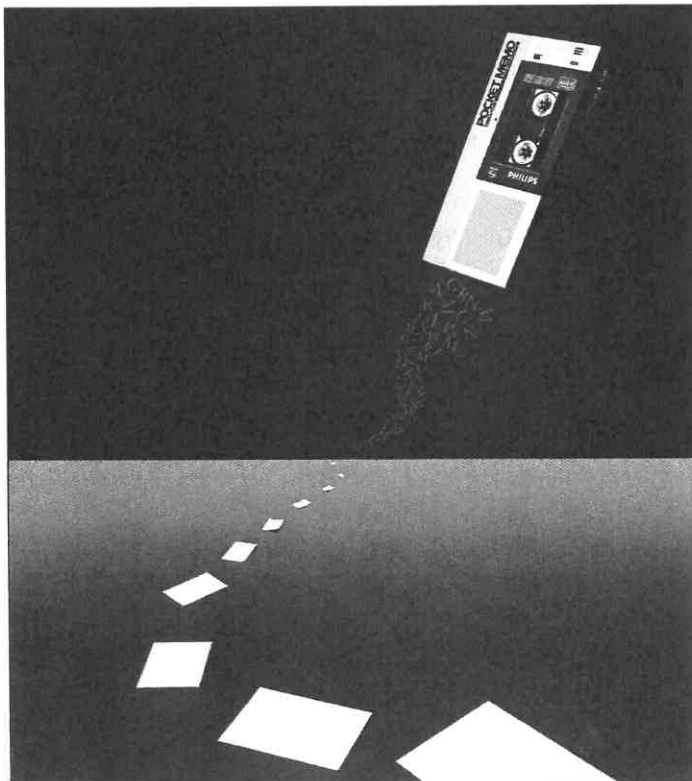
prossimazione i risultati direttamente connessi ai tipi di prodotti originariamente oggetto di cessione e quindi l'identificazione delle variabili e delle quantità oggetto di parametrizzazione.

Infatti, se la società acquirente intenderà produrre o distribuire attraverso la società acquisita altri prodotti non rientranti nell'attività dell'azienda oggetto di cessione, i risultati relativi alla *performance* di detti prodotti dovranno essere separati dagli altri che formano oggetto del contratto di *earn-out*. Basti pensare al fatto che detti nuovi prodotti richiedono spesso investimenti di varia natura per comprendere facilmente la difficoltà di pervenire a soluzioni che abbiano un qualche senso pratico.

Anche in questo caso, la migliore e forse unica soluzione è quella di evitare, da parte della società acquirente, di introdurre altri prodotti prima della scadenza dei termini dell'accordo.

Come detto precedentemente, un sofisticato e costoso sistema di contabilità industriale potrebbe infatti

PHILIPS POCKET MEMO



IL VOSTRO NOTES ELETTRONICO

Se considerate che parlate sette volte più velocemente di quanto scrivete, vedrete immediatamente i benefici dell'utilizzo del Pocket Memo Philips come pratico notes elettronico.

Dovunque voi siate, potete rapidamente annotare importanti informazioni che altrimenti potreste dimenticare.

E una volta registrato tutto su Mini-cassetta, avete più tempo da dedicare al vostro lavoro.

I Pocket Memo Philips sono in vendita presso i migliori concessionari di apparecchiature per ufficio.

Provatene uno. E' un piccolo investimento per un grande guadagno in produttività.

Inviatemi maggiori informazioni sulla gamma di Pocket Memo e Sistemi di Dattatura Philips.

Nome _____
Posizione _____
Società _____
Indirizzo _____
Tel. () _____

Philips S.p.A. - Apparecchiature per Dattare, Via Chiese 74,
20126 Milano. Numeri di condice LE 1 AVE 4



PHILIPS

risolvere solo parzialmente questo genere di problema.

La gestione delle situazioni di scostamento

Un altro importante aspetto da risolvere è quello relativo alla gestione delle situazioni di non raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Il problema si pone, sebbene con diverse caratteristiche, sia nel caso di non raggiungimento degli obiettivi che nel caso del raggiungimento di obiettivi superiori a quelli previsti.

In generale, si tratta di definire esattamente, attraverso formule, più o meno complesse, la relazione esistente tra lo scarto fra obiettivi fissati e risultati e la quantità economica percepita dal cedente.

Detta relazione può essere di diversi tipi in funzione della struttura economico/finanziaria delle attività considerate e della relativa capacità negoziale delle controparti.

In questo senso, l'analisi del *leverage* operativo e del *break even point* della società può essere di un qualche ausilio per identificare le quantità minime sotto le quali il valore percepito dai venditori dovrà essere estremamente contenuto se non addirittura inesistente. Se detti risultati siano o meno recuperabili e in che dimensioni negli anni futuri, sarà oggetto di un ulteriore accordo tra le parti.

Nel caso di risultati maggiori di quelli stabiliti, si tratterà di vedere se e quanto dello scarto positivo dovrà essere condiviso con il cedente.

Al fine di stimolare il raggiungimento dei migliori risultati possibili, è usuale fare partecipare anche il cedente a detti maggiori risultati anche se generalmente con percentuali inferiori di quelle stabilite in caso di non raggiungimento.

Anche per quanto riguarda gli investimenti di diverso genere, dovranno essere separati dal computo quelli che avranno un effetto che andrà oltre il periodo dell'accordo, al fine di non trovarsi al termine del periodo con una situazione estre-

mamente deteriorata in termini di consolidamento dei vantaggi competitivi.

Una possibile soluzione è quella di computare quale componente negativa per la valutazione dell'ottenimento dei risultati solo le quote di ammortamento economico relative agli esercizi durante i quali l'accordo è in vigore.

Il problema, comunque, non è certamente di univoca soluzione e di volta in volta si cercheranno di stabilire criteri adatti alla specificità della situazione considerata.

Il problema della contabilità tenuta con criteri economici

È noto come la redazione di un consuntivo economico-finanziario che abbia come obiettivo quello di tracciare un quadro economicamente corretto della situazione aziendale debba spesso seguire criteri che nella maggior parte dei casi sono notevolmente difforni da quelli utilizzati ai fini della preparazione dei bilanci di natura civilistica o fiscale.

Al contrario, la *ratio* degli accordi di *earn-out* rende necessaria la redazione di un bilancio consuntivo di carattere squisitamente economico sul quale valutare nel modo più oggettivo e imparziale possibile il raggiungimento o meno degli obiettivi prefissati.

A tal fine, è necessaria la tenuta di una contabilità separata ad uso interno strutturata sulla base di criteri puramente economici e avente modalità di contabilizzazione concordate e formalmente accettate dalle parti.

A parte la maggiore o minore difficoltà nel produrre tale tipo di informazioni, è evidente che detta contabilizzazione richiederà un certo impegno e conseguentemente avrà un suo costo.

Uno strumento da usare con cautela

Quelli citati sono solamente alcuni esempi di possibili problemi che possono sorgere nello stabilire un

accordo di *earn-out*. Come detto precedentemente, detti accordi sono estremamente vari e diversi tra loro e anche i problemi da risolvere possono assumere dimensione e complessità estremamente differenti.

Dal punto di vista pratico, se una particolare negoziazione sembra necessitare di un accordo di questo genere, la soluzione migliore è quella di avvalersi del supporto di professionisti aventi esperienza nelle operazioni in questione, quali *merchant bank* o studi professionali abituati a trattare questo genere di problematiche.

Alla luce di quanto esposto, seppur in modo estremamente semplificato e sicuramente incompleto, appare chiaro come l'accordo di *earn-out* possa in taluni casi essere estremamente utile nella soluzione di alcune negoziazioni. In questo senso, è da ritenersi uno strumento la cui conoscenza è indispensabile a chiunque di professione svolga una attività a supporto delle operazioni di fusione e acquisizione di società nonché, e a maggior ragione, a chi a diverso titolo si interessi alle operazioni di *venture capital*.

È anche evidente come sia uno strumento da usare con estrema cautela e, a nostro avviso, solamente in casi molto particolari dove gli accordi di tipo tradizionale sembrano non consentire il raggiungimento di una felice conclusione di un'operazione.

Infatti, la molteplicità di vincoli e sub-accordi che abbiamo visto caratterizzare detti contratti possono a volte risultare dannosi per lo sviluppo dell'attività operativa sottostante all'operazione. Attività operativa che rimane in ogni caso il principale elemento da considerare in qualsiasi operazione di cessione e alla quale accordi e strutture giuridiche di qualsiasi genere devono necessariamente sottostare fungendo da valido e costruttivo supporto, consentendo e aiutando l'armonico sviluppo delle realtà economiche in oggetto e delle persone che in queste vivono e lavorano.